

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

julio-agosto 2000

boletín económico

julio-agosto 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
IEME	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	Draçma griega
SE	Suecia	SEK	Corona sueca
UK	Reino Unido	GBP	Libra esterlina
JP	Japón	JPY	Yen japonés
US	Estados Unidos de América	USD	Dólar estadounidense

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

Abreviaturas y signos más utilizados

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

Índice

	<u>Páginas</u>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior de la zona del euro	16
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	21
4. La economía española	30
5. Los flujos financieros de la economía española	47
Las finanzas públicas europeas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: algunas cuestiones a debate	55
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1999	63
Las entidades de tasación: información estadística 1999	73
Regulación financiera: segundo trimestre de 2000	81
Información del Banco de España	95
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 30 de junio de 2000	97
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España	101
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 20 de julio de 2000	102
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 20 de julio de 2000	103
Publicaciones recientes del Banco de España	104
Indicadores económicos	107
Artículos y publicaciones del Banco de España	169

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

Las pautas de comportamiento que caracterizan la evolución reciente de la economía española no han variado significativamente en el período transcurrido del año 2000. El ritmo de crecimiento del producto y la creación de empleo siguen siendo notables, la demanda nacional conserva su fortaleza y las exportaciones de mercancías, en un entorno internacional favorable, dan muestras de un considerable vigor, mejorando su posición en los mercados exteriores. A pesar de ello, el déficit comercial se está ampliando, por el crecimiento real de las importaciones y el deterioro de la relación real de intercambio, debido, este último, básicamente, al impacto sobre los precios de importación del encarecimiento de los productos energéticos y de la depreciación del euro.

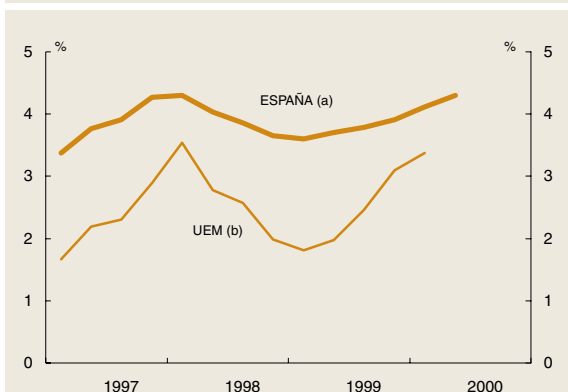
Con las cautelas habituales, se estima que el crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB) real de la economía española fue del orden del 4,2 % en el segundo trimestre, una cifra que, independientemente de su cuantificación —el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha anunciado la revisión de las series de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para los próximos meses—, acentúa, aunque solo sea ligeramente, el dinamismo con el que se inició el ejercicio. La demanda nacional aumentó también su tasa de crecimiento, en relación con la del período precedente, hasta aproximarse al 4,5 %, mientras que no se esperan cambios relevantes en la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, que volvería a situarse en torno a 0,3 puntos porcentuales. Si estas cifras se comparan con las publicadas recientemente —para el primer trimestre— para el conjunto de países de la Unión Económica y Monetaria (UEM): 3,4 % de crecimiento del PIB real, 2,7 % la demanda interna (sin variación de existencias) y 0,7 puntos porcentuales la contribución positiva del saldo exterior, se aprecia que el diferencial entre los ritmos de crecimiento del producto sigue estrechándose (véase gráfico 1).

En cuanto a la evolución de los precios, su trayectoria sigue marcada por el notable encarecimiento de los productos energéticos. La tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) se situó en el 3,4 % el pasado mes de junio, siendo la tasa correspondiente del índice armonizado una décima superior (3,5 %) y del 2,4 % la del conjunto de la UEM, por lo que el diferencial de inflación permanece, prácticamente, estabilizado (véase gráfico 2).

En este contexto, la modulación de las políticas económicas ha ido adaptándose a los objetivos establecidos. Así, la política monetaria definida para los países del área del euro si-

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



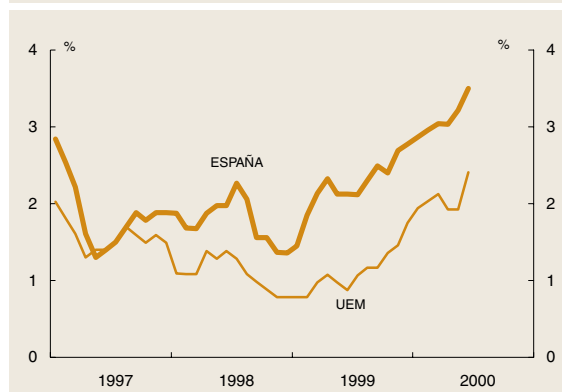
Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.
 (b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

guió acomodándose paulatinamente a las condiciones que se registran en la zona —crecimiento sostenido y mayores riesgos inflacionistas—, pero su tono, algo más estricto, resulta todavía relativamente holgado para aquellas economías que, como, la española, se encuentran en una fase de expansión cíclica avanzada. Las autoridades fiscales españolas, por su parte, se han planteado unos objetivos de corrección del déficit público más ambiciosos, ya que los ingresos fiscales están aumentando por encima de lo previsto, en consonancia con el escenario macroeconómico más expansivo; por último, el gobierno acordó recientemente dar un nuevo impulso a las medidas liberalizadoras a través de un conjunto de acciones encaminadas a mejorar el funcionamiento y aumentar la competencia de diferentes mercados de bienes y servicios, cuyos efectos se dejarán sentir, sobre todo, a medio plazo (véanse cuadros 1 y 2).

El entorno económico internacional tampoco ha experimentado cambios importantes a lo largo del primer semestre, y la mayoría de los organismos mantienen previsiones muy optimistas sobre el crecimiento mundial en este año y en el venidero. La economía de Estados Unidos conserva un extraordinario dinamismo, aunque se detectan síntomas de ligera desaceleración en el consumo privado. Las mejoras que se perciben en las zonas más retrasadas en su proceso de recuperación (Japón, Rusia y algunos países latinoamericanos) se valoran, en general, con cautela. Los principales riesgos inflacionistas siguen estando asociados a la evolución del precio del crudo de petróleo, cuya cotización en los mercados internacionales se encuentra por encima de la

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

que se había vaticinado para la segunda mitad de este año; a pesar de ello, en los últimos días, y ante las expectativas de futuros aumentos en la producción, el precio del crudo ha cedido, hasta situarse en torno a los 26 dólares/barril.

Este es también el mayor riesgo para el mantenimiento de la estabilidad dentro del área del euro, una vez que la práctica totalidad de las economías que la integran van consolidando unos ritmos de expansión sostenidos que se asientan, cada vez más, en la confianza de los agentes y en la firmeza del gasto interno (véase gráfico 3). Pese a que, como ya se ha dicho, en el rebrote experimentado por los precios de consumo en los últimos meses hay un elemento transitorio importante derivado de la evolución de los precios energéticos, para que su impacto sobre el resto de los sectores se atenúe se necesita una contención en el aumento de los costes laborales unitarios, en la que se conjuguen las ganancias de productividad con la moderación salarial, y una política ambiciosa de consolidación fiscal.

En esta situación, el Banco Central Europeo (BCE) decidió, el pasado 8 de junio, elevar en cincuenta puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándolo en el 4,25 %. Con esta subida, el aumento experimentado por el tipo de interés de referencia en el intervalo de, aproximadamente, un año ha sido de casi dos puntos porcentuales, y, a pesar de que su traslación a los tipos de las operaciones bancarias ha sido bastante rápida, aún es pronto para determinar cuál será su impacto en la evolución de los agregados monetarios y crediticios, cuyas tasas de aumento, aunque siguen siendo, en líneas generales, elevadas, se han desacelerado en el último mes.

**Medidas de liberalización e intensificación de la competencia
en las industrias de red, aprobadas en junio de 2000**

A finales del pasado mes de junio, dentro de un conjunto más amplio de actuaciones, se aprobaron dos reales decretos en los que se introdujeron modificaciones importantes en el marco regulatorio de las industrias de red —hidrocarburos líquidos, electricidad, gas natural y telefonía—, con el fin de intensificar la competencia en los mercados correspondientes. A continuación se resumen los cambios más significativos.

En el sector de hidrocarburos líquidos (carburantes y otros productos energéticos), las medidas adoptadas se dirigen, por un lado, a facilitar el acceso de todos los operadores a la red de distribución al por mayor en igualdad de condiciones y, por otro, a promover una mayor competencia en la distribución minorista a través de las estaciones de servicio. Para alcanzar el primer objetivo, se han establecido límites a la participación en el accionariado de la Compañía Logística de Hidrocarburos, tanto para personas físicas o jurídicas (25 %) como para el total de las compañías de refino existentes en España (45 %). De este modo, se pretende propiciar la separación entre las actividades de logística y transporte, de las de distribución y suministro, que presentaban, hasta ahora, un alto grado de integración vertical. Asimismo, para dotar de mayor transparencia el funcionamiento de la red, deberán hacerse públicas las condiciones de los contratos de acceso a la misma. En cuanto a la distribución de productos petrolíferos en el segmento minorista, se han tomado diversas medidas con el fin de reducir la elevada concentración. En primer lugar, se ha prohibido a los operadores aumentar en los próximos tres o cinco años el número de estaciones de servicio, si su cuota de mercado está entre el 15 % y el 30 % o es superior al 30 %, respectivamente. Además, se ha establecido que los grandes establecimientos comerciales incorporarán, al menos, una estación de servicio, que deberá abastecerse, como mínimo, de dos operadores al por mayor de productos petrolíferos. Todo ello se acompaña de la obligación de facilitar información sobre los precios aplicados por las estaciones de servicio, que han comenzado a publicarse.

En el sector eléctrico se han aprobado dos tipos de medidas, unas dirigidas a aumentar la competencia en el sector y otras a modificar precios y tarifas. En cuanto al primer grupo, conviene recordar que la fuerte integración vertical del sector y el alto grado de concentración en la generación de electricidad limitan, en la práctica, la competencia en la distribución al por menor. En este contexto, se amplían las posibilidades de adquirir energía eléctrica por parte de los comercializadores (que agrupan la demanda de los consumidores cualificados, es decir, de aquellos que pueden elegir suministrador) mediante la realización de contratos de adquisición de energía eléctrica en el exterior y con productores nacionales en régimen especial (es decir, cuando se produce electricidad asociada a otras actividades no eléctricas o en su producción se emplean residuos o energías renovables no hidráulicas), y, a partir del año 2003, con productores nacionales en régimen ordinario. Estas medidas se acompañan de la prohibición a los productores de electricidad cuya cuota de generación supere el 40 % de aumentar dicha cuota en los próximos cinco años; prohibición que será de solo tres años para los que ostenten más del 20 %. Por otra parte, se ha adelantado al 1 de enero del año 2003 (cuatro años antes de lo previsto) la fecha a partir de la cual todos los consumidores podrán elegir libremente suministrador y negociar, por tanto, los precios de compra; hasta ese momento, se simplifican, además, los trámites para adquirir la consideración de consumidor cualificado. Respecto al segundo tipo de actuaciones, se han reducido las tarifas de acceso a las redes de transporte y de distribución para los grandes consumidores, con el fin de incentivar su recurso al mercado. Asimismo, ha disminuido el cobro de garantía de potencia y se ha adquirido el compromiso de reestructurar las tarifas de acceso a la red antes del 1 de enero de 2001. Por último, se rebajarán las tarifas de los consumidores domésticos un 9 %, como máximo, durante el período 2001-2003.

En el sector del gas natural, las medidas introducidas se dirigen, por un lado, a aumentar la competencia en las distintas etapas del proceso productivo y, por otro, a reducir los cánones, peajes y tarifas del sector. Dentro del primer bloque, hay que mencionar, en primer lugar, aquellas que se han diseñado para racionalizar el sector y para facilitar el acceso a la red de terceros y la aparición de nuevos operadores. Entre ellas destacan: la creación de la figura del Gestor Técnico del Sistema Gasista, la diversificación del accionariado de ENAGAS, a través del establecimiento de un límite del 35 % en el capital o en los derechos de voto que pueda ostentar cualquier grupo de empresas; la cesión de un 25 % de los derechos de gas que se importa de Argelia a comercializadores distintos de ENAGAS; la imposición de un límite de cuota de mercado del 70 % a cada suministrador de gas a partir de enero del año 2003 y el adelanto hasta el año 2005 de la fecha a partir de la cual los nuevos operadores podrán construir sus propias redes de distribución. En segundo lugar, se adelantan los calendarios de libre elección de suministrador por parte de los consumidores finales, liberalizándose de forma inmediata para aquellos con consumos superiores a tres millones de Nm³ (metros cúbicos normalizados) y a todas las centrales de cogeneración, y anticipándose al año 2003 para el resto. Por otra parte, los cánones y peajes de acceso de terceros a las instalaciones de recepción, regasificación, almacenamiento y transporte se han reducido en un 8 %. Además, se empezará a aplicar, a principios de 2001, un nuevo sistema, basado en costes, de tarifas de gas natural y de peajes y cánones aplicables al uso de infraestructuras por parte de los nuevos operadores.

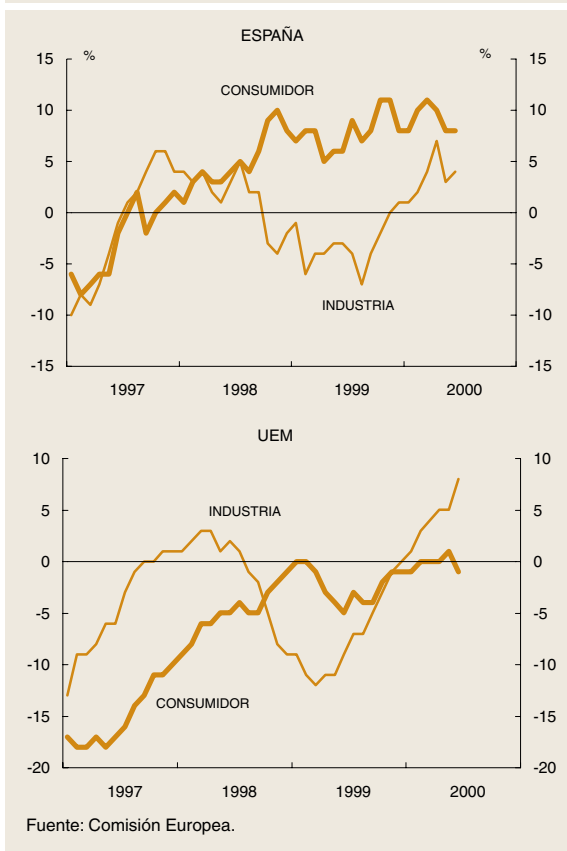
En las telecomunicaciones, las principales medidas inciden sobre las llamadas locales, segmento de la telefonía fija que, hasta el momento, había permanecido al margen del proceso de liberalización. Así, se ha estipulado que, a partir de enero del 2001, los operadores dominantes de redes públicas telefónicas fijas deberán permitir el alquiler en exclusividad a otro operador del último tramo de la red fija que llega al domicilio del usuario (bucle del abonado), o ceder al menos los servicios de datos de alta velocidad (Internet). Además, antes del 15 de noviembre del presente año deberá facilitarse la preselección de las llamadas locales. En materia de precios, el 1 de noviembre del año 2000, el operador dominante deberá disponer de tarifas planas, por un lado, para Internet en horario reducido y, por otro, para Internet y llamadas locales en distintos horarios. Antes del 15 de septiembre se modificarán los precios de interconexión de referencia por utilización de la red fija del antiguo monopolio. Sin embargo, se deja para más adelante la introducción de competencia adicional en la telefonía móvil.

Por último, para estos cuatro sectores —hidrocarburos líquidos, electricidad, gas natural y telecomunicaciones— se limitan las participaciones de personas físicas o jurídicas en más de una sociedad que tenga la consideración de operador principal.

En resumen, las medidas introducidas pueden tener efectos beneficiosos sobre la competencia en las industrias de red, como resultado de la introducción de ciertos límites a la concentración, de la separación, en algunos casos, de las diversas actividades, de las restricciones a la participación de los accionistas en más de un operador principal y del nuevo sistema de autorización de fusiones, que se comenta en otro recuadro adjunto. También se han dado pasos significativos para aumentar la transparencia en la fijación de precios, tarifas y peajes, y se han abierto a la competencia efectiva algunos segmentos relevantes de estos mercados; en particular, en telefonía fija. A pesar del carácter positivo de estas medidas, es necesario destacar que puede transcurrir algún tiempo hasta que sean plenamente efectivas y que, en algunos de estos sectores, la concentración y las barreras de entrada siguen siendo importantes.

GRÁFICO 3

Indicadores de confianza



El cambio en el tono de la política monetaria, al que ha contribuido también la estabilización de la cotización del euro —en un nivel, todavía, considerablemente débil—, se refleja, asimismo, en la evolución de los tipos de interés de la economía española (véase la primera figura del gráfico 4). El crecimiento de la financiación recibida por las empresas y familias es elevado, aunque se observan signos incipientes de desaceleración en las últimas cifras. Las condiciones monetarias siguen resultando excesivamente holgadas para una economía en la que las decisiones de gasto de los agentes han llevado el ahorro financiero neto de la nación a valores cada vez más negativos, encontrándose en mínimos históricos el ahorro financiero neto de las familias. La contribución de las cuentas públicas a la restauración de unas condiciones financieras más equilibradas está siendo, sin duda, importante, y así ha vuelto a ponerse de manifiesto tras la revisión llevada a cabo por las autoridades económicas del objetivo de déficit público para el año en curso, que ha pasado desde el 0,8 % del PIB establecido en la Revisión del Programa de Estabilidad y Crecimiento hasta el 0,4 % del PIB. Los datos más recientes sobre la ejecución del presupuesto del Estado en el primer semestre, o su

expresión en términos de las cuentas nacionales, resultan, en este sentido, muy favorables, ya que la recaudación impositiva está siendo considerablemente superior a la prevista, tanto en la imposición indirecta como, en los últimos meses, también en los impuestos directos, y el crecimiento del gasto es, en su conjunto, bastante moderado.

En este contexto, la economía española mantiene, por cuarto año consecutivo, un ritmo de crecimiento real elevado, sustentado en el dinamismo de la demanda nacional y de las exportaciones, con lo que la tasa de aumento de la demanda final se ha estabilizado en valores superiores al 6 %; el crecimiento de las importaciones resta, aproximadamente, dos puntos porcentuales a la expansión del producto. Con la excepción del consumo público, cuya tasa de avance es mucho más moderada, el resto de componentes de la demanda interna sigue dando muestras de un considerable vigor. No obstante, en algunos de los últimos indicadores disponibles sobre la evolución del consumo de los hogares se aprecian signos de ralentización, que parecen concentrarse, principalmente, en el segmento de bienes de consumo duradero. Las alzas en los tipos de interés, el aumento de los precios de los productos energéticos y el posible agotamiento de la demanda, tras un largo período de crecimiento —como puede ser el caso del sector automovilístico—, podrían explicar estos resultados. En cualquier caso, la tasa de variación real del consumo de las familias sigue siendo elevada, impulsada por el crecimiento de la renta disponible y las ganancias de riqueza acumuladas, manteniéndose los niveles de confianza de los consumidores en valores históricos; con todo, es posible que la tasa de crecimiento interanual del segundo trimestre sea ligeramente inferior al 4,5 % avanzado por el INE para los tres primeros meses del año.

La inversión en bienes de equipo sí podría superar en el segundo trimestre el registro alcanzado en el período precedente, que ya suponía un freno en la desaceleración que tuvo lugar a lo largo de 1999. Aunque algunos de los indicadores más recientes muestran una tendencia hacia la estabilización, se espera que las decisiones de inversión de las empresas cobren un mayor vigor, en la medida en que la demanda final de la economía —interna y externa— mantenga el tono expansivo actual y los resultados empresariales sigan siendo favorables, tal como reflejaron los datos de la Central de Balances publicados el mes pasado; las expectativas empresariales y las carteras de pedidos parecen apoyar esta estimación. En cuanto a la inversión en construcción, los últimos datos muestran síntomas de desa-

Medidas de liberalización e intensificación de la competencia en otros sectores

Además de las medidas que afectan a las industrias de red (véase recuadro anterior), se adoptaron otras muchas de contenido diverso que inciden sobre un conjunto muy amplio y heterogéneo de sectores. Entre ellas, destacan las que refuerzan la competencia por la vía de las modificaciones en la Ley de Defensa de la Competencia (a través del nuevo sistema de autorización de fusiones), las que facilitan el proceso de internacionalización de las empresas españolas, así como las dirigidas a eliminar trabas en distintas actividades profesionales. Sin ánimo de exhaustividad, a continuación se recogen las más importantes.

En materia de defensa de la competencia, se establece la notificación al Servicio de Defensa de la Competencia de las operaciones de concentración —requisito que, atendiendo a la legislación vigente, afecta a todas las operaciones que superan un determinado umbral— antes de su inicio, y no podrán llevarse a cabo hasta que no se disponga de la preceptiva autorización (con anterioridad, la notificación podía hacerse hasta tres meses después de haber comenzado la operación). Además, se agilizan los trámites para la resolución de estos casos, no pudiendo exceder de tres meses el período transcurrido (antes eran seis) desde que se notifica al Tribunal de Defensa de la Competencia hasta que el Gobierno decide.

En cuanto a los productos farmacéuticos, a partir del 1 de agosto se vuelven a modificar los márgenes de los medicamentos (la vez anterior, en mayo de 1999, se recortaron los márgenes de los distribuidos). Se flexibilizan los márgenes de las farmacias aplicados a los medicamentos publicitarios (los que se venden sin receta y no se financian por la sanidad pública), pudiéndose aplicar descuentos de hasta un 10 %. Además, se rebajan los márgenes, tanto de las farmacias como de los distribuidores, de los productos más caros, al quedar fijados en una cantidad fija para todos los medicamentos que superen las 20.000 pesetas. Por otro lado, para primar la venta de genéricos, se fija un margen del 33 % para las farmacias sobre este tipo de productos, que es superior al que se aplica al resto de fármacos (que, como máximo, es del 27,9 %). En otro orden de cosas, se reduce la factura farmacéutica de la Seguridad Social, a través de deducciones en función del volumen de compras.

En cuanto a los horarios comerciales, se amplía de forma notable en todas las Comunidades Autónomas el horario semanal, desde las 72 horas actualmente en vigor, a 90. Adicionalmente, se liberaliza la apertura en domingos y festivos para los establecimientos comerciales de menos de 300 m² que no pertenezcan a cadenas de distribución. Para el resto de establecimientos se amplía gradualmente la apertura en domingos y festivos, desde los ocho actuales a doce en el 2004, a razón de un festivo adicional cada año. No se modifica, sin embargo, el sistema de doble licencia para la apertura de grandes superficies.

A los notarios se les permite realizar descuentos sobre los aranceles de hasta el 10 %, a la vez que se establece que para los documentos que excedan una determinada cuantía el arancel será libre. Los aranceles de los registradores de la propiedad y mercantiles se reducen un 5 %, con carácter general, y en porcentajes superiores si se trata de la inscripción de documentos de carácter urbanístico (15 %) o de la subrogación de hipotecas para viviendas protegidas (50 %). Además, en el caso de los documentos por cuantía superior a los mil millones, se limita el arancel a una cantidad fija. En consecuencia, las tarifas reguladas de estos profesionales se abaratan. En relación con los créditos hipotecarios, se establece una mayor transparencia en los folletos informativos hipotecarios en cuanto al derecho del prestatario para elegir tasadora, gestora, entidad aseguradora y notario. Estas medidas se refuerzan con otras dirigidas al sector del suelo y de la vivienda. En concreto, se permite a la iniciativa privada que pueda promover la transformación de suelo urbanizable, y se acortan los trámites administrativos para aprobar los instrumentos del planeamiento urbanístico de desarrollo. Por otro lado, se liberaliza la actividad de intermediación inmobiliaria y se exime en el impuesto sobre el patrimonio la tributación de la vivienda habitual, hasta un importe máximo de 25 millones de pesetas.

Para aumentar la competencia en el transporte por carretera de viajeros, se reducen los plazos de las concesiones en exclusividad de los servicios regulares, que pasan de una horquilla de 8-20 años a otra de 5-10 años. Además, se liberaliza la actividad de inspección técnica de vehículos, sustituyendo el sistema actual de concesión con tarifa fija por el de autorización con tarifa máxima.

Se eliminan algunas trabas para el desarrollo de la colegiación única, al prohibir que cuando un profesional ejerza en un territorio distinto a donde está colegiado se le exija habilitación alguna ni el pago de contraprestaciones económicas distintas de aquellas que se les exigen a sus propios colegiados, que no estén cubiertas por la cuota colegial.

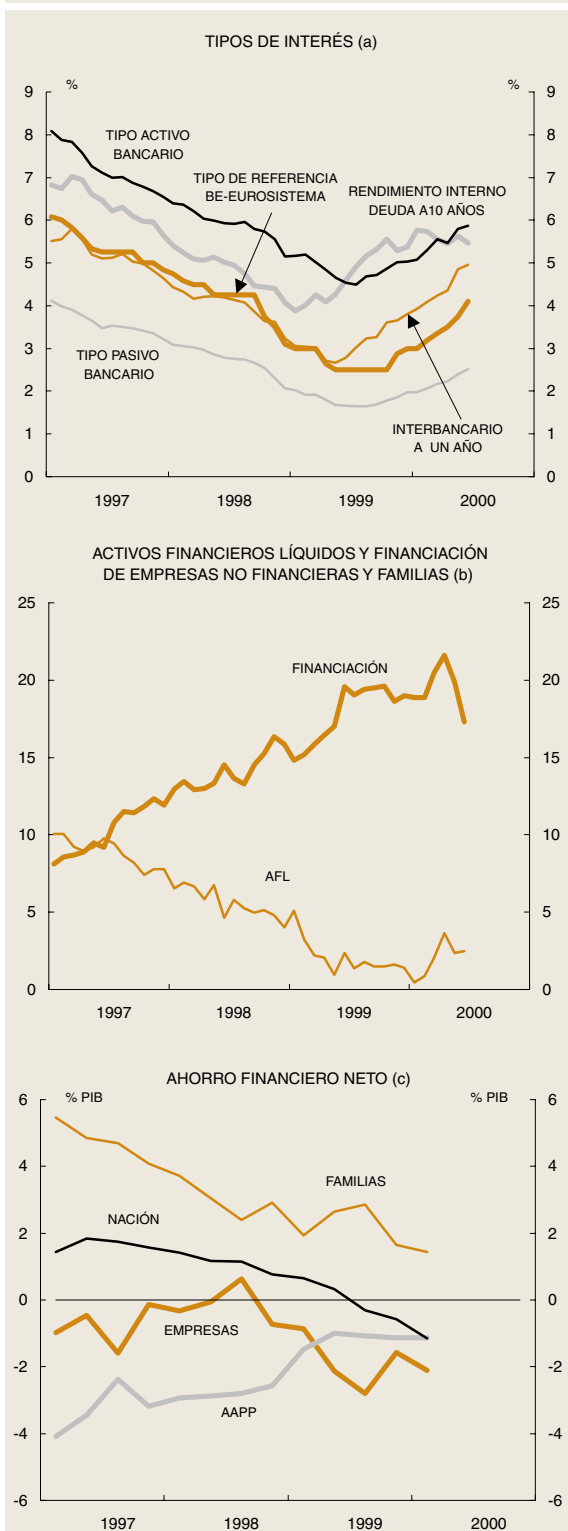
En el sector de labores del tabaco, se flexibilizan las restricciones existentes actualmente para los distribuidores mayoristas de tabaco, al no exigirseles que cubran todo el territorio nacional y permitirles que compaginen con total libertad la distribución de diversos productos. A cambio, se obliga a que los fabricantes e importadores dejen garantizar que sus productos lleguen a todo el ámbito territorial, siempre que exista demanda de los mismos.

En otro orden de cosas, se ha liberalizado el descuento en los libros de texto y se autoriza a los servicios médicos de las mutuas que cubren la incapacidad temporal a dar altas y bajas por esta situación. Además, se suprimen las trabas formales para la instalación de nuevos puntos de venta de combustibles para buques.

Por lo que se refiere a la inversión en el extranjero, para evitar la doble imposición económica internacional por las actividades empresariales desarrolladas en el extranjero (por medio de filiales), se modifica el régimen y, para incentivar la internacionalización, se permite diferir el pago del impuesto sobre sociedades cuando se tomen participaciones en sociedades no residentes. En línea con las recomendaciones de la Cumbre de Lisboa, las deducciones fiscales por inversión en las nuevas tecnologías, por la formación de personal en las mismas y por la inversión en I+D de las PYMES son pasos adecuados para el fomento de la Sociedad de la Información. Por último, se introdujo otro grupo de medidas fiscales encaminadas al fomento del ahorro, que se pueden consultar en el artículo «Regulación financiera: segundo trimestre del 2000», de este mismo Boletín.

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



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

celeración en la demanda de viviendas, mientras que la obra pública parece volver a retomar un tono más sostenido; la tasa finalmente estimada no difiere sustancialmente de la avanzada por el INE para el primer trimestre, que fue del 5,5 %.

Los datos disponibles para el segundo trimestre sobre los componentes de la demanda exterior son incompletos y las estimaciones presentadas se basan en los resultados de los modelos de previsión habitualmente utilizados y en la valoración de las tendencias que se aprecian en las cifras más recientes. En ellas se confirma el notable dinamismo de las exportaciones de mercancías, que están ganando cuota, tanto en el mercado comunitario como en el resto de las áreas, con alguna excepción aislada —como es el caso de China—. Las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro —que compensa la aceleración de los precios de exportación— y el fuerte crecimiento del comercio mundial son los factores que, tradicionalmente, se encuentran detrás de esta evolución positiva, que deben confirmar los datos de los próximos meses. Estos resultados tan favorables del comercio se extienden también al sector turístico, a pesar de que los últimos indicadores conocidos resultaban algo menos dinámicos. Por último, el crecimiento real previsto para las importaciones resulta coherente —a pesar de la erraticidad que se aprecia en los datos de los últimos meses— con el comportamiento expansivo de su principal factor determinante: la demanda final de la economía.

Desde el lado de las ramas productivas, los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año 2000 confirman la estimación del crecimiento del producto ya comentada desde la óptica de la demanda. El principal impulso expansivo procede de las actividades industriales, aunque debe señalarse que la rama agraria y pesquera ha abandonado sus tasas de variación negativas; la rama de servicios de mercado, por su parte, registra un crecimiento más estable.

En este ámbito claramente expansivo, el crecimiento de la ocupación sigue siendo notable, así como el descenso de la tasa de paro. La mayoría de los indicadores más recientes parecen reflejar una modesta pérdida de ritmo en la creación de empleo, por lo que la productividad aparente del trabajo está recuperándose, desde unos valores muy reducidos. El aumento de la productividad es mayor en las ramas industriales, lo que, combinado con la aceleración que han registrado sus precios, en el interior y en los mercados exteriores, impulsa el aumento de los márgenes empresariales en este sector.

Las alzas salariales que se están negociando en los convenios colectivos y el efecto de las cláusulas de revisión que han entrado en vigor en los primeros meses del año han acentuado el crecimiento de la remuneración por asalariado. Por eso, a pesar de la modesta recuperación de la productividad, el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantiene en torno al 2 % —con diferencias importantes entre las distintas ramas y sectores—, una tasa que supera en algo más de un punto porcentual a la que se registra en el conjunto de la UEM.

La mayoría de los indicadores de precios ha experimentado un deterioro en el transcurso del segundo trimestre, elevando sus ritmos de aumento. El diferencial entre las tasas de crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de España y el del conjunto de la UEM se ha estabilizado en torno al punto porcentual desde el comienzo del año 1999, después de haber sido prácticamente nulo en 1997, cuando la economía española completó su proceso de convergencia nominal con los países del área. Los diferenciales son más amplios y persistentes en el sector servicios, fluctuando en los bienes en función, básicamente, de la evolución de los precios alimenticios. En todo caso, es en el índice de bienes industriales no energéticos donde las diferencias entre las tasas de crecimiento muestran una tendencia hacia la ampliación, llegando a ser ya de 1,5 puntos porcentuales.

El principal reto al que se enfrenta la economía española en el momento actual es prolongar su etapa expansiva, que avanza ya en su cuarto año consecutivo, de forma que continúe el proceso de convergencia real con los países de la Unión Europea (UE). Para que esto sea posible hay que procurar preservar la estabilidad macroeconómica alcanzada y mejorar la competitividad. En este sentido, la consolidación de diferenciales entre los ritmos de variación de los precios y los costes de producción con los países del área, y el bajo crecimiento observado en la productividad de los factores, pueden suponer un obstáculo que hay que procurar atajar. Para ello, y para que la persistencia de un alto ritmo de crecimiento de la demanda no termine generando desequilibrios excesivos, es preciso aumentar el potencial de crecimiento económico, tratando que este se oriente, prioritariamente, hacia la inversión y la exportación, e impulsando la eficiencia en el funcionamiento de los mercados. En este sentido, las medidas acordadas recientemente por el Gobierno encaminadas a aumentar la competencia en numerosos mercados de bienes y servicios contribuirán a aumentar la capacidad de reacción de la oferta agregada y a mejorar la eficiencia de la economía, dentro de una línea de actuación que, iniciada hace unos años, debe seguir profundizándose, prestando especial atención al funcionamiento del mercado de trabajo.

2. El entorno exterior de la zona del euro

En el segundo trimestre del 2000, el entorno exterior del área del euro continuó mostrando una evolución expansiva. Así, la economía de Estados Unidos mantuvo un gran dinamismo, aunque se ha producido una significativa desaceleración del consumo privado. Por su parte, en Japón parece prolongarse la senda de lenta recuperación que se inició hace un año, tras superarse la ralentización del segundo semestre de 1999, mientras que, en las economías emergentes del sudeste asiático y de América Latina, el crecimiento económico sigue cobrando intensidad. En este marco, la evolución de los precios ha mostrado un deterioro en las economías industrializadas, generado, en gran medida, por el incremento adicional registrado en el precio del petróleo en el segundo trimestre del año, en un contexto de gran incertidumbre sobre la evolución de la oferta en los mercados internacionales de crudo.

En Estados Unidos, los datos definitivos de contabilidad nacional correspondientes al primer trimestre del año confirmaron el vigoroso crecimiento (5,3 % en tasa interanual) de dicha economía en el período citado (véase gráfico 5), impulsado por la expansión de la demanda privada y de las exportaciones. La información correspondiente al segundo trimestre indica el mantenimiento del dinamismo de la economía en ese período, alcanzando el PIB un crecimiento intertrimestral anualizado del 5,2 % (6 % en tasa interanual). Esta evolución de la actividad se basó, como en trimestres anteriores, en el fuerte aumento de la demanda interna y de las ventas al exterior, si bien las importaciones se incrementaron en mayor medida que las exportaciones. No obstante, el consumo privado se desaceleró sensiblemente, experimentando en el segundo trimestre del 2000 la tasa de crecimiento intertrimestral más baja desde 1997 (3 % en términos anualizados), confirmando de este modo las señales que venían proporcionando los indicadores coyunturales. La inversión en capital fijo, por su parte, mantuvo un tono expansivo similar al de períodos precedentes, siendo el fuerte incremento de los inventarios y del gasto público, componentes tradicionalmente volátiles, que habían registrado tasas de crecimiento intertrimestrales negativas en el período anterior, los principales causantes de la aceleración del PIB en el segundo trimestre del año en curso.

A lo largo del segundo trimestre no se observó un deterioro significativo de los desequilibrios que están caracterizando esta etapa de crecimiento elevado de la economía norteamericana, aunque tampoco signos evidentes de su corrección. En particular, tras alcanzar el déficit de la balanza por cuenta corriente un nuevo máximo en el primer trimestre (véase gráfico 7),

el déficit comercial aminoró en los meses de abril y mayo su ritmo de deterioro. Por su parte, la bolsa experimentó una compensación parcial de los incrementos de las cotizaciones observados en los primeros meses del año.

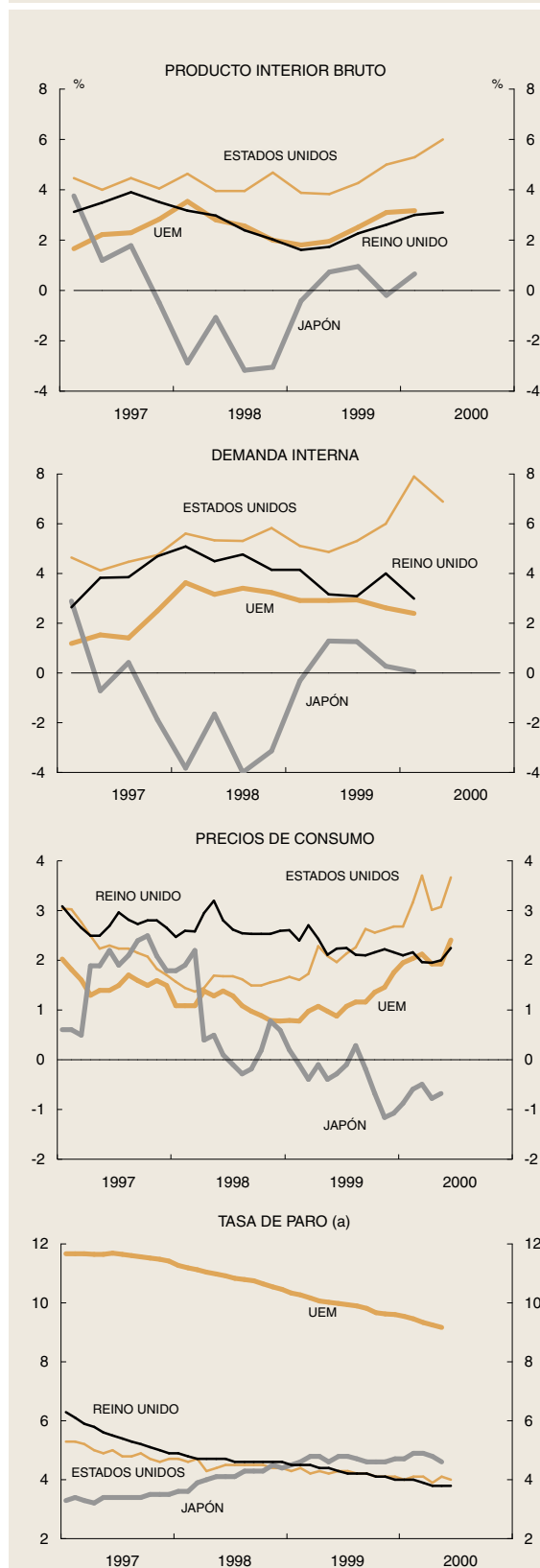
Con respecto a la evolución de precios y costes, destaca la relativa estabilidad que han mostrado los salarios a lo largo del segundo trimestre, según la estadística de ganancia salarial por hora, a pesar del tensionamiento que caracteriza al mercado de trabajo: la tasa de paro se ha mantenido en registros cercanos al 4 %. En la medida en que, además, el crecimiento de la productividad se sitúa alrededor del 3 % en tasa interanual, los costes laborales unitarios continúan aumentando a tasas muy moderadas. Los precios de consumo, sin embargo, registraron un deterioro a lo largo del segundo semestre, hasta alcanzar el 3,7 % en junio, como consecuencia, básicamente, de la repercusión de la elevación de los precios del petróleo en los mercados mundiales, si bien la inflación subyacente (excluidos precios energéticos y alimentos) ha permanecido en el 2,4 % en mayo y junio.

En un contexto de tensiones inflacionistas latentes, la Reserva Federal decidió, el pasado 16 de mayo, una nueva elevación del tipo objetivo de los fondos federales de 50 puntos básicos —la tercera desde enero y la primera de tal magnitud desde que comenzara, a finales de junio de 1999, la fase de tensionamiento progresivo de la política monetaria—. Posteriormente, los incipientes signos de moderación en la tasa de crecimiento del consumo, junto con el continuado avance de la productividad, que impedía la materialización de las presiones inflacionistas provenientes del mercado de trabajo, llevaron a la Reserva Federal a mantener inalterado su tipo de interés objetivo en el 6,5 % en la reunión del comité de mercado abierto celebrada a finales de junio. No obstante, el banco central estadounidense continuó alertando a la opinión pública sobre la persistencia de riesgos inflacionistas significativos.

En Japón, el PIB creció un 2,4 % en tasa intertrimestral en el primer trimestre del 2000 (0,7 % en tasa interanual), lo que ha supuesto la salida de la «recesión técnica» experimentada en el segundo semestre de 1999. Esta favorable evolución del PIB se sustentó en la expansión de la demanda privada y de las exportaciones, sin que los efectos estimulantes sobre la actividad del paquete fiscal extraordinario aprobado a finales de 1999 se hayan manifestado todavía. De hecho, la inversión pública mostró un fuerte descenso, y el consumo público, un crecimiento nulo. Con respecto a los componentes de la demanda privada, destaca

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos Tasas de variación



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

la positiva evolución tanto de la formación bruta de capital fijo, por segundo trimestre consecutivo, como del consumo, que registró una sustancial recuperación, contradiciendo la información que suministraban los indicadores coyunturales a lo largo del período mencionado. Aunque las importaciones también presentaron un gran dinamismo, la contribución de la demanda exterior al crecimiento del producto alcanzó los 0,6 puntos porcentuales, muy por encima del 0,2 correspondiente al trimestre anterior.

Los indicadores disponibles del segundo trimestre del 2000 no señalan ningún cambio sustancial con respecto a las pautas anteriores. Así, reflejan el buen comportamiento del sector industrial y la persistencia —aunque con una cierta moderación— de la atonía de la demanda de consumo privado. Por otra parte, el previsible aumento de la inversión pública, tras la aplicación del último paquete fiscal, y el mantenimiento del ritmo de expansión de las exportaciones, en línea con la recuperación económica de los principales socios comerciales de Japón, pueden suponer, a pesar de la apreciación del yen en términos efectivos registrada en el segundo trimestre del 2000, un empuje adicional al crecimiento del PIB en dicho período. Finalmente, la evolución de los precios sigue mostrando presiones de signo deflacionista, ya que la inflación interanual medida sobre el IPC se situó, en mayo, en el $-0,7\%$, frente al $-0,5\%$ del mes de marzo. En este contexto, el Banco de Japón está considerando una posible subida de tipos de interés si se consolida el proceso de recuperación económica.

Por su parte, el Reino Unido experimentó un crecimiento interanual del PIB del 3% en el primer trimestre del 2000, apoyado en la expansión del consumo privado y de las exportaciones, ya que la inversión privada registró una sensible desaceleración. Los indicadores de actividad disponibles sobre el segundo trimestre del año no señalan, en general, ningún avance significativo con respecto a la evolución mostrada en el trimestre anterior, y así ha quedado recogido en la estimación preliminar del crecimiento del PIB en el segundo trimestre, que, en términos interanuales, se ha elevado hasta el $3,1\%$. No obstante, la reciente depreciación del tipo de cambio de la libra con el euro —corrigiendo parcialmente la fuerte apreciación observada en los meses precedentes—, la fortaleza creciente de la demanda de la zona del euro y el reciente anuncio de una política fiscal menos restrictiva para los próximos años, podrían suponer algún estímulo para el crecimiento de esta economía. La tasa de inflación, medida por el índice de precios al por menor, excluidos los intereses de hipotecas, repuntó hasta el $2,2\%$ en junio, dos décimas por encima del nivel

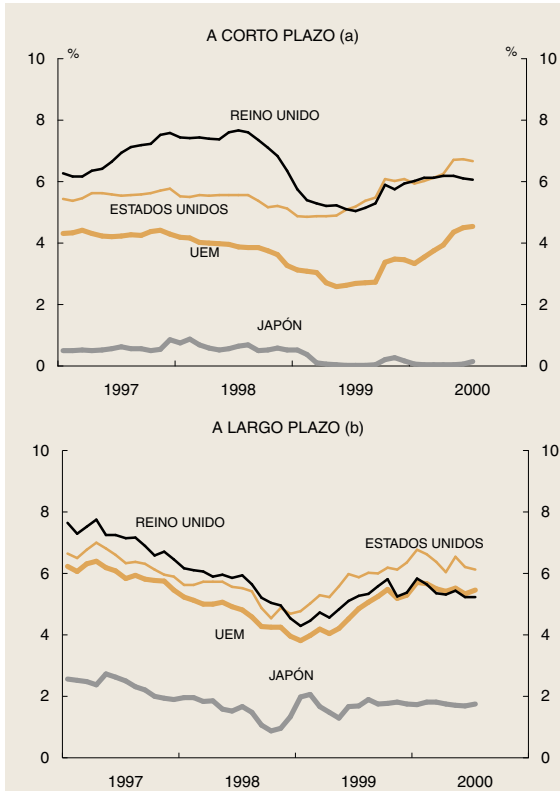
correspondiente a marzo. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo estable a lo largo del segundo trimestre, situándose en el $4,1\%$ en junio. Estos signos de estabilidad macroeconómica, así como la posibilidad de que aumentos adicionales de los tipos de interés fortalecieran el tipo de cambio de la libra, volviendo a deprimir las exportaciones y la actividad industrial, han propiciado el mantenimiento del tipo principal de intervención del Banco de Inglaterra en el 6% , desde mediados de febrero.

En el sudeste asiático, la mayor parte de los países experimentaron, en el primer trimestre del año, un crecimiento del PIB muy elevado, basado tanto en el dinamismo de las exportaciones como en el de la demanda interna. Es destacable la consecución, en dicho período, de tasas de aumento interanual del producto superiores al 10% en varias economías de la zona: Hong Kong, Corea del Sur y Malasia, así como crecimientos próximos a dicha cota en Singapur, Taiwan y China. En todos los países del área, la evolución reciente de la actividad ha venido acompañada de la reducción de las tasas de inflación y de la estabilidad de las respectivas divisas en los mercados cambiarios.

Por último, las principales economías de América Central y del Sur han continuado, en los primeros meses del 2000, el proceso de mejora que iniciaron a finales de 1999, experimentando, además, correcciones significativas de sus tasas de inflación. La recuperación económica mundial y el clima de estabilidad financiera favorecido por la firmeza del compromiso de las autoridades de la mayor parte de esos países en avanzar en los procesos de consolidación fiscal y de reformas estructurales han sido los factores que más han contribuido a la salida de la crisis. No obstante, la elevación de los tipos de interés norteamericanos, con el consiguiente encarecimiento de la financiación exterior, podría debilitar algo las expectativas de expansión económica de la zona. Por países, cabe destacar el crecimiento de Brasil, fruto, fundamentalmente, de la recuperación vigorosa de la demanda exterior, con un aumento interanual del PIB del $3,1\%$ en el primer trimestre del año actual, acompañado por un descenso de la inflación hasta el $6,5\%$ en el mes de mayo. Asimismo, en México, la mayor estabilidad financiera y el fuerte efecto de arrastre de la economía de Estados Unidos propiciaron que el crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre se situara en el $7,9\%$, la mayor tasa obtenida desde el segundo trimestre de 1997, en tanto que la inflación interanual siguió descendiendo, hasta alcanzar el $9,5\%$ en el mes de mayo. En Argentina, por su parte, la economía continúa presentando síntomas de debilidad, manteniendo una elevada posición

GRÁFICO 6

Tipos de interés



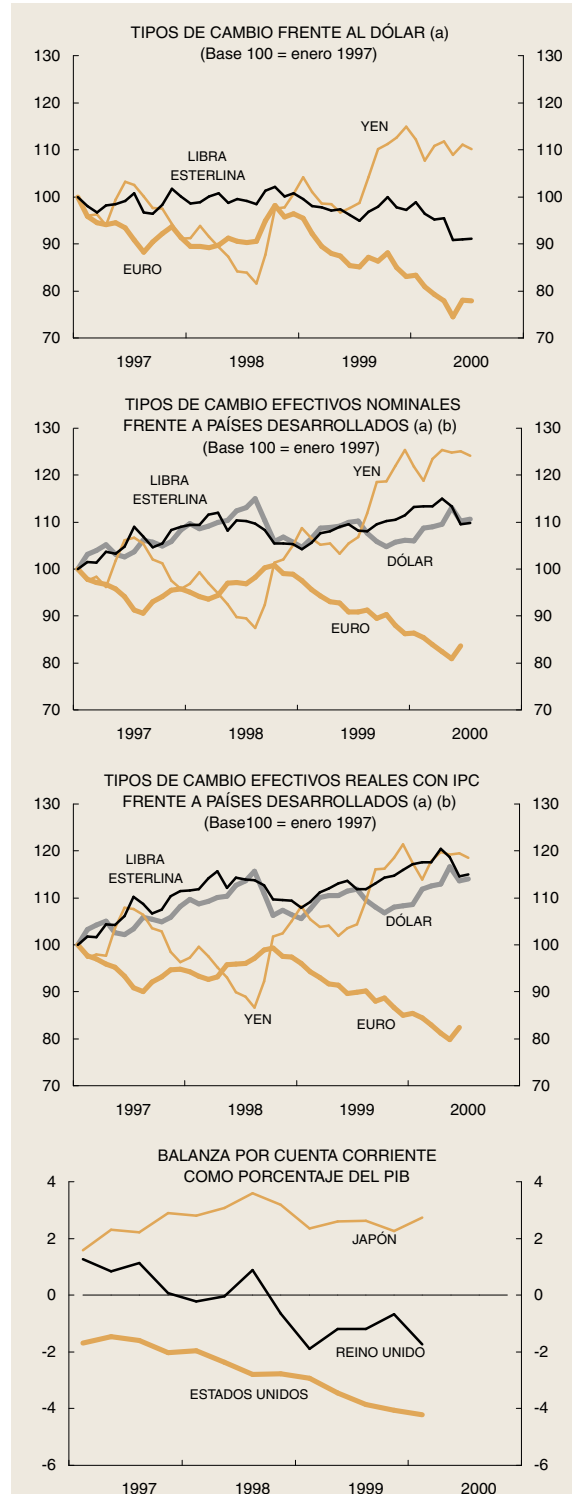
Fuente: Banco de España.
 (a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999 y 2000: EURIBOR a tres meses.
 (b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

deudora con respecto al resto del mundo. No obstante, la tasa de crecimiento del PIB en el primer trimestre fue positiva, del 0,9 %, y más de un punto superior a la del cuarto trimestre de 1999, ofreciendo los escasos indicadores disponibles sobre el segundo trimestre signos que apuntan a la continuidad del proceso de recuperación. Finalmente, la tasa de inflación interanual sigue reflejando presiones de signo deflacionista.

La evolución de los mercados financieros ha venido marcada, en el segundo trimestre del 2000, por una elevación gradual de los tipos a corto plazo (véase gráfico 6), derivada de la evolución restrictiva de las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico, y por la reducción de los tipos de interés a largo plazo, especialmente en Estados Unidos, reflejo de una revisión a la baja de las expectativas sobre el crecimiento y la inflación en este país. Así, el rendimiento de la deuda del Gobierno Federal a diez años registró un descenso medio de 32 puntos

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.
 (a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.
 (b) La línea "euro" se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

básicos entre el primer y el segundo trimestre del año, quedando situado en el 6,11 % en la última semana del mes de julio. Por su parte, el tipo de interés medio a tres meses se elevó hasta el 6,56 % en el segundo trimestre, superando el 6,6 % a finales de julio. Todo ello ha supuesto la inversión de la pendiente de la curva de rendimientos, que muestra, ahora, un signo negativo. En Japón, los tipos a corto siguieron situados en niveles mínimos, en tanto que los rendimientos a diez años registraron un pequeño descenso durante el segundo trimestre, aunque ambos volvieron a elevarse ligeramente desde mediados de junio, en línea con la mejora de las expectativas sobre el ritmo de recuperación de la economía japonesa. Por su parte, las bolsas de valores de las principales economías prolongaron hasta mayo el descen-

so iniciado entre finales de marzo y principios de abril, para experimentar una recuperación posterior, que, no obstante, fue insuficiente para corregir la pérdida de valor producida en los dos primeros meses del segundo trimestre. Este deterioro de las cotizaciones ha sido especialmente intenso en el índice NASDAQ de la bolsa de Nueva York y en el índice NIKKEI de la bolsa de Tokio. Por último, en los mercados cambiarios (véase gráfico 7) la divisa estadounidense se mantuvo estable en el segundo trimestre en relación con el yen, apreciándose con respecto al euro un 5,73 %, en promedio diario, entre el primer y el segundo trimestre. No obstante, en junio esta tendencia se invirtió, alcanzando el tipo de cambio dólar/euro, a finales de julio, valores similares a los observados en el mes de abril.

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

3.1. Evolución económica

La información más reciente acerca de la evolución económica del área del euro traza un horizonte propicio para la expansión de la actividad, impulsada por un comportamiento muy dinámico de la demanda exterior neta, alentada, a su vez, por el sólido crecimiento mundial y por la evolución del tipo de cambio del euro. Asimismo, los determinantes de la demanda interna están evolucionando de modo favorable, por lo que es previsible un incremento de la contribución de este agregado al crecimiento del producto en el segundo trimestre del año. Por su parte, los precios han aumentado en los últimos meses a ritmos crecientes, como resultado de la nueva subida del precio del petróleo y de la evolución alcista de algunos alimentos. No obstante, aunque revierta la tendencia de estos componentes, la manifestación de los efectos retardados de la depreciación del tipo de cambio del euro en los primeros meses del año, en un contexto de fortaleza creciente de la actividad, podría seguir influyendo en el comportamiento de los precios en los próximos meses.

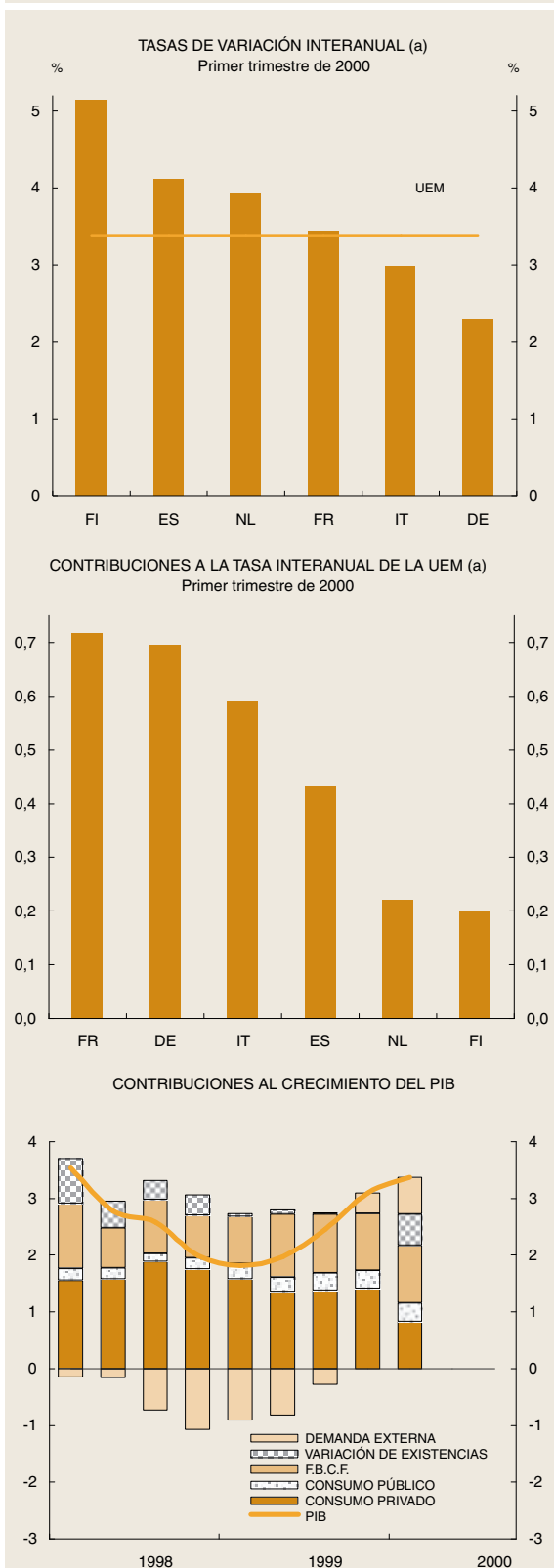
Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB del área del euro experimentó un crecimiento del 3,4 %, en términos interanuales, en el primer trimestre del año 2000 (véase gráfico 8), lo que supone un repunte de tres décimas en comparación con el trimestre final de 1999. La prolongación de la senda de aceleración del PIB se basó en la positiva evolución del sector exterior, ya que la demanda interna sostuvo un crecimiento estable. Así, la expansión más intensa de las exportaciones que de las importaciones condujo a un aumento de la aportación positiva de la demanda exterior neta superior en tres décimas a la correspondiente al cuarto trimestre de 1999, alcanzando 0,7 puntos porcentuales. La contribución de la demanda interna se mantuvo en 2,7 puntos, comportándose todos sus componentes de forma similar a la del trimestre precedente.

En la evolución por países, cabe destacar el fuerte incremento del ritmo de crecimiento en Italia, facilitado por la notable recuperación del consumo privado y, sobre todo, de las exportaciones. Aunque la vigorosa expansión de las ventas al exterior desde el trimestre final de 1999 constituye un rasgo común a otras economías del área, el fenómeno ha revestido una mayor intensidad en Alemania e Italia, países que posiblemente se han beneficiado en mayor grado de la recuperación de las economías del sudeste asiático y de Europa del Este, dada su mayor exposición comercial a estas áreas.

De la valoración del conjunto de indicadores coyunturales referidos al segundo trimestre del

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



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

año (véase gráfico 9) se desprende el mantenimiento del perfil de aceleración del PIB. Así, el índice de producción industrial (IPI) del área ha experimentado aumentos notables hasta el mes de mayo, recogiendo una evolución expansiva bastante generalizada para los distintos países y grupos de bienes, en consonancia con la mejora del indicador de confianza industrial en esos mismos meses. Por otra parte, los indicadores de consumo privado (ventas al por menor, confianza de los consumidores y del comercio minorista y, con menor claridad, matriculación de automóviles) mantienen en los primeros meses del año el tono elevado que alcanzaron a finales de 1999. Así, la incidencia favorable sobre la renta disponible de las familias del crecimiento del empleo y de las reducciones de impuestos anunciadas o puestas ya en práctica en numerosos países del área, junto con los aumentos acumulados de la riqueza financiera, configuran un panorama propicio para la expansión del consumo privado. Por otra parte, la vitalidad económica en las principales áreas geográficas del mundo, aunque podría moderarse si se confirmaran los indicios de desaceleración de la actividad en Estados Unidos, y los efectos desfasados de la evolución del tipo de cambio efectivo del euro tendrían que continuar estimulando el dinamismo de las exportaciones. La fortaleza de los principales componentes de la demanda final privada debería, por su parte, ayudar a mantener el impulso de la formación bruta de capital, como parecen indicar los resultados de la encuesta semestral de inversión de primavera recientemente publicada por Eurostat, que han supuesto una revisión al alza en la previsión de la inversión de la industria manufacturera para el año 2000.

Según la estimación provisional del BCE, el empleo aumentó un 1,3 % en el primer trimestre del 2000, una décima por encima del registro del trimestre anterior. Este moderado avance del empleo, en relación con la expansión del producto, propició que la productividad aparente del trabajo continuara recuperándose, hasta alcanzar una tasa de incremento interanual próxima al 2 %. En el segundo trimestre del 2000, el único indicador de empleo disponible, la tasa de paro, ha proseguido su trayectoria descendente, hasta situarse, en mayo, en el 9,2 % de la población activa (frente al 9,6 % del final de 1999). La evolución favorable del empleo en los países del área es, en parte, atribuible a la relativa moderación de los salarios y a la puesta en marcha en un gran número de países, aunque con desigual intensidad, de reformas estructurales en el mercado de trabajo. Los costes laborales por hora, por su parte, repuntaron en el primer trimestre del año hasta el 3,6 % en tasa interanual (desde el 2,4 % del trimestre precedente). No obstante, dado que los salarios pac-

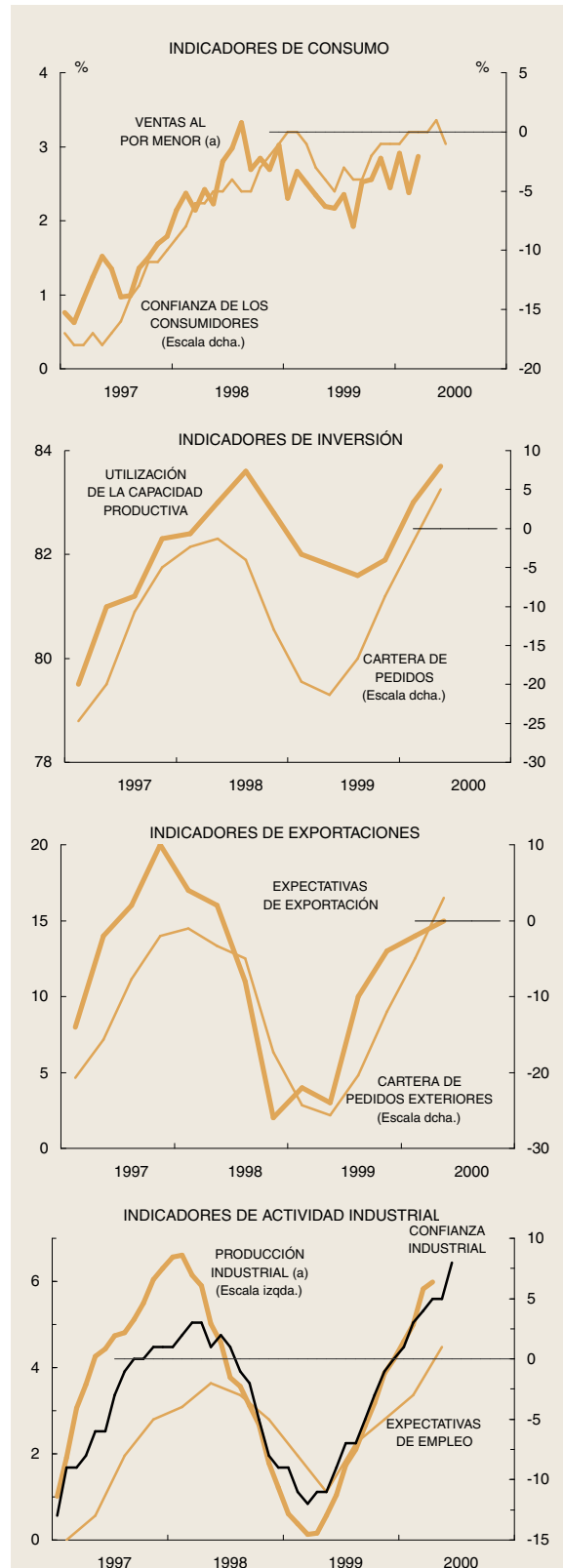
tados en convenio han mostrado un comportamiento relativamente moderado y que la aceleración no parece deberse a la evolución de los costes laborales no salariales, cabe conjeturar que este fuerte aumento puede, en parte, recoger elementos de naturaleza transitoria, tales como la activación de cláusulas de revisión y pagos extraordinarios relacionados con el cambio de milenio.

La inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó, en junio, en el 2,4 % (véase gráfico 10) tres décimas por encima del registro de marzo. Este significativo aumento de la inflación a lo largo del segundo trimestre ha venido explicada, fundamentalmente, por la evolución de los precios de los alimentos sin elaborar, ya que el resto de los componentes ha permanecido relativamente estable. Por su parte, el índice que excluye los bienes industriales energéticos y los alimentos no elaborados aumentó una décima en junio, en relación con el dato de marzo, hasta el 1,2 %, debido a la aceleración de los precios de los servicios, ya que tanto los bienes industriales no energéticos como los alimentos elaborados mantuvieron constante su tasa de crecimiento en el período. Por último, el componente energético moderó ligeramente la tasa de variación en junio, en relación con la de marzo, aunque experimentó una evolución alcista muy pronunciada desde el mes de abril. Por países, se ha mantenido en el segundo trimestre el rango en el que se sitúan las tasas de inflación de los países en relación con marzo, aunque ello ha sido el resultado de una ampliación en el de los servicios, compensado por el efecto contrario en el de los bienes. Por su parte, los precios industriales han evolucionado dentro de una trayectoria de aceleración en los meses transcurridos del año. En mayo, experimentaron una variación interanual del 6,5 %, esto es, 1,4 puntos porcentuales por encima del registro de diciembre de 1999, aumento en su mayor parte ligado al impacto de los precios del petróleo sobre el componente de bienes intermedios. Sin embargo, es relevante destacar que, aunque los precios de los restantes subgrupos continúan creciendo a tasas moderadas, la tendencia de estas es claramente alcista, al seguir trasladándose el aumento de los precios de los bienes intermedios hacia estadios posteriores del proceso productivo.

La trayectoria de los precios del petróleo ha continuado constituyendo el condicionante principal de la evolución de las perspectivas inflacionistas del área en los últimos meses. Tras alcanzar a comienzos de marzo un máximo relativo en torno a 32 dólares, el precio del barril de petróleo inició una senda descendente, que se invirtió a partir de mediados de abril (período

GRÁFICO 9

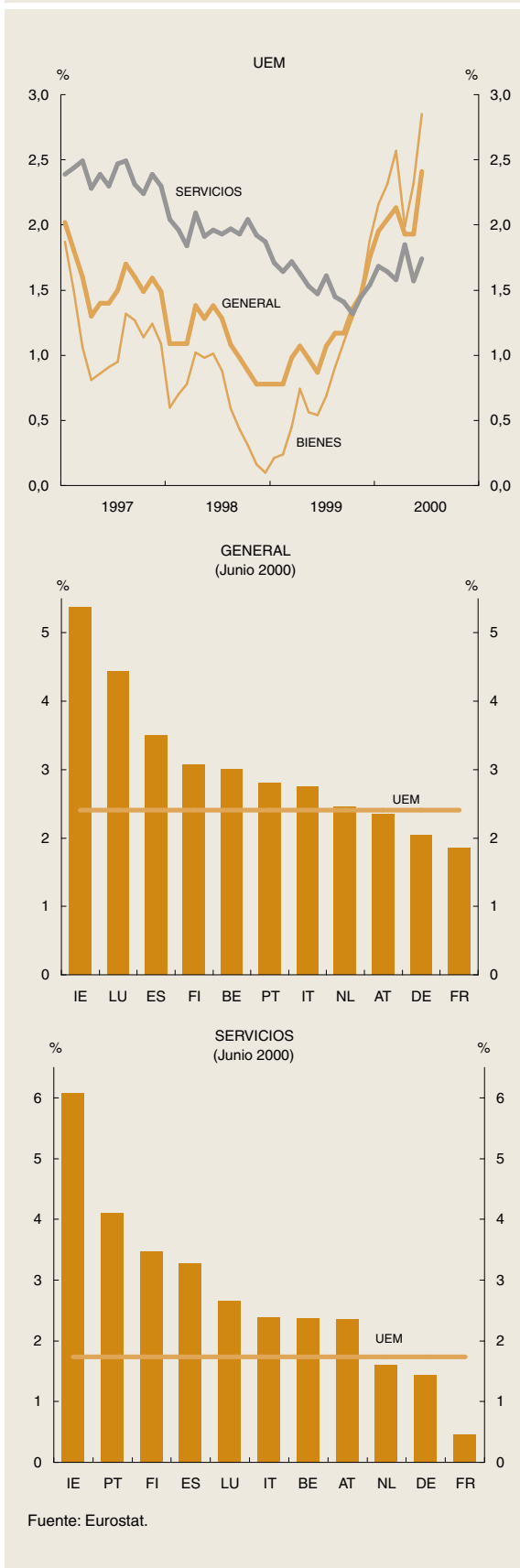
UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 10

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



en el que alcanzó los 21 dólares), retornando desde la segunda quincena de junio hasta mediados de julio a niveles superiores a los 30 dólares por barril, para ceder posteriormente en casi cinco dólares a finales del citado mes de julio. De forma aparentemente paradójica, el aumento de las cuotas de producción decidido por los países de la OPEP en su reunión del 21 de junio tuvo una incidencia ligeramente alcista sobre los precios de mercado, al revelarse insuficiente para corregir el desequilibrio existente entre oferta y demanda. La consolidación de los actuales niveles de los precios del crudo y los efectos retardados de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro constituyen los principales riesgos inflacionistas en el área, agravados adicionalmente por la progresiva reducción de la brecha entre el producto potencial y el observado. Por el momento, el impacto del aumento de los precios exteriores sobre la evolución de la inflación del área ha sido relativamente reducido, sin que sea posible discernir aún si ello obedece al efecto compensatorio sobre los costes de las ganancias de productividad, o a una compresión transitoria de márgenes que podría desaparecer, tensionando los precios de consumo, en el futuro próximo.

De acuerdo con las estimaciones del BCE, la balanza por cuenta corriente del área mostró, en los cuatro primeros meses del año, un déficit acumulado de 4,4 mm de euros, lo que representa un deterioro muy notable del saldo en comparación con el superávit de 11,1 mm del primer cuatrimestre del ejercicio precedente, siendo, aproximadamente, la mitad de esa variación atribuible al descenso del superávit de la balanza de bienes. El acusado crecimiento de las importaciones, superior al de las exportaciones, recoge, en gran parte, el empeoramiento de la relación real de intercambio, debido al efecto combinado del alza de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de cambio del euro.

En lo que concierne a la evolución de las cuentas de las Administraciones Públicas (AAPP) del área, los datos de ejecución presupuestaria correspondientes a los meses transcurridos del presente ejercicio permiten adelantar unos resultados para el conjunto del año mejores de lo esperado (véase cuadro 1). El sólido crecimiento económico está impulsando la recaudación por impuestos directos, en tanto que la relativa fortaleza del consumo y el aumento de los precios de los derivados del petróleo están favoreciendo el dinamismo de los ingresos por impuestos indirectos. Adicionalmente, la progresión del número de cotizantes está estimulando el crecimiento de los ingresos por cotizaciones sociales, mientras que el descenso del desempleo está ayudando al control del gasto. No

CUADRO 1

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

	1996	1997	1998	1999	2000	
					Comisión Europea (b)	Última previsión oficial (c)
Bélgica	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9	-0,5	
Alemania	-3,4	-2,6	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0
España	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1	-0,7	-0,4
Francia	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8	-1,5	-1,5
Irlanda	-0,6	0,8	2,1	2,0	1,7	
Italia	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9	-1,5	-1,3
Luxemburgo	2,7	3,6	3,2	2,4	2,6	
Países Bajos	-1,8	-1,2	-0,8	0,5	1,0	1,1
Austria	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0	-1,7	
Portugal	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0	-1,5	
Finlandia	-3,2	-1,5	1,3	2,3	4,1	4,8
PRO MEMORIA:						
UEM						
Saldo primario	1,4	2,5	2,7	3,1	3,1	
Saldo total	-4,2	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9	
Deuda pública	74,7	74,5	73,0	72,1	70,3	

Fuente: Comisión Europea.

(a) Déficit (-) / superávit (+).

(b) Previsiones de primavera.

(c) Solo se incluyen los datos correspondientes a los países cuyas autoridades han publicado previsiones oficiales con posterioridad a las previsiones de primavera de la Comisión Europea.

obstante, en la mayor parte de los países no se han adoptado medidas discrecionales que impliquen mejoras en los saldos estructurales, previéndose, según la Comisión Europea, un cierto deterioro de los saldos primarios ajustados de ciclo, en relación con 1999, en un buen número de países. Esta relajación efectiva de la política fiscal resulta particularmente inadecuada en aquellos casos donde la posición cíclica de la economía es avanzada, donde el saldo presupuestario se muestra todavía lejano del equilibrio o donde el nivel de deuda es elevado.

En consonancia con la evolución favorable del componente cíclico de los saldos presupuestarios, las autoridades de algunos países del área han revisado sus previsiones de resultados fiscales para el 2000. Así, en Francia e Italia las nuevas proyecciones para el déficit del conjunto de AAPP son del 1,5 % y 1,3 % del PIB, respectivamente, esto es, dos décimas por debajo de los objetivos recogidos en sus programas de estabilidad. En Alemania, por su parte, el gobierno ha aprobado el borrador del presupuesto federal para el próximo año, que prevé un mantenimiento del nivel de gasto en términos nominales y una caída de los ingresos como consecuencia de la reforma impositiva recientemente aprobada por el Parlamento. Simultáneamente, se ha abierto la discusión

acerca de la reforma del sistema público de pensiones.

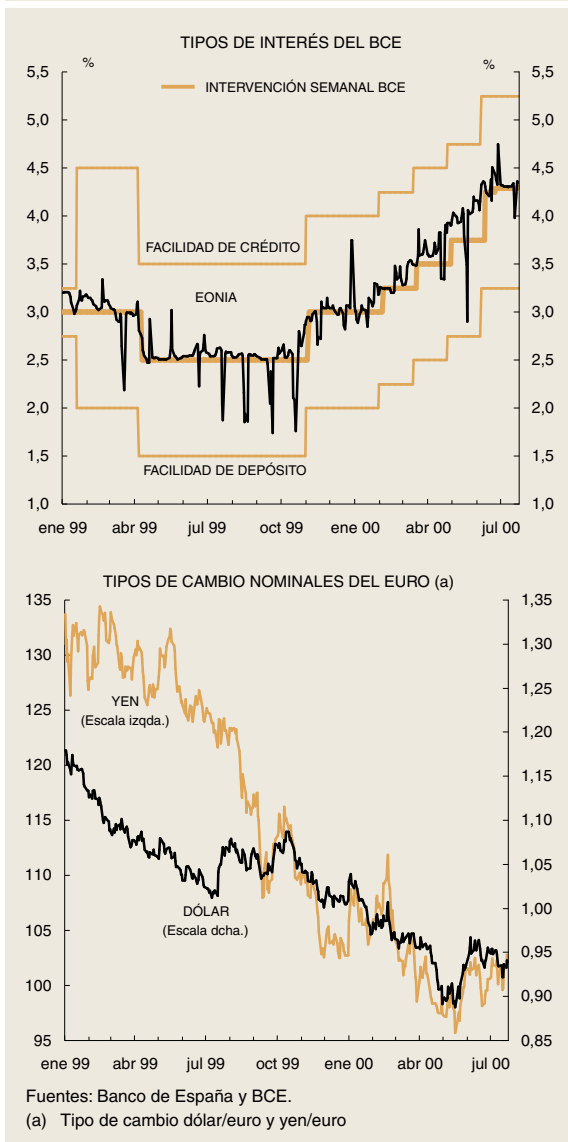
Los procesos de concesión de licencias de telefonía móvil de tercera generación actualmente en curso en la mayoría de los países del área han abierto el debate acerca del destino de los cuantiosos ingresos que se prevé obtener por esta vía. En general, las autoridades nacionales han anunciado su intención de emplear, al menos, la mayor parte de los recursos resultantes a nutrir fondos de reserva de los sistemas públicos de pensiones, o a reducir la deuda pública en circulación.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el segundo trimestre de este año, el tono de la política monetaria ha seguido adaptándose a la mejora de las perspectivas económicas en la zona del euro. El Consejo de Gobierno del BCE, después de aumentar 50 puntos básicos los tipos de interés del Eurosistema en el primer trimestre, volvió a incrementar los tipos los días 27 de abril y 8 de junio, por una cuantía de 25 y 50 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 11). De esta forma, en la fecha de cierre de este «Informe trimestral» el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situaba en el 4,25 %, lo que

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro



representa un nivel 175 puntos básicos superior al alcanzado en verano del año pasado.

El aumento de los tipos de interés oficiales ha conducido, con los retardos típicos del proceso de transmisión de las señales de las autoridades monetarias sobre las variables económicas, a un progresivo encarecimiento del crédito bancario y a un aumento de la remuneración del ahorro. Es más difícil detectar los efectos de los incrementos de los tipos de interés en la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, pues en los últimos meses continuaron presentando ritmos de crecimiento que pueden considerarse elevados. Por su parte, aunque en el segundo trimestre se detuvo la tendencia a la depreciación del euro e, incluso,

se apreció moderadamente, el tipo de cambio efectivo del euro frente a los países desarrollados siguió situándose a un nivel muy favorable para la expansión de la actividad en la UEM.

Como en meses anteriores, las condiciones monetarias y financieras en España se mantuvieron más holgadas que en el conjunto de la zona del euro, debido, fundamentalmente, a la mayor intensidad de las presiones de demanda y de precios en nuestra economía, que, entre otras cosas, se han venido reflejando en unas tasas de crecimiento muy elevadas de los medios de pago y de la financiación obtenida por el sector privado.

El tipo EONIA se mantuvo en niveles muy cercanos a los tipos de las operaciones principales de financiación durante el segundo trimestre, excepto, como es habitual, durante los últimos días de los periodos de mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas. En el periodo de mantenimiento que terminaba el día 23 de junio, ciertas tensiones transitorias sobre la liquidez hicieron que el EONIA aumentara significativamente por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, lo que motivó que el Eurosistema realizara una operación de ajuste de inyección de liquidez el día 21 de junio. Estas operaciones son excepcionales en el actual marco operativo del Eurosistema y, de hecho, desde el comienzo de la Unión Monetaria, solo se había realizado otra operación de ajuste, en enero de este año, con el fin de absorber el exceso de liquidez suministrado en la transición al año 2000. Pese al aumento de los tipos de interés oficiales, los mercados financieros siguen previendo un cierto endurecimiento de la política monetaria en el futuro (véase gráfico 12).

Durante el segundo trimestre se observó una cierta volatilidad de los tipos de interés a más largo plazo, que parece obedecer más a factores externos —como la evolución de los mercados financieros estadounidenses— que a los movimientos de los mercados monetarios de la zona del euro. Tras producirse variaciones de distinto signo, los tipos de interés a largo plazo tendieron a situarse, desde finales del mes de junio, en niveles similares, o incluso algo inferiores, a los registrados al final del primer trimestre del año. En el caso español, estos tipos evolucionaron, como era de esperar, de forma muy similar al resto de países del área, si bien el diferencial de tipos de interés a largo plazo respecto a Alemania aumentó ligeramente (véase cuadro 2). Los movimientos anteriores produjeron un aplanamiento de la curva de rendimientos para el conjunto del área, de forma que, mientras que se mantuvieron las expectativas de aumentos adicionales de los tipos de

interés a corto plazo, los niveles esperados para dichos tipos en horizontes superiores al año permanecieron bastante estables.

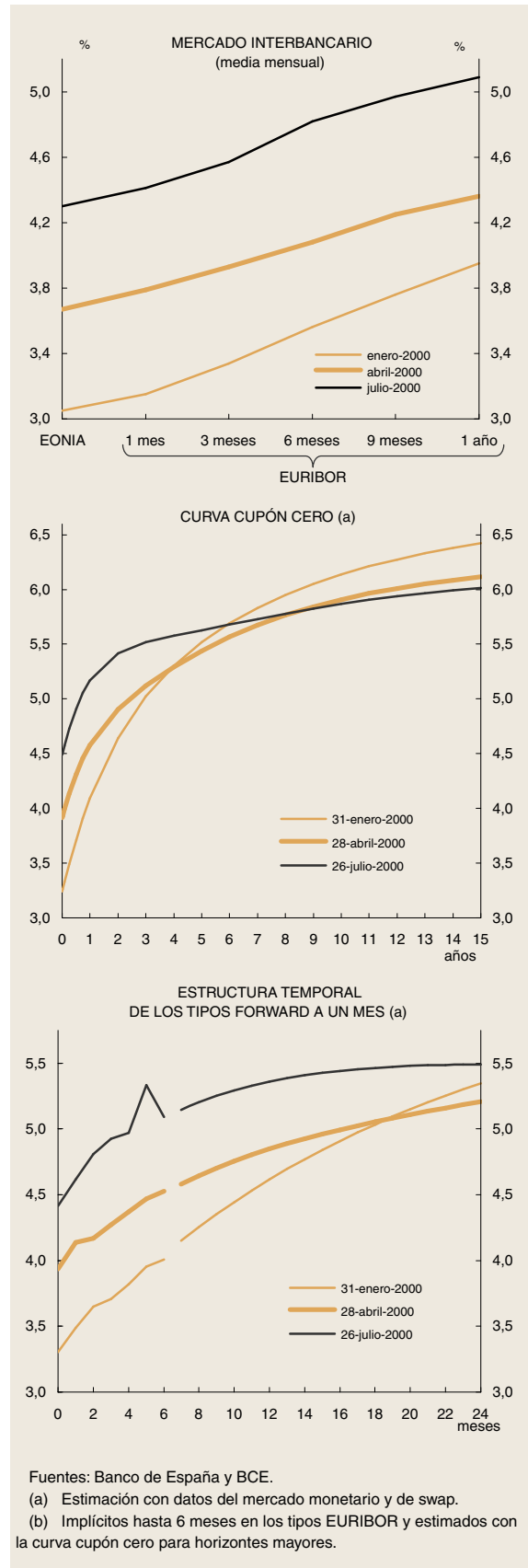
Durante los meses de abril y mayo, el euro siguió mostrando, con cierta intensidad, una tendencia depreciatoria, de forma que su valor llegó a situarse, en determinados días, por debajo de 0,90 dólares por euro. Posteriormente, se inició un proceso de recuperación y en la fecha de cierre de este Informe cotizaba en torno a 0,94, que es un nivel similar al que se observaba en abril de este año.

Como se comentó anteriormente, los tipos de interés del crédito bancario en la zona del euro —que son, quizá, los más relevantes para determinar las decisiones de gasto de los agentes— han venido reflejando paulatinamente los incrementos en los tipos de interés de los mercados monetarios. Sin embargo, como es habitual, la transmisión ha sido parcial: así, mientras que el tipo EURIBOR a tres meses aumentó 175 puntos básicos entre junio de 1999 y mayo del 2000, los tipos de interés del crédito a empresas y a familias experimentaron incrementos muy dispares durante el mismo período, que van desde 40 puntos básicos en los créditos al consumo, a 135 puntos básicos en los créditos para la adquisición de vivienda y en los créditos a empresas a más de un año (véase gráfico 13). En España, los tipos de interés aplicados por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) residentes en sus operaciones de crédito al sector privado también han mostrado ascensos generalizados: para el período antes analizado (junio de 1999-mayo del 2000), el tipo de interés sintético del crédito al sector privado en España aumentó 125 puntos básicos, lo que está en línea con lo observado para el conjunto de la UEM.

En cuanto a los mercados bursátiles, durante el mes de abril y hasta los primeros días de junio se intensificó la variabilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro, aunque, a partir de entonces, estos mercados mostraron una mayor estabilidad, con alzas en el índice Dow Jones EURO STOXX que hicieron que su variación porcentual acumulada en el año alcanzara casi el 5 % al cierre de este Informe. Estos movimientos fueron muy similares a los observados en las principales bolsas internacionales —dominadas, en general, por la evolución del mercado estadounidense— y se produjeron en un entorno de subidas de tipos de interés en la zona y de una alta volatilidad de las cotizaciones de los valores tecnológicos. En España, la variabilidad de los precios de las acciones siguió siendo más acusada. Aunque en julio el Índice General de la Bolsa de Madrid ha experimentado una cierta recuperación, la reava-

GRÁFICO 12

Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos



Situación monetaria y financiera en la UEM y en España

	1999			2000				
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	6,1	5,2	6,0	6,4	6,5	5,9		
M1	10,0	9,2	10,5	10,2	11,3	8,6		
Crédito al sector privado	10,5	9,5	10,5	10,9	11,4	11,3		
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	3,04	3,05	3,28	3,51	3,67	3,92	4,29	4,30
EURIBOR a tres meses	3,44	3,34	3,54	3,75	3,93	4,38	4,50	4,57
Deuda pública								
<i>Rendimiento bonos a diez años UEM</i>	5,31	5,70	5,66	5,49	5,41	5,52	5,35	5,46
<i>Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM</i>	1,06	1,08	0,97	0,88	0,63	1,03	0,85	0,68
<i>Diferencial bonos a diez años España-Alemania</i>	0,22	0,22	0,22	0,22	0,23	0,25	0,26	0,27
Tipos de interés bancario en España								
<i>Tipo sintético pasivo</i>	1,98	1,97	2,06	2,17	2,23	2,40	2,52	
<i>Tipo sintético activo</i>	5,03	5,08	5,30	5,55	5,47	5,79	5,87	
Tipo de cambio dólar/euro	1,011	1,014	0,983	0,964	0,947	0,906	0,949	0,941
Renta variable (d)								
<i>Índice Dow Jones EURO STOXX amplio</i>	39,5	-4,1	6,8	6,0	2,9	2,5	2,0	4,6
<i>Índice General Bolsa de Madrid</i>	16,2	-3,4	11,4	7,5	3,8	-2,5	-3,4	-1,7

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

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

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, dato del último día conocido.

lorización acumulada en el año ha continuado siendo negativa.

A pesar de que las cifras de mayo y junio sobre el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro parecen mostrar una cierta ralentización de su dinamismo, sus tasas de avance continuaron siendo elevadas, en línea con el mantenimiento de perspectivas de crecimiento optimistas, con los niveles todavía relativamente bajos de los tipos de interés y con la falta de una transmisión total de las pasadas medidas de política monetaria a las condiciones financieras de la economía y a las decisiones de gasto de los agentes. Hasta el mes de mayo, la media móvil de tres meses del crecimiento interanual del agregado monetario de referencia, M3, se situó en el 6,3 %, con una tasa interanual de expansión del 5,9 % en ese último mes (véase cuadro 2). El aumento de los tipos de interés se ha traducido en un cambio en la composición del crecimiento de M3, que muestra una desaceleración del ritmo de avance de los activos más líquidos que componen este agregado —en la medida en que está aumentando el coste de oportunidad de mantener esas posiciones

líquidas— y una mayor tasa de expansión de los instrumentos negociables incluidos en M3. En los datos correspondientes al mes de junio, que acaban de ser publicados, se sigue observando ese cambio de composición, además de una desaceleración del ritmo de crecimiento de M3, que en ese mes fue, en términos interanuales, del 5,4 %.

En España también se ha observado un menor ritmo de crecimiento de los medios de pagos en poder de empresas no financieras y de familias durante el segundo trimestre. El conjunto de activos líquidos del sector privado no financiero siguió mostrando tasas de expansión muy moderadas, como consecuencia de la continuación del proceso de liquidación de participaciones en fondos de inversión del mercado monetario y de renta fija, de intensa adquisición de activos reales y de una mayor diversificación del ahorro financiero, que se dirige, en buena parte, a activos líquidos, como los productos de seguro y los activos internacionales.

En el conjunto de la UEM, la financiación concedida por las IFM a los residentes en la zona del euro se ha venido expandiendo a una

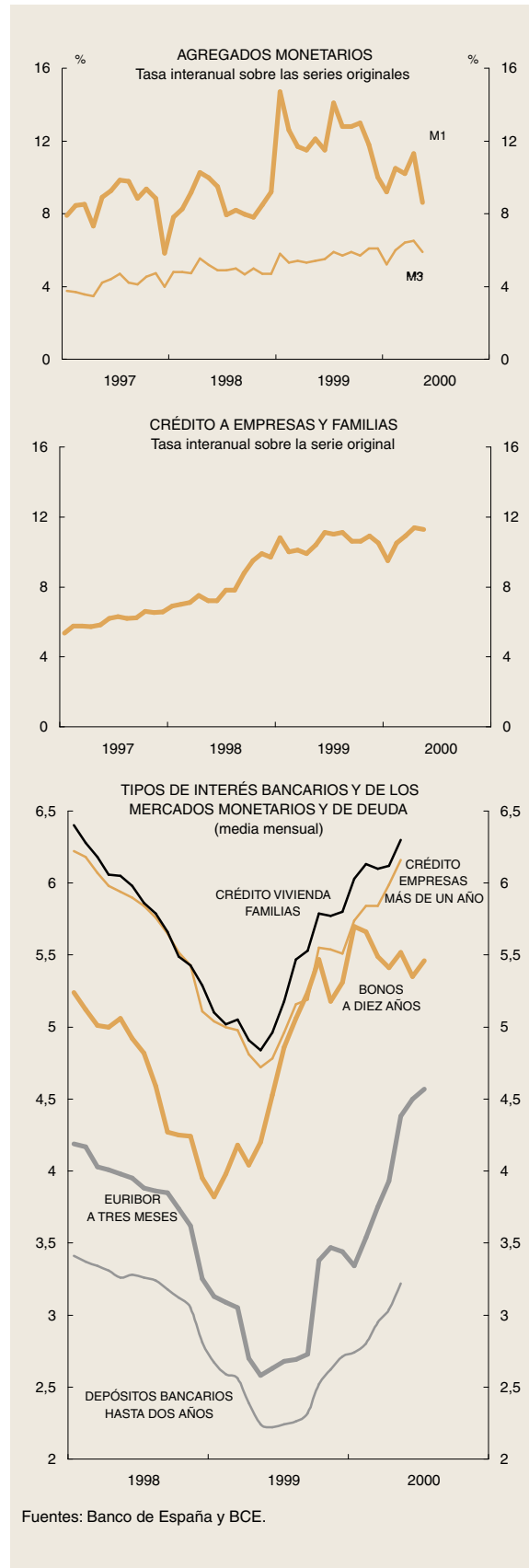
tasa en torno al 8 %, aunque este ritmo de crecimiento ha sido el resultado de un comportamiento muy dispar por sectores económicos. Así, la financiación dirigida al sector privado ha mostrado tasas de avance por encima del 11 % en los últimos meses, mientras que el crédito otorgado a las AAPP ha seguido presentando un ritmo de crecimiento negativo. Como ocurría en el caso de M3, también el crédito a los sectores residentes se desaceleró en junio, de forma que la tasa interanual de expansión de la financiación concedida por las IFM al sector privado se situó en ese mes por debajo del 10 %. El mantenimiento de la diferencia entre la tasa de expansión del crédito y de M3 se ha financiado, entre otros canales, a través de un aumento del endeudamiento de las IFM en el exterior.

En España, las tasas de expansión de la financiación concedida al sector privado no financiero se han desacelerado en los últimos meses: frente a ritmos de crecimiento cercanos al 20 % a comienzos de este año, la tasa interanual pasó a situarse en torno al 17 % en junio. En cualquier caso, esta trayectoria es todavía muy expansiva, especialmente si se compara con la del conjunto de la UEM. El intenso crecimiento de la financiación motivó que las autoridades españolas alertaran a las entidades sobre los potenciales efectos negativos de una posible relajación en sus políticas de concesión de crédito. Por otra parte, la progresiva traslación del aumento de los tipos de interés de política monetaria a los del crédito bancario debería contribuir a moderar el ritmo de expansión de los préstamos concedidos por las entidades al sector privado.

En relación con la instrumentación de la política monetaria por el Eurosistema, hay que mencionar que el Consejo de Gobierno del BCE, en respuesta al excesivo nivel de sobrepujas existente en las subastas de las operaciones principales de financiación, decidió el 8 de junio que, a partir de la operación que se celebraría el 27 de ese mes, esas operaciones se ejecutarán mediante el proceso de subasta a tipo variable con adjudicación a tipo múltiple. Asimismo, fijó el tipo mínimo de puja en esa subasta en el 4,25 %. Las primeras subastas que se realizaron con este sistema se han desarrollado muy satisfactoriamente, de forma que se han establecido tipos marginales muy cercanos al tipo mínimo fijado y en los mercados monetarios los tipos negociados tras las subastas se han mantenido próximos al tipo marginal (para más detalles sobre este asunto, véase el artículo que apareció en el *Boletín económico* del Banco de España del pasado mes de junio).

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y créditos y tipos de interés en la zona del euro



4. La economía española

En el entorno expansivo que ha caracterizado a la economía mundial en la primera mitad del año —por lo que se refiere tanto a la zona del euro como a las restantes áreas geográficas— y bajo unas condiciones financieras que continúan siendo holgadas, la economía española ha registrado nuevos avances en el ritmo de crecimiento del producto en los primeros trimestres del año 2000, mostrando simultáneamente una elevada capacidad de generación de empleo. La progresiva mejora de los mercados internacionales y el nivel depreciado del euro se han traducido en una fuerte expansión de las ventas al exterior, que ha proporcionado un estímulo adicional a los planes de inversión de las empresas. Por otro lado, el gasto de las familias ha crecido a tasas elevadas en ese período, alentado por el notable crecimiento de la renta disponible real y por un alto nivel de confianza en la situación económica. En consecuencia, las cifras provisionales de la CNTR para el primer trimestre del año han mostrado un crecimiento interanual del PIB del 4,1 % (1), en términos reales, en ese período, frente al 3,9 % observado en el trimestre precedente, y, según las estimaciones del Banco de España, dicho crecimiento pudo elevarse hasta el 4,2 % en el segundo trimestre (véase gráfico 14).

La aceleración del PIB en la primera mitad del año 2000 ha reflejado, en gran medida, la evolución de la demanda nacional, que detuvo la desaceleración que había mostrado a lo largo de 1999. El gasto interior registró un aumento real del 4,2 % en el primer trimestre, y se estima que se aproximó al 4,5 % en el segundo, como consecuencia de la recuperación experimentada por la formación bruta de capital, mientras que el consumo privado crecía a un ritmo estable y elevado, y la demanda de las AAPP mantenía una pauta moderada. Por su parte, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se estabilizó en cotas negativas próximas a las alcanzadas a finales de 1999, tras la sustancial mejora experimentada en los tres primeros trimestres de ese año. En concreto, según la CNTR, la aportación negativa del saldo exterior en el primer trimestre de 2000 fue de 0,2 puntos porcentuales (-0,3 en el trimestre anterior), y los escasos datos disponibles para el segundo trimestre apuntan hacia una contribución del mismo orden o ligeramente más negativa.

La fuerte generación de empleo que ha acompañado a la aceleración del producto —con un aumento interanual del 3,4 % en el primer tri-

(1) Salvo indicación en contrario, las tasas de variación de las series de la CNTR que se mencionan en este epígrafe se refieren a las series de ciclo-tendencia.

mestre— tan solo ha permitido una tímida recuperación de la productividad aparente del trabajo, que ha seguido avanzando a tasas muy reducidas. Dicha recuperación se ha concentrado, fundamentalmente, en la industria, donde el empleo se ha desacelerado a pesar de ser el sector que ha registrado la reactivación más intensa, induciendo una marcada moderación del coste laboral unitario. En otras actividades productivas, como la construcción y los servicios de mercado, el ritmo de creación de empleo se ha mantenido muy elevado o incluso se ha incrementado.

En los meses más recientes, los precios finales han prolongado la trayectoria alcista del primer trimestre, debido principalmente al encarecimiento de los productos energéticos. No obstante, comienzan a apreciarse algunos síntomas de que los mayores costes —asociados a las subidas de precios del petróleo y de otras materias primas— se están trasladando a los precios finales de otros bienes y servicios, traslación que se ve favorecida por el dinamismo del gasto; también los salarios han mostrado una tendencia hacia mayores ritmos de aumento, que se está traduciendo en una aceleración de los costes laborales unitarios en algunas actividades, como los servicios. Estas presiones alcistas sobre los precios han contribuido a mantener un diferencial de inflación superior a un punto porcentual con la zona del euro, a pesar de que los precios finales también se han acelerado en otras economías europeas.

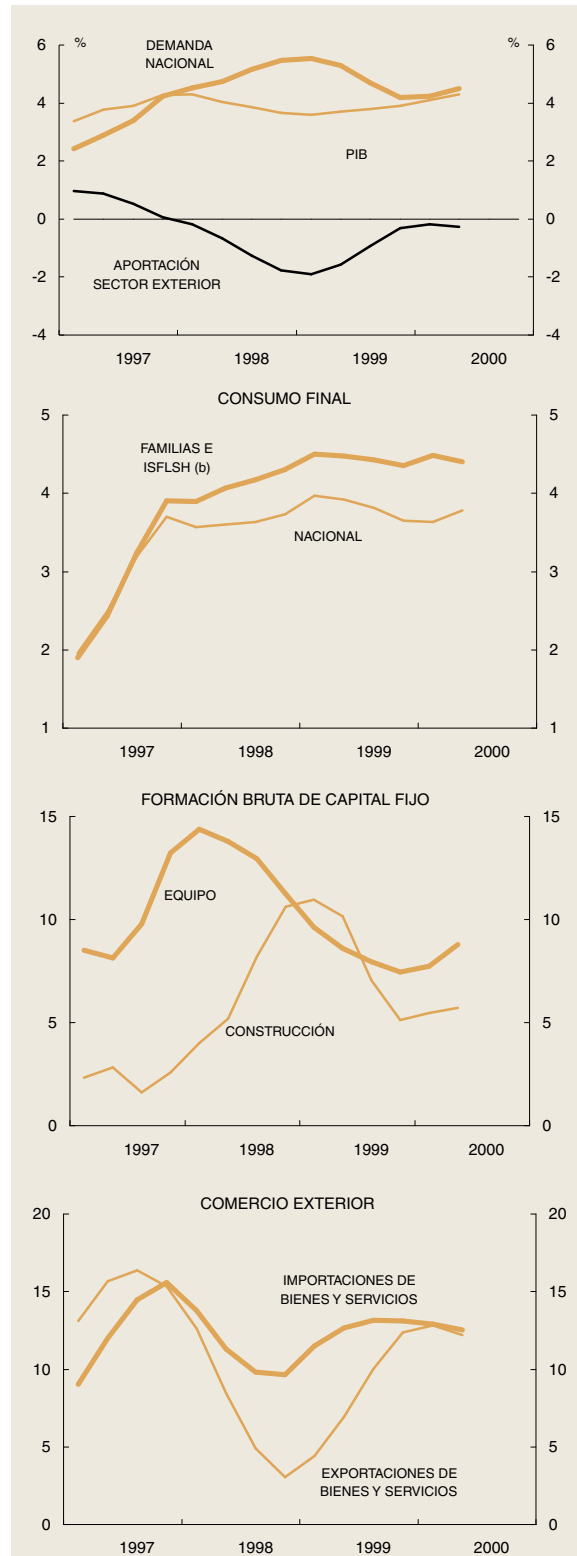
4.1. Demanda

Dentro de los agregados de la demanda nacional, el gasto en consumo final de los hogares, en términos reales, ha registrado un ritmo de crecimiento elevado y estable desde el inicio de 1999, y la información disponible apunta a que en el segundo trimestre de 2000 este agregado habría experimentado una tasa de variación interanual similar —o ligeramente inferior— al 4,5 % estimado por el INE para el trimestre precedente (véase gráfico 15). Entre los componentes del consumo cabe destacar la desaceleración de las adquisiciones de bienes duraderos, en especial de los automóviles, mientras que el consumo de servicios parece haberse incrementado de forma sostenida, observándose también síntomas de recuperación del gasto en alimentos, que había mostrado un comportamiento muy deprimido en el ejercicio precedente.

La mayor parte de los indicadores de consumo tiende a confirmar la estabilidad —o incluso una cierta flexión a la baja— en las tasas de crecimiento de este agregado, que sería cohe-

GRÁFICO 14

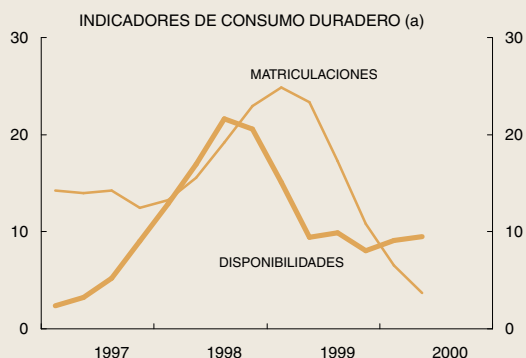
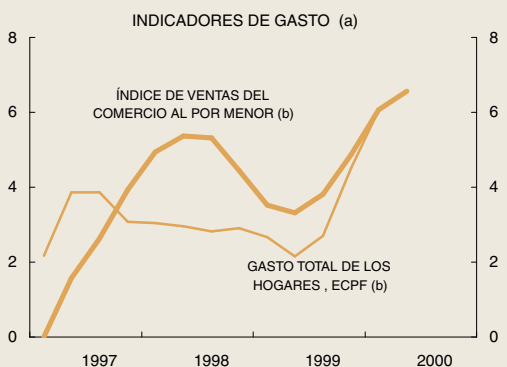
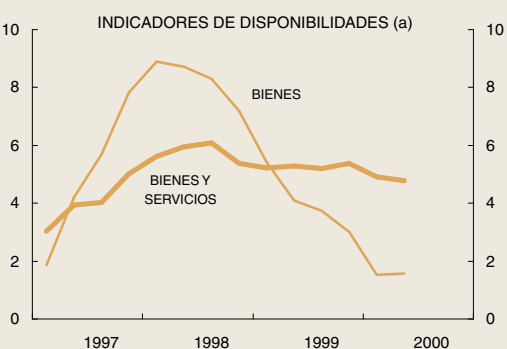
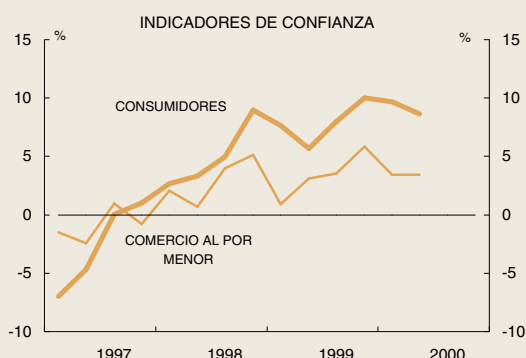
Principales agregados macroeconómicos (a)



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

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



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

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

(b) Deflactado por el IPC.

rente con el perfil mostrado por el índice de confianza de los consumidores. En el segundo trimestre este indicador ha experimentado un ligero descenso respecto a los niveles alcanzados en el primer trimestre del año, apreciándose una valoración algo menos optimista de la situación económica general y una menor inclinación a realizar compras de bienes duraderos. Entre los indicadores más próximos al gasto, el índice agregado de disponibilidades de bienes y servicios tendió a atemperar su ritmo de avance en el segundo trimestre de 2000 (período para el que solo se dispone de información parcial de este indicador), destacando el menor dinamismo del componente de bienes, que estabilizó sus tasas de crecimiento en niveles sustancialmente inferiores a los observados a lo largo de 1999. Por su parte, las matriculaciones de automóviles registraron una desaceleración significativa hasta el mes de junio, tras los abultados incrementos que habían mostrado en los dos primeros meses del año. Por último, el índice de ventas del comercio al por menor ha presentado una trayectoria ascendente en los meses de abril y mayo, aunque se aprecia una tendencia a la estabilización en tasas de variación elevadas.

En cualquier caso, el gasto en consumo privado ha seguido mostrando un vigor notable en la primera mitad de 2000 —por encima del crecimiento estimado para la renta disponible en términos reales—, estimulado todavía por los aumentos de la riqueza financiera registrados en los años anteriores, a los que cabe añadir la revalorización de la riqueza inmobiliaria en el período más reciente. Por su parte, la renta disponible de las familias ha continuado registrando crecimientos importantes, en un contexto de aceleración de los salarios y de mantenimiento de un elevado ritmo de creación de empleo; asimismo, la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) llevada a cabo a comienzos del pasado año ha ejercido un impulso expansivo sobre la renta de los hogares, aunque de magnitud muy inferior a la observada en 1999. No obstante, la ausencia de mejoras adicionales en los niveles de confianza de los hogares españoles, el reciente endurecimiento de las condiciones financieras y monetarias, y el agotamiento de los efectos derivados de la reforma del IRPF podrían atemperar el incremento del gasto en los próximos meses.

Según las estimaciones provisionales de la CNTR, en el primer trimestre de 2000 el gasto en consumo final de las AAPP registró un crecimiento interanual, en términos reales, del 0,7 %. La información disponible para el segundo trimestre —referida a la evolución de los ingresos y gastos del Estado— y los planes pre-

supuestarios elaborados para el conjunto del año confirman la evolución moderada de esta partida del gasto, si bien con tasas de variación más próximas a las que se registraron por término medio en el pasado año, período en el que el consumo público aumentó un 1,8 %.

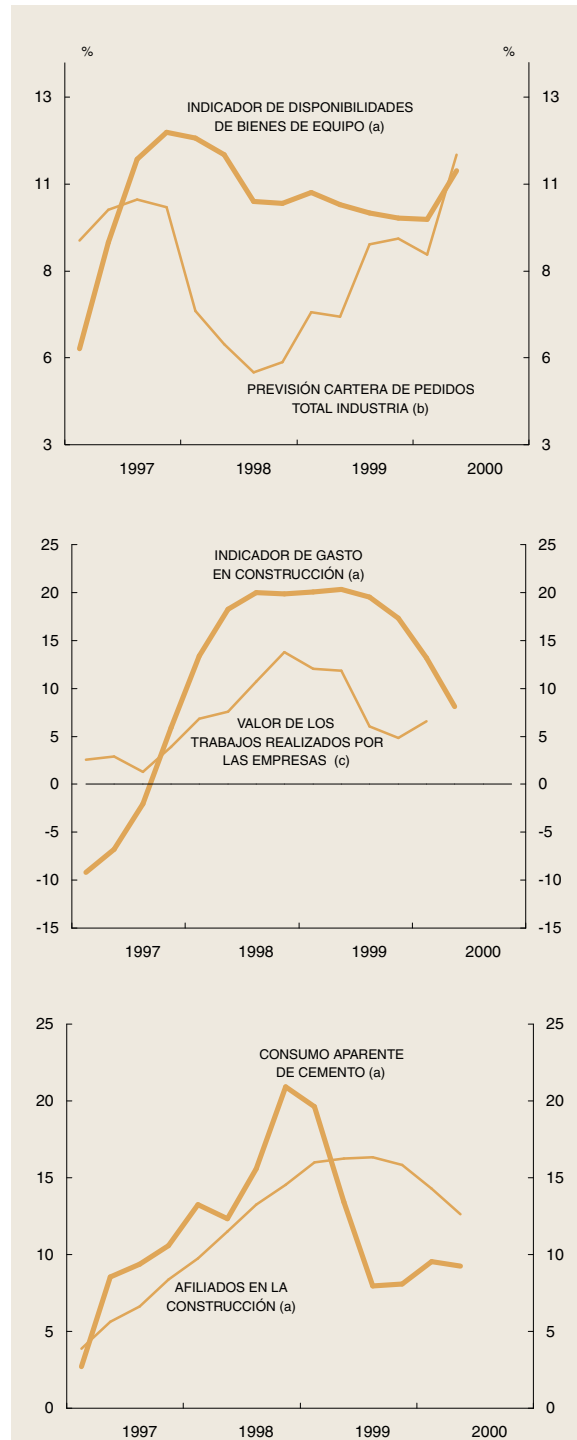
En el primer trimestre de 2000, la formación bruta de capital fijo interrumpió la tendencia descendente que había mostrado en el transcurso de 1999, alcanzando un incremento interanual del 6,3 %, tres décimas más que en el trimestre precedente. El mayor dinamismo de la inversión fue consecuencia del fortalecimiento de sus dos componentes: la inversión en construcción, que incrementó su ritmo de avance cuatro décimas, hasta alcanzar un crecimiento del 5,5 %, y la inversión en equipo, que se aceleró en dos décimas, incrementándose un 7,7 %. En general, estas pautas se han consolidado en el segundo trimestre del año, período en el que se estima que ambos componentes de la formación bruta de capital fijo registraron un nuevo impulso.

Como se aprecia en el gráfico 16, el índice de disponibilidades de bienes de equipo —elaborado con datos de producción interior hasta mayo y de comercio exterior hasta el mes de abril— presentó una tendencia suavemente descendente en su tasa de crecimiento hasta el primer trimestre de 2000, debido a la pérdida de vigor de las compras de estos bienes en el exterior; no obstante, la producción interior de bienes de inversión ha registrado una recuperación continuada, que se reforzó notablemente con el dato de mayo y que se ha traducido en una fuerte mejora del indicador de disponibilidades. La evolución reciente de las disponibilidades parece más acorde con la aceleración de la inversión en equipo que apuntan los datos de la CNTR y con el optimismo de los empresarios sobre la evolución de la demanda. En este sentido, los resultados de la encuesta de coyuntura industrial han arrojado un ascenso notable de las previsiones sobre la cartera de pedidos entre los empresarios de la industria.

La evolución de los principales determinantes de la inversión en equipo muestra la persistencia de un entorno propicio para el desarrollo de planes de inversión. La demanda final ha cobrado un nuevo impulso, alentada por el dinamismo de las ventas al exterior y por la fortaleza de la demanda interna (el incremento de la cifra de negocios recogido por la Central de Balances Trimestral —CBT— en el primer trimestre es ilustrativo de esta fortaleza). Ello ha permitido que los niveles de utilización de la capacidad productiva mantengan cotas elevadas, incrementando las necesidades de ampliación del equipo productivo. Por otro lado, según las

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



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

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

(b) Nivel, tendencia.

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

cifras de la CBT ya mencionadas, los niveles de rentabilidad de las empresas han continuado mejorando, a pesar de que los costes financieros iniciaron una trayectoria ascendente en el primer trimestre, en un contexto de incremento de los tipos de interés y de mayor endeudamiento de las empresas. De hecho, la *ratio* de apalancamiento financiero, que mide la diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste de la financiación ajena, experimentó un nuevo ascenso en el primer trimestre, y los resultados de la Encuesta Semestral de Inversiones en la industria, correspondiente a la primavera de 2000, siguen situando a la situación financiera como uno de los principales factores impulsores de la inversión, junto con la demanda.

La inversión en construcción creció un 5,5 %, en tasa de variación interanual, en el primer trimestre de 2000, interrumpiendo la paulatina desaceleración que había mostrado a lo largo del año anterior. Según los resultados de la encuesta coyuntural del sector (ECIC), el mayor dinamismo del gasto en construcción en el primer trimestre se apoyó en el componente de edificación, ya que la obra civil registró un retroceso aún más intenso que en los trimestres precedentes. Dada la inercia que suele caracterizar a este componente del gasto y la información coyuntural disponible, se estima que en el segundo trimestre la inversión en construcción prolongó su recuperación, basada en la fortaleza de la edificación residencial —ya que las condiciones de acceso a la vivienda continúan siendo favorables, a pesar de los recientes incrementos de los precios de la vivienda y de los tipos de interés— y en una evolución más favorable de la obra civil. La edificación no residencial, por su parte, ha debido de mantener también un ritmo de avance sostenido, en línea con los restantes componentes de la inversión empresarial.

En el segundo trimestre, los indicadores contemporáneos de construcción han registrado, en conjunto, una evolución muy favorable, aunque, en general, se aprecia cierta moderación en comparación con el primer trimestre, influida, probablemente, por la abundancia de precipitaciones en la primavera, que pudo obstaculizar el desarrollo de la actividad constructora en ese período. Los indicadores de consumos intermedios —consumo aparente de cemento y producción de materiales de construcción— tendieron a atemperar sus ritmos de avance en los meses de abril y mayo, tras registrar una clara recuperación en el primer trimestre. Los indicadores más actualizados de empleo en el sector —paro registrado y afiliaciones a la Seguridad Social— continuaron desacelerándose en el segundo trimestre, aun conservando un dinamismo apreciable. En

cuanto a los indicadores relacionados con la iniciación de obras, cabe señalar que la licitación realizada por las AAPP registró un aumento interanual del 12,8 % en los tres primeros meses del año, tras experimentar un recorte muy significativo el año anterior. Este hecho, unido a los planes de inversión del Ministerio de Fomento, que contemplan un notable aumento de las dotaciones de infraestructuras —especialmente significativo en el caso de las construcciones ferroviarias y aeroportuarias—, permite proyectar un comportamiento más favorable del gasto en obra civil en lo que resta del año 2000. Por lo que se refiere a la edificación, la superficie a construir, según los proyectos visados por los colegios de arquitectos, registró una aceleración en los primeros meses del año, aunque estos datos deben interpretarse con cautela, ya que podrían estar reflejando un adelantamiento en la petición de visados por parte de los constructores, con el fin de evitar el aumento de costes que supone el seguro obligatorio que entró en vigor el 6 de mayo, destinado a cubrir los defectos estructurales de la vivienda.

La inversión en existencias tuvo una aportación nula al crecimiento del interanual del PIB en el primer trimestre de 2000, al igual que en los dos trimestres precedentes. La información procedente de la encuesta coyuntura industrial apunta hacia un ligero incremento en el componente involuntario de las existencias en el segundo trimestre, al haberse incrementado el porcentaje de empresarios que declara mantener unos niveles de *stocks* superiores a los deseados.

Según los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2000 la demanda exterior neta en términos reales redujo una décima su aportación negativa al crecimiento interanual del producto, hasta situarla en -0,2 puntos porcentuales, continuando la trayectoria de mejora observada desde el segundo trimestre de 1999. Este resultado refleja el vigor de las exportaciones de bienes en ese período, que compensó la ralentización experimentada por los ingresos por turismo. Por su parte, las importaciones mantuvieron un ritmo de crecimiento sostenido. La información disponible para el segundo trimestre del año, referida exclusivamente a las cifras de balanza de pagos y de comercio exterior de bienes del mes de abril, refleja una moderada desaceleración de los flujos comerciales, tanto en la vertiente de exportaciones como en la de importaciones, que podría haberse visto influida por la celebración de la Semana Santa en dicho mes (véase gráfico 17). En cualquier caso, la evolución de los principales determinantes de las ventas al exterior apoyaría un comportamiento muy expansivo de este agregado en el

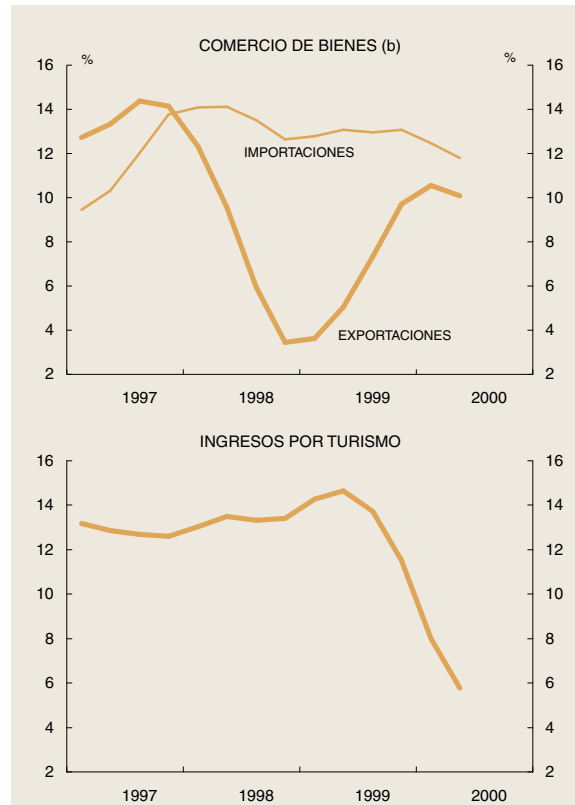
segundo trimestre, en un entorno caracterizado por la progresiva mejora del crecimiento económico mundial —destacando la reactivación de las economías de la zona del euro que mantenían una posición cíclica más rezagada y que son nuestros principales mercados de exportación— y por la debilidad del euro. Por su parte, las importaciones podrían haber atemperado ligeramente su ritmo de avance, influidas por los fuertes incrementos en sus precios, aunque mantendrían tasas de crecimiento elevadas, apoyadas en la fortaleza de la demanda final y en la reactivación de la producción industrial.

De acuerdo con las cifras del Departamento de Aduanas, durante los cuatro primeros meses de este año las exportaciones de bienes registraron un crecimiento interanual del 12,8 %, en términos reales, reforzando el dinamismo adquirido en los meses finales del ejercicio anterior. Este comportamiento expansivo fue debido tanto al mayor incremento de las ventas a la UE como a la intensa aceleración experimentada por las destinadas a terceros mercados, una vez superados los efectos de la crisis financiera internacional. Por tipos de bienes, todos los componentes mostraron altos ritmos de crecimiento, destacando la aceleración de las ventas de bienes de consumo no alimenticio, y en particular de automóviles, impulsadas por la mejoría de la demanda y el aumento de la confianza de los consumidores de la UE. En cuanto a las exportaciones de servicios, los ingresos por turismo presentaron un tono muy moderado en los cuatro primeros meses del año 2000, que contrasta intensamente con la fortaleza que habían mostrado a lo largo de 1999. Tanto las cifras nominales de ingresos turísticos como los indicadores reales del sector —viajeros extranjeros alojados en hoteles y turistas entrados por frontera— se desaceleraron en los primeros meses del año en curso; no obstante, dada la variabilidad que caracteriza habitualmente a estos indicadores y la reducida representatividad de estos resultados, al estar referidos a un período de escasa afluencia turística, será necesario esperar a los próximos meses para comprobar si estas pautas de moderación se consolidan. Por último, las exportaciones de otros servicios mantuvieron un tono elevado durante el primer trimestre de 2000, destacando la fuerte recuperación de los ingresos por transportes, ligados al dinamismo de las exportaciones de mercancías, y la fortaleza de los servicios financieros, los seguros y los servicios informáticos.

Las importaciones de bienes ralentizaron ligeramente su ritmo de avance en los cuatro primeros meses del año, según las cifras de Aduanas, registrando un crecimiento real del 11,1 %, frente al 13,9 % del último trimestre

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



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

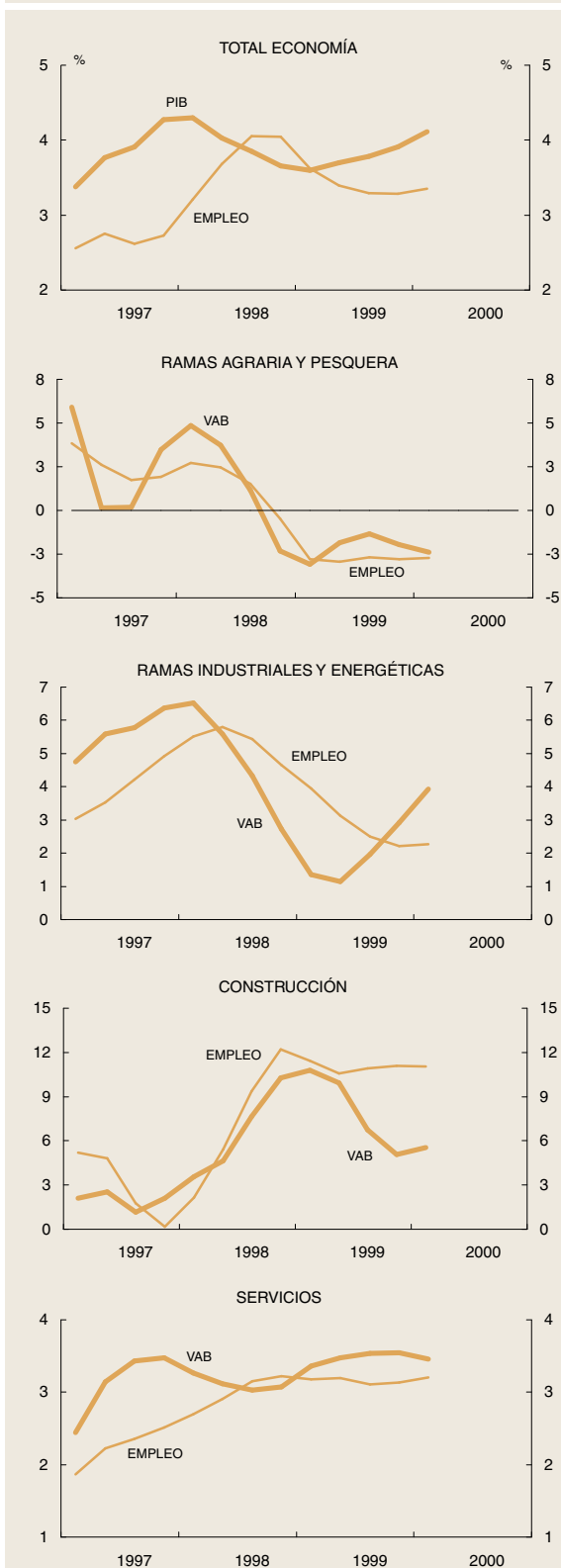
(a) Tasas de variación interanual, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Estas series se encuentran deflactadas por los índices de valor unitario correspondientes.

del año anterior. Esta ralentización es atribuible, al menos en parte, al notable incremento que han experimentado los precios de los productos importados, influidos por la depreciación del tipo de cambio del euro y por la trayectoria alcista de los precios internacionales. Cabe señalar que, aunque los mayores incrementos de precios han correspondido a los productos energéticos, los precios de las importaciones de manufacturas también se han acelerado notablemente en los últimos meses. Atendiendo a la composición de las compras al exterior, las importaciones de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio moderaron el intenso dinamismo que les caracterizó en el ejercicio anterior; dentro de estas últimas cabe destacar la ralentización de las compras de automóviles, en consonancia con la desaceleración que está registrando el consumo de bienes duraderos; las compras de bienes intermedios no energéticos, por el contrario, mantuvieron la fortaleza alcanzada en los últimos meses del ejercicio anterior, alentadas por la progresiva reactiva-

GRÁFICO 18

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia del INE. En el caso de empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

ción de la producción industrial y la pujanza de las exportaciones —cuya producción incorpora una proporción muy elevada de consumos intermedios importados—. Finalmente, las compras de bienes intermedios energéticos mostraron un tono muy deprimido, tras el proceso de reposición de *stocks* que acometieron las refinerías españolas en los primeros meses del año. Por otra parte, las importaciones de servicios perdieron pulso durante el primer trimestre de 2000, aunque siguieron mostrando un tono elevado: los pagos por turismo moderaron ligeramente su avance, probablemente influidos por el encarecimiento de los viajes al exterior y el resto de servicios no turísticos registró una desaceleración generalizada, especialmente significativa en el caso de los pagos ligados al transporte de mercancías y viajeros.

4.2. Producción y empleo

El renovado impulso de la demanda nacional y la fortaleza de las exportaciones propiciaron una creciente expansión del producto interior bruto en el primer trimestre de 2000, que, desde la perspectiva de las diferentes actividades productivas, se concretó en un perfil de aceleración para la actividad industrial y en la senda expansiva que retomó la construcción. Por el contrario, la actividad de las ramas agrarias volvió a registrar un descenso notable, mientras que la de los servicios mantuvo un ritmo de avance sostenido. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre indica que, en general, estas tendencias tendieron a prolongarse en ese período, propiciando una nueva aceleración del PIB. Como ya se ha señalado, la expansión de la actividad económica continúa acompañada de un elevado ritmo de creación de empleo, que ha permitido una suave pero continua recuperación de la productividad aparente del trabajo (véase gráfico 18).

Durante los primeros meses de 2000, las condiciones climatológicas desfavorables continuaron ejerciendo una influencia muy negativa sobre la actividad de las ramas primarias. Según las estimaciones de la CNTR, el valor añadido bruto de esta rama intensificó el proceso de contracción que había mostrado a lo largo de 1999, registrando un retroceso del -2,4 % en tasa interanual, en los tres primeros meses del año, frente al -2 % observado en el trimestre precedente. Este comportamiento estuvo determinado por la intensa contracción que registró la producción agrícola en ese período, debido al abultado descenso de las cosechas de cereales de invierno y del olivar, como consecuencia de la escasa pluviosidad. Adicionalmente, la producción ganadera experimentó una desace-

leración, apreciándose una pérdida de vigor de sus principales componentes, como la producción de carne, leche y huevos. Para el segundo trimestre, la abundancia de lluvias de los meses de abril y mayo podría haber facilitado una recuperación de la producción agraria, al haber tenido lugar en un momento muy propicio para el desarrollo de las cosechas de productos vegetales. En este sentido, aunque la información es todavía muy escasa, los avances de superficies y de producción agrícola facilitados por el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación presentan una mejora de la producción esperada de algunas hortalizas y frutas.

La fase de expansión en que se encuentra inmersa la actividad industrial es consecuencia de la progresiva mejora del entorno económico internacional, que, en un contexto de debilidad del euro, ha traído consigo un notable avance de las exportaciones. Asimismo, el dinamismo que han mostrado algunos componentes de la demanda interna en la primera parte del año ha ejercido también una influencia positiva sobre la actividad de la industria, cuyo valor añadido bruto —incluyendo la energía— intensificó la recuperación que había iniciado en la segunda mitad de 1999, aumentando un 3,9 % en términos reales en el primer trimestre de 2000, en tasa interanual. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre del año apuntaría a un fortalecimiento adicional de esta rama: el IPI registró un crecimiento interanual del 7 % en los cinco primeros meses del año, superior al observado a finales de 1999, mientras que el indicador de confianza industrial mantuvo un nivel muy positivo en el segundo trimestre, incorporando unas perspectivas de producción claramente al alza para los próximos meses. Por su parte, los afiliados a la Seguridad Social volvieron a acelerarse entre abril y junio, consolidando la trayectoria ascendente que, con cierto desfase respecto a la evolución de la actividad, había iniciado el empleo industrial en los trimestres precedentes. En general, la expansión del sector industrial se asienta sobre bases firmes, y se ha extendido a la mayoría de las ramas que lo forman, con alguna excepción, como la industria química y algunas industrias manufactureras tradicionales.

El valor añadido de la construcción aumentó un 5,6 %, en tasa de variación interanual, en el primer trimestre de 2000, experimentando una flexión al alza similar a la estimada para la inversión en construcción. Como ya se comentó al describir el comportamiento de la inversión, el renovado impulso que cobró la actividad de la construcción en ese período descansó en la pujanza del componente de edificación, ya que la ingeniería civil mantuvo tasas de variación negativas. No obstante, cabe esperar que este úl-

timo componente haya iniciado una recuperación en el segundo trimestre del año, a tenor de la trayectoria ascendente que mostraron los indicadores adelantados de licitación oficial en los primeros meses del año. Este hecho, junto con la pujanza que aún mantiene la edificación, habría propiciado un incremento adicional en el ritmo de avance de la construcción en el segundo trimestre, que se vería refrendado por la sustancial mejora que mostraron las opiniones de los constructores en ese período.

En el primer trimestre de 2000 la actividad de los servicios mantuvo el perfil de crecimiento sostenido que la caracterizó a lo largo del año anterior, registrando una variación interanual del 3,5 %, muy similar a la observada en los trimestres precedentes. Como ya sucediera en 1999, el dinamismo de esta actividad descansó totalmente en la pujanza de los servicios de mercado, ya que la actividad en los servicios no destinados al mercado volvió a experimentar un recorte en sus tasas de variación. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre del año apunta hacia un mantenimiento de este elevado dinamismo en los servicios de mercado, con algunos cambios en la actividad de las distintas ramas que lo componen. En concreto, los servicios de hostelería parecen haber recuperado el vigor de trimestres anteriores, tras la ralentización que registraron en los primeros meses de 2000, como consecuencia de la menor afluencia de turistas extranjeros, mientras que las actividades de comercio y reparación han tendido a estabilizar su ritmo de crecimiento. Por último, los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones y los de intermediación financiera han mantenido un tono expansivo.

Como ya se ha señalado, en el primer trimestre de 2000 economía española continuó generando empleo con fuerza, en un contexto de mayor dinamismo de la actividad. Según la CNTR, el número de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa registró un incremento interanual del 3,4 %, una décima más que en el trimestre anterior, y la productividad aparente del trabajo se aceleró en la misma cuantía, prolongando la tendencia de suave recuperación que había iniciado en el primer trimestre de 1999. Por ramas de actividad, el comportamiento del empleo mantuvo, en general, pautas coherentes con la evolución de la producción comentada anteriormente (véase gráfico 18). El rasgo más destacable fue la ligera recuperación que experimentó el empleo industrial en el primer trimestre, interrumpiendo la trayectoria descendente que había mostrado en el transcurso de 1999; además, el mayor dinamismo del empleo en esta rama fue compatible con un notable avance de la productividad

aparente, que recuperó ritmos de crecimiento más acordes con los registrados en el pasado. En cualquier caso, las ramas donde se observaron los mayores crecimientos del empleo fueron las de servicios de mercado y, sobre todo, la construcción, mientras que en la agricultura y en los servicios no destinados al mercado continuó el proceso de destrucción de puestos de trabajo. Por otra parte, la creación de puestos de trabajo continuó localizándose en el colectivo de asalariados, mientras que los trabajadores por cuenta propia registraron un nuevo descenso.

Los indicadores de empleo disponibles para el segundo trimestre de 2000 mantuvieron un comportamiento muy expansivo, aunque su ritmo de crecimiento tendió a moderarse ligeramente. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron una ralentización en los meses de primavera, período en el que crecieron un 5,1 %, frente al aumento del 5,4 % observado en el primer trimestre del año. Esta moderación fue consecuencia de la desaceleración que registró el número de afiliaciones en la construcción, mientras que las afiliaciones de la industria, en cambio, cobraron un mayor dinamismo, manteniéndose prácticamente estables en los servicios. Por otro lado, la suave ralentización del empleo, en un contexto de aceleración de la actividad, habría permitido un avance adicional de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre del año.

Como es habitual, el análisis detallado de la evolución del empleo se realiza con las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA). No obstante, al interpretar sus resultados, conviene tener presentes los sucesivos cambios y mejoras a que se ha visto sometida esta Encuesta, que han afectado temporalmente a las tasas de crecimiento de las principales magnitudes que investiga. Así, los resultados de la EPA para el primer trimestre del año difieren de las estimaciones de la CNTR, al señalar un recorte significativo del ritmo de aumento del empleo en ese período, que ha situado en el 4,7 % —cuando se corrige de la actualización censal llevada a cabo en ese trimestre (2)—, cinco dé-

cimas menos que en el trimestre previo. Esta desaceleración podría estar relacionada, en parte, con la localización de la Semana Santa en el segundo trimestre de 2000, aunque cabe recordar también que las tasas interanuales de crecimiento del empleo de la EPA en el año 1999 podrían estar afectadas por los cambios introducidos en la elaboración de la Encuesta al comienzo de ese año. Al margen de estos cambios y atendiendo a la duración del contrato, las cifras de la EPA señalan que las diversas medidas de fomento del empleo estable han seguido ejerciendo una influencia favorable en el inicio del año 2000, ya que la totalidad de los puestos de trabajo creados por cuenta ajena en el primer trimestre lo fueron en la modalidad de contrato indefinido, mientras que los asalariados con contrato temporal registraron una notable moderación. En consecuencia, la *ratio* de temporalidad se situó en el 31,7 %, más de un punto por debajo de la registrada en el trimestre precedente, si bien dos décimas de este descenso serían atribuibles al impacto derivado de la renovación de la muestra. Por lo que se refiere a la duración de la jornada, aunque el empleo a tiempo parcial experimentó una marcada desaceleración en el primer trimestre, su ritmo de avance superó al de los trabajadores con jornada completa, de modo que la *ratio* de parcialidad aumentó hasta el 8,2 % (8,4 % en términos homogéneos).

Finalmente, según los resultados de la EPA, la población activa mantuvo una tendencia expansiva en el primer trimestre de 2000, en consonancia con la fase cíclica que atraviesa la economía, que está incentivando una mayor participación en el mercado de trabajo, y con el paulatino aumento de la actividad entre la población femenina. En concreto, la población activa creció un 2,3 %, según la muestra homogénea (2,8 % cuando se utilizan las nuevas secciones), frente al 1,8 % observado en el cuarto trimestre de 1999, y la tasa de actividad de la población mayor de 16 años ascendió al 51 %. Por sexos, la tasa de actividad continuó siendo muy superior entre la población masculina (63,5 %) que entre la femenina (39,5 %), aunque la distancia entre ambos colectivos se ha estrechado, en parte, porque la actualización de la muestra tuvo un efecto más acusado entre las mujeres. A pesar de la aceleración de la población activa, la fortaleza que ha seguido mostrando el proceso de generación de empleo propició un nuevo descenso de la tasa de paro, que se situó en el 15 % de la población activa, cuatro décimas menos que en el trimestre precedente. No obstante, el ritmo de descenso del número de desempleados experimentó un recorte notable, en consonancia con la tendencia que reflejaron las cifras de paro registrado en los primeros meses del año.

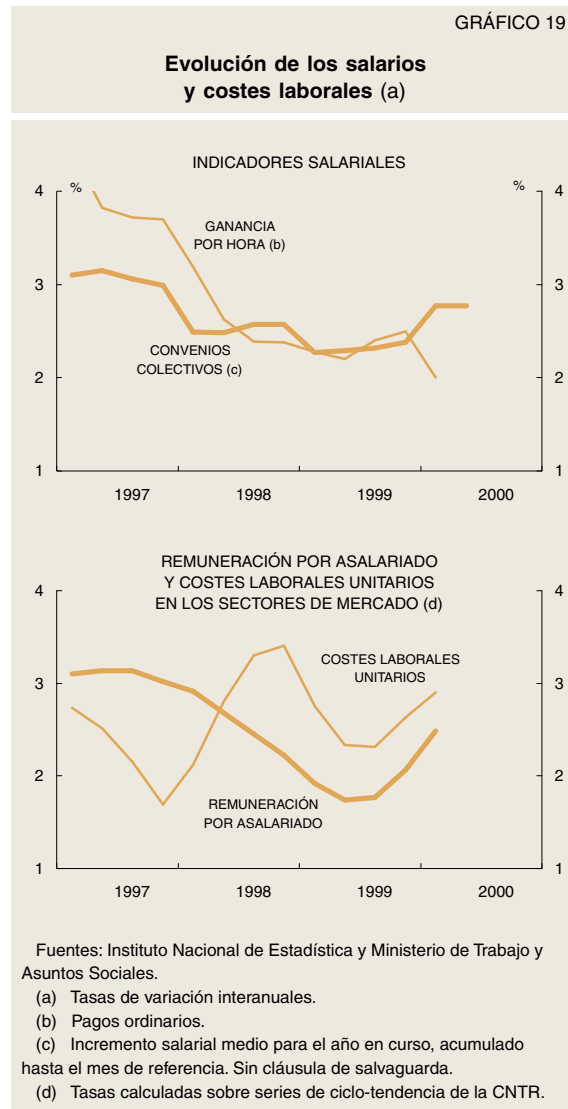
(2) En el primer trimestre de 2000, el INE llevó a cabo una actualización de las secciones censales consideradas en la elaboración de esta Encuesta. Con el fin de evitar los problemas que pueden surgir al calcular tasas de variación empleando muestras distintas, el INE realizó una encuesta paralela sobre la antigua muestra, permitiendo así obtener tasas de variación homogéneas para el primer trimestre de 2000. En el artículo «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000», *Boletín económico*, mayo 2000, se analizan con mayor detalle estos aspectos.

4.3. Precios y costes

Durante los primeros meses del año 2000 los principales indicadores de precios intensificaron sus ritmos de avance, en un contexto de encarecimiento de los precios de los productos energéticos en los mercados internacionales y de depreciación del tipo de cambio del euro. Según las cifras de la CNTR correspondientes al primer trimestre del año, tanto los precios de los productos de origen interno como los precios de importación experimentaron alzas significativas en ese período, que cobraron especial intensidad en este último caso.

En concreto, el crecimiento interanual del deflactor del PIB ascendió al 3,8 %, una décima más que en el trimestre anterior. Esta ligera aceleración fue consecuencia de la mayor expansión que registraron los costes laborales unitarios y los impuestos netos por unidad de producto, en tanto que el excedente bruto unitario mantuvo un crecimiento significativo, propiciando una nueva ampliación de los márgenes de explotación. A su vez, la aceleración de los costes laborales unitarios reflejó un crecimiento más intenso de la remuneración por asalariado (2,8 %, frente al 2,5 % del trimestre precedente), que solo se compensó parcialmente por el mayor dinamismo de la productividad. Cuando se observan las series de datos brutos de la CNTR, la aceleración de la remuneración por asalariado en el primer trimestre es más abultada, en torno a las ocho décimas, reflejando en mayor medida el impacto derivado de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios colectivos de 1999, que se hicieron efectivas en los primeros meses del año 2000, como consecuencia de la desviación de la inflación del año 1999 respecto a la previsión oficial.

Las estimaciones de la remuneración por asalariado de la CNTR contrastan con los resultados de la Encuesta de Salarios correspondientes al primer trimestre del año, que arrojaron un aumento del 2,4 % de la ganancia media por persona y hora, en el concepto de pagos totales, lo que supone una desaceleración de dos décimas en comparación con el incremento observado en el cuarto trimestre de 1999; el aumento de las ganancias por persona y hora en concepto de pagos ordinarios fue incluso menor (2,1 %), debido, en parte, a que estas cifras excluyen el impacto derivado de las cláusulas de revisión (véase gráfico 19). Los incrementos salariales que ha reflejado la Encuesta en el primer trimestre pueden estar afectados, de alguna manera, por la renovación muestral que se realiza al comienzo de cada ejercicio, y que en el presente año ha supuesto una revisión

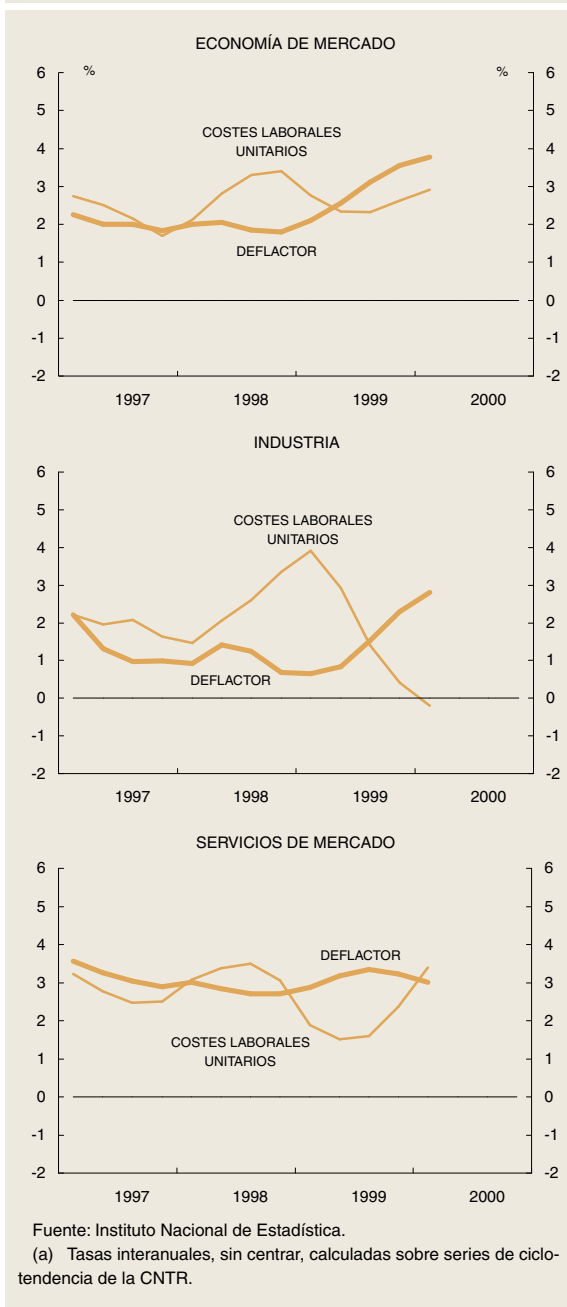


al alza del peso relativo de aquellas ramas, como la construcción, donde los niveles salariales son más bajos. De hecho, cuando se analizan las cifras desagregadas por ramas de actividad se observa, en general, una aceleración de los crecimientos salariales. El mayor incremento de las ganancias por persona y hora en el primer trimestre se produjo en la construcción (4,4 %), actividad donde existen indicios de escasez de mano de obra, mientras que en la industria y en los servicios los aumentos fueron más moderados, del 3 % y del 2,8 %, respectivamente.

Frente a los resultados agregados de la Encuesta de Salarios, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de junio ha sido del 2,8 %, tres décimas por encima del incremento pactado en 1999. La mayor parte de los convenios registrados en la parte transcurrida del año han sido convenios revisados,

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



que incorporaban un incremento de las tarifas del 2,7 %. Por su parte, en los convenios de nueva firma el incremento medio pactado ha sido del 3 %, cifra que aún resulta muy poco indicativa del desarrollo de las negociaciones salariales del año en curso, ya que el número de convenios de nueva firma registrados hasta el momento es muy reducido. Por ramas de actividad, el aumento medio pactado en la agricultura ha sido del 3,4 %, superior al de los servicios (2,8 %), la industria (2,7 %) y la construcción (2,5 %).

Atendiendo a la evolución de los deflatores del valor añadido y de los costes laborales unitarios en las principales ramas de la economía de mercado, se aprecia que el comportamiento de los precios y de los márgenes en la industria y en los servicios de mercado ha sido muy desigual (véase gráfico 20). En la industria, el deflactor del valor añadido se aceleró significativamente en el primer trimestre, mientras que los costes laborales unitarios tendieron a moderarse, como consecuencia de la recuperación que ha experimentado la productividad en esta rama. La depreciación del tipo de cambio del euro y la aceleración que, en general, están experimentando los precios de los productos importados que compiten con la producción interior han permitido que los empresarios del sector mantengan pautas menos moderadas de fijación de precios, propiciando una recuperación de sus márgenes de explotación, que se habían visto mermados a lo largo del año anterior. Por su parte, el deflactor de los servicios de mercado se moderó ligeramente, mientras que los costes laborales unitarios, reflejando una nueva desaceleración en la productividad aparente del trabajo, aumentaron un punto más que durante el cuarto trimestre del año anterior; la brecha de crecimiento entre el deflactor y los costes se cerró, dando lugar a una pequeña compresión de márgenes. En cualquier caso, estas tendencias deben ser juzgadas cualitativamente, dadas las dificultades e incertidumbres que existen para medir e interpretar la evolución de la productividad aparente y, en consecuencia, el comportamiento de los costes laborales unitarios.

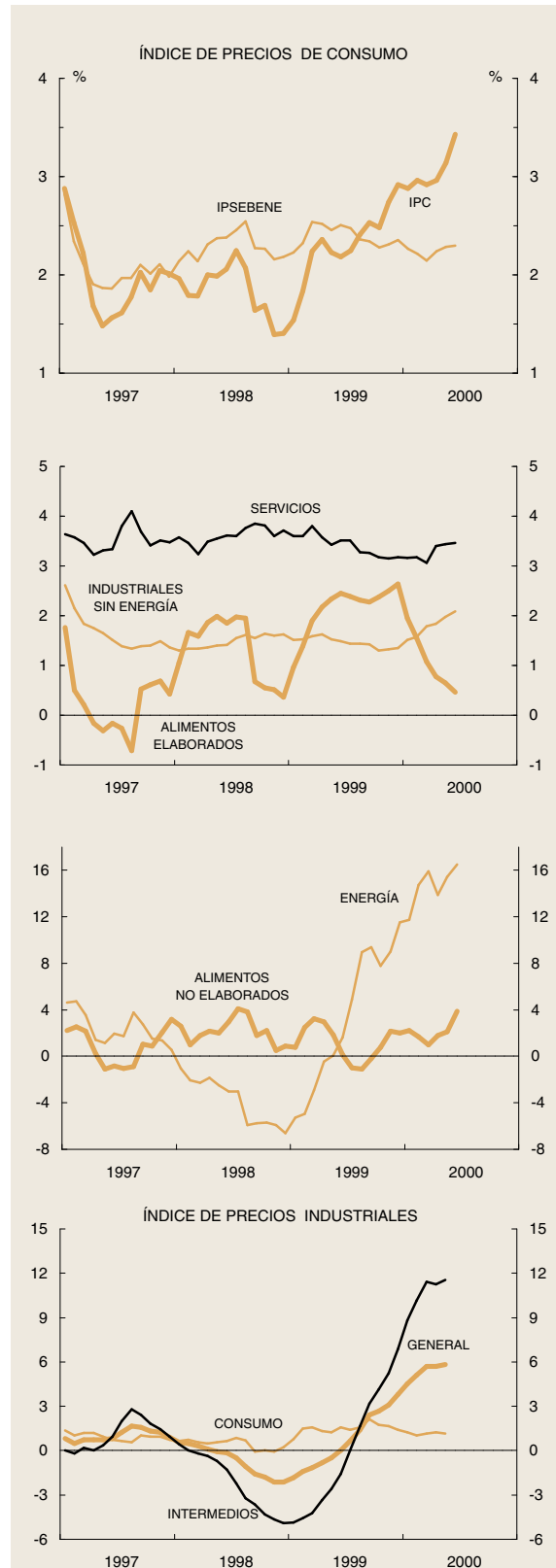
Al igual que sucedió durante la segunda mitad de 1999, la aceleración del deflactor del PIB en el primer trimestre vino acompañada de una notable expansión de los precios de importación (6,5 %), de forma que la tasa interanual del deflactor de la demanda final ascendió al 4,3 %, tres puntos porcentuales por encima de la observada en el mismo período del año anterior. La evolución de los índices de valor unitario (IVU) de importación, que registraron un aumento acumulado del 12,2 % en los cuatro primeros meses del año, indicaría que la trayectoria alcista de los precios de importación podría haberse acentuado en el segundo trimestre del año. El elevado crecimiento de este índice refleja principalmente el encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales; no obstante, también los IVU de importación de los productos no energéticos registraron una aceleración significativa en los cuatro primeros meses del año, impulsados por la depreciación del euro y por el aumento de los precios internacionales, alcanzando un crecimiento interanual del 3,5 %, frente al 0,9 % observado en el último trimestre de 1999.

En este contexto, la evolución reciente de los principales indicadores de precios de la economía española ha supuesto una acentuación de la tendencia alcista observada en los trimestres precedentes. La tasa de variación interanual del IPC se situó en el 3,4 % en el mes de junio, medio punto porcentual por encima de la registrada en marzo (véase gráfico 21). Este aumento vino motivado, principalmente, por el ascenso de los componentes de energía y de alimentos no elaborados. La inflación subyacente —aproximada por el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE)— sufrió un ligero ascenso en el segundo trimestre del año, situándose en el 2,3 % en el mes de junio. En este contexto, cabe esperar que las medidas adoptadas recientemente por el Gobierno (recogidas en los recuadros 1 y 2) contribuyan a atemperar la evolución de los precios de algunos productos específicos —como los libros de texto o algunos productos farmacéuticos—, si bien a corto plazo el impacto sobre la evolución global de la inflación será muy limitado, a tenor de la reducida importancia relativa de estos productos en la cesta de consumo. En cualquier caso, las actuaciones planeadas en sectores clave, como la producción de gas y electricidad y la distribución de hidrocarburos, tendrán sin duda un efecto beneficioso en un horizonte temporal más dilatado.

Todos los componentes básicos del IPC experimentaron una aceleración en el segundo trimestre del año, con la excepción de los precios de los alimentos elaborados, cuya moderación se ha visto favorecida por el descuento de los notables aumentos de precios que registraron algunos productos específicos —en concreto, el aceite y el vino— durante los primeros meses del pasado año. El ritmo de variación interanual del componente energético ascendió hasta el 16,5 % en el mes de junio, tras experimentar un recorte transitorio en abril que lo situó en el 13,9 %. Los aumentos de la producción de petróleo que acordaron los países de la OPEP en los meses de primavera han resultado claramente insuficientes para aliviar los desequilibrios existentes en este mercado, en un contexto de expansión de la actividad económica internacional; pese a ello, las expectativas sobre aumentos de la producción en los próximos meses han hecho que la cotización del crudo descienda, en los días más recientes, hasta situarse en torno a los 26 dólares/barril. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos incrementaron nuevamente su ritmo de variación interanual en el segundo trimestre del año, hasta situarse en el 2,1 % en junio, frente al 1,3 % registrado en diciembre del año anterior. Este comportamiento parece indicar que los aumentos de

GRÁFICO 21

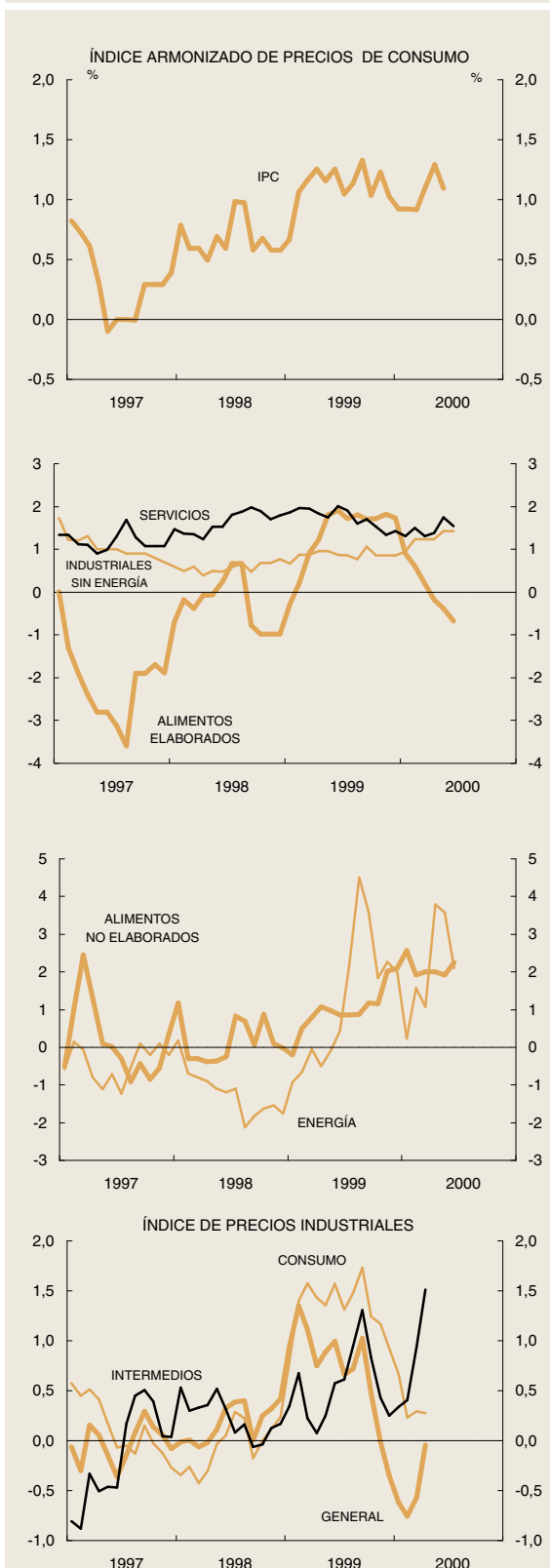
Indicadores de precios (a)
España



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

GRÁFICO 22

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



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

costes de producción que han registrado las empresas españolas, como consecuencia del ascenso de los precios del petróleo y de otros productos intermedios importados, y que ya han provocado un paulatino deterioro de los precios al por mayor, comienzan a trasladarse también a los precios de consumo. Por su parte, los precios de los servicios experimentaron una aceleración en el segundo trimestre, atribuible, en buena medida, al ascenso de los precios de los hoteles y restaurantes. Finalmente, la tasa de inflación de los alimentos no elaborados alcanzó el 3,9 % en junio, influida por los precios de las carnes y, en el último mes, por los de la patata.

La comparación entre la tasa de inflación española y la del conjunto de la UEM, realizada con los IAPC correspondientes, muestra que el diferencial de inflación con la zona del euro se ha mantenido (con fluctuaciones de un mes a otro) ligeramente por encima de un punto porcentual desde el inicio de 1999 (véase gráfico 22); concretamente, en el mes de junio se situó en 1,1 puntos porcentuales. Por componentes, cabe destacar el paulatino aumento observado en el diferencial de los bienes industriales no energéticos, y la persistencia del diferencial en los servicios. El diferencial de crecimiento de los precios de los productos energéticos mantiene niveles elevados, a pesar de haberse estrechado, debido posiblemente a la mayor dependencia importadora que presenta la economía española en este tipo de productos.

Por lo que se refiere a los restantes indicadores de precios, la tasa de crecimiento interanual del índice de precios industriales (IPRI) mantuvo una trayectoria ascendente hasta el mes de junio, cuando se situó en el 5,8 %, arrastrada por los notables avances que han seguido registrando los productos energéticos y, en menor medida, por la persistente aceleración de los bienes intermedios no energéticos. Los restantes componentes mantuvieron, en general, tasas de variación más moderadas. Por último, los precios percibidos por los agricultores, que constituyen un indicador adelantado de los precios de los alimentos no elaborados, registran tasas de variación negativas.

4.4. La actuación del Estado

Las cuentas del Estado mostraron una evolución muy favorable durante el segundo trimestre de 2000, en línea con el objetivo de déficit público para este año, que ha sido revisado a la baja por el Gobierno desde el 0,8 % del PIB, para el conjunto de las AAPP, fijado en la Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento, hasta el 0,4 %.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2000/1999	Liquidación		
	1999	Variación porcentual 1999/1998	2000	Variación porcentual		1999 ENE-JUN	2000 ENE-JUN	Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1		6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	18.364	4,8	18.742	2,1	-2,7	9.158	9.561	4,4
Impuestos directos	7.817	4,8	8.008	2,4	-6,6	3.839	3.984	3,8
<i>IRPF</i>	5.098	2,1	5.149	1,0	-5,3	3.059	3.172	3,7
<i>Sociedades</i>	2.436	10,0	2.563	5,2	-66,9	624	606	-2,8
<i>Otros (a)</i>	283	14,9	296	4,5	100,9	156	205	31,8
Impuestos indirectos	7.951	13,3	8.558	7,6	15,9	3.954	4.480	13,3
<i>IVA</i>	5.114	17,0	5.655	10,6	19,0	2.591	3.026	16,8
<i>Especiales</i>	2.567	7,4	2.630	2,5	9,0	1.233	1.306	5,9
<i>Tráfico exterior</i>	144	9,2	143	-0,9	12,9	67	77	14,7
<i>Otros</i>	126	5,3	130	3,3	7,6	63	71	12,3
Otros ingresos	2.597	-14,8	2.176	-16,2	-36,4	1.366	1.097	-19,7
2. Pagos no financieros (b)	19.421	4,2	19.769	1,8	3,4	10.164	10.550	3,8
Personal	2.979	-2,4	2.888	-3,0	-4,3	1.525	1.369	-10,2
Compras	436	12,3	340	-22,0	0,2	227	202	-10,9
Intereses	3.178	-4,7	2.806	-11,7	-1,8	2.183	2.035	-6,8
Transferencias corrientes	10.809	9,1	11.664	7,9	9,9	5.203	5.962	14,6
Inversiones reales	957	2,6	1.012	5,8	-8,8	582	531	-8,7
Transferencias de capital	1.063	6,6	1.059	-0,3	9,2	445	450	1,1
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2)	-1.057	-5,1	-1.028	-2,8	48,6	-1.006	-989	-1,7
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	18.796	8,7	—	—	8,0	8.999	9.826	9,2
Pagos no financieros	19.882	3,5	—	—	8,0	9.547	9.955	4,3
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-1.087	-43,4	-788	-27,5	12,1	-548	-129	-76,5

Fuente: Ministerio de Hacienda.

(a) Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Incluye pagos sin clasificar.

(c) Las cifras anuales (columnas 1 y 3) proceden del cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo (metodología SEC/95).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución presupuestaria del Estado hasta el mes de junio se saldó con un déficit de 129 mm de pesetas (0,1 % del PIB), que supone una importante mejora respecto al déficit de 548 mm de pesetas (0,6 % del PIB) registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Durante el segundo trimestre, los ingresos intensificaron su ritmo de crecimiento, mientras que los gastos se desaceleraron notablemente. Los ingresos aumentaron un 9,2 % (frente a un 8 % en el primer trimestre), debido, básicamente, a la fortaleza de los impuestos sobre el consumo, la producción y las importaciones, y en especial al Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), que creció un 17,7 %. No obstante, el intenso dinamismo de estos impuestos se ha moderado durante los últimos meses, de forma que su tasa de crecimiento se ha situado en torno a cuatro puntos por debajo de la registrada en el primer trimestre. Por el contrario, los impuestos direc-

tos se aceleraron sustancialmente, hasta alcanzar un incremento del 7,7 % (3,4 % hasta marzo). Como en el trimestre anterior, el resto de ingresos corrientes sufrió una reducción importante, principalmente como consecuencia de los menores ingresos por beneficios ordinarios del Banco de España, mientras que los ingresos de capital, procedentes en su mayoría de la UE, se incrementaron notablemente.

En cuanto a los gastos, su tasa de crecimiento se situó en el 4,3 % (un 8 % en el primer trimestre). Esta desaceleración se ha debido, sobre todo, a la evolución de los gastos en consumo final, que disminuyeron un 12,2 % hasta junio, como consecuencia del traspaso de competencias en educación no universitaria a las CCAA. Por este mismo motivo, las transferencias corrientes a otras AAPP se incrementaron un 14,7 % en el primer semestre. Finalmente, cabe destacar la reducción de los intereses devengados.

En términos de caja, el Estado registró un déficit de 989 mm de pesetas hasta junio de 2000, que implica una reducción del 1,7 % respecto al déficit acumulado en el mismo período del año anterior. La mejora en el saldo de caja, que está en línea con la prevista en el Presupuesto, se inició en el mes de abril, una vez corregida la mayor parte de los efectos de calendario presentes en el primer trimestre del año, y ha sido debida, principalmente, al dinamismo de la recaudación tributaria. El conjunto de ingresos no financieros registró un crecimiento del 4,4 % en el primer semestre (frente a una caída del 2,7 % hasta marzo), que superó al previsto en el Presupuesto para el conjunto del año (2,1 %), y que fue también mayor que el incremento de los pagos no financieros (un 3,8 % hasta junio, tasa similar a la del primer trimestre). A continuación se comenta el desglose de ingresos y gastos, utilizando la información de caja.

Dentro de los ingresos, la recaudación tributaria intensificó su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, hasta situarlo por encima de la previsión presupuestaria. Sin embargo, este comportamiento agregado esconde evoluciones dispares de sus componentes. Los impuestos directos experimentaron un incremento moderado hasta el mes de junio, si bien se aceleraron notablemente en el segundo trimestre, en tanto que la imposición indirecta mantuvo un elevado dinamismo. Los ingresos por el IRPF pasaron de caer un 5,3 % hasta marzo, a crecer un 3,7 % hasta junio. Este mejor comportamiento del IRPF fue debido, sobre todo, a la evolución de las retenciones por rendimientos del trabajo, que incorporaron en el segundo trimestre unos mayores ingresos procedentes de las CCAA. Por otra parte, la recaudación por retenciones sobre rendimientos del capital mobiliario, aunque afectada por la reducción del porcentaje de retención aplicado a los dividendos, también experimentó una aceleración en el segundo trimestre. En cuanto al Impuesto sobre Sociedades, su ritmo de caída se atenuó sustancialmente, como consecuencia de la evolución positiva del primer pago a cuenta que tuvo lugar en abril. La recaudación por este impuesto acumuló un descenso del 2,8 % hasta junio (frente al 66,9 % de caída hasta marzo), como consecuencia, principalmente, del fuerte incremento de las devoluciones

Todas las figuras que componen la imposición indirecta presentaron tasas de crecimiento muy superiores a las previstas en el Presupuesto, hasta el mes de junio. Destaca, como ya se ha mencionado, la fortaleza del IVA, ligada en parte al encarecimiento del precio de los

carburantes desde principios de año (3). No obstante, los ingresos por IVA registraron una desaceleración en el segundo trimestre, al aumentar un 16,8 % hasta junio (frente al 19 % en el primer trimestre). Los impuestos especiales también redujeron su ritmo de crecimiento (del 9 % hasta marzo al 5,9 % en el primer semestre), si bien continúa destacando el elevado dinamismo de los que gravan el tabaco y la matriculación de vehículos.

El conjunto de otros ingresos moderó notablemente su ritmo de caída en el segundo trimestre, como consecuencia, sobre todo, de los ingresos excepcionales por la concesión de cuatro licencias de telefonía móvil, por una cuantía próxima a los 86 mm de pesetas (4), y de la aceleración de las transferencias de capital procedentes de la UE. No obstante, los ingresos patrimoniales disminuyeron un 33,3 % hasta junio, debido a los menores ingresos procedentes del Banco de España, tanto de los derivados de plusvalías (5) como de los correspondientes a beneficios ordinarios. Además, sobre la disminución del agregado de otros ingresos incidieron las menores primas positivas de emisión de deuda.

En cuanto a los gastos no financieros, su ligera aceleración durante el segundo trimestre se debió a la evolución de las transferencias corrientes, que elevaron su ritmo de crecimiento desde el 9,9 % en marzo hasta el 14,6 % en junio. Dicha aceleración se debió, sobre todo, al comportamiento de las transferencias al presupuesto comunitario, que se incrementaron un 11,8 % (habiendo caído un 9,9 % en el primer trimestre), mientras que las transferencias a las CCAA por participación en los ingresos del Estado registraron el mismo ritmo de crecimiento que en el primer trimestre (muy elevado, como consecuencia de los trasposos de competencias en materia educativa). La aportación a la Seguridad Social para financiar las operaciones corrientes del INSALUD también mantuvo estabilizada su tasa de crecimiento en el 6,4 % —en línea con lo presupuestado—. Por el contrario, los

(3) El encarecimiento del precio de los carburantes no afecta a la recaudación del impuesto especial sobre hidrocarburos, puesto que este es de cuantía fija. Por el contrario, el IVA (tipo del 16 % en este caso) se aplica sobre el precio.

(4) Según una reciente decisión de Eurostat, estos ingresos se computan, con la metodología de Contabilidad Nacional (SEC/95), como ventas de activos no financieros, es decir, menores gastos de capital, que reducen el déficit público.

(5) Estos ingresos excepcionales no se computan a la hora de obtener el saldo en términos de Contabilidad Nacional.

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 800 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta abril, superior en 160 mm de pesetas (un 25 %) al registrado durante el mismo período del año precedente. Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 10,6 % hasta abril, superior a la previsión presupuestaria (7,9 %), y al incremento de los pagos no financieros (8,4 %).

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 9,7 % (6,6 % en el conjunto de 1999), muy por encima del 6,2 % previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, al fuerte dinamismo de las afiliaciones, que crecieron un 5,2 % interanual en términos acumulados hasta junio (un 5,5 % a lo largo de 1999), mientras que la estimación presupuestaria de incremento en el número de cotizaciones de ocupados tan solo era de un 3 %. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, registró un incremento del 11,3 %, en línea con lo presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante el primer cuatrimestre de 2000 se situó aún por encima de la previsión presupuestaria para el conjunto del año, debido, sobre todo, al pago, en febrero, de 66 mm de pesetas a los pensionistas en compensación por la desviación de la inflación en 1999. El gasto en pensiones contributivas aumentó un 8,6 % hasta abril, aunque se espera que dicha tasa se reduzca en los próximos meses. Si se elimina el efecto del pago extraordinario antes mencionado, resulta un incremento del 5,6 %, lo que parece compatible con la previsión presupuestaria. El número de pensiones contributivas creció un 1,2 % hasta abril, en línea con lo previsto y con el incremento registrado en 1999. Por el contrario, las prestaciones por Incapacidad Temporal registraron una tasa de variación que resulta muy superior a la presupuestada.

Con respecto al gasto del Instituto Nacional de Empleo (INEM), el destinado a prestaciones por desempleo aumentó, en términos acumulados, un 1,3 % hasta junio, frente a una reducción de un 2,9 % en el conjunto de 1999. Esta evolución estuvo determinada por el comportamiento del número de beneficiarios, que disminuyó un 4,4 % hasta mayo, frente al 9,5 % de reducción media en 1999, recogiendo el menor ritmo de caída del paro registrado (un 6 % hasta junio, frente al 11,7 % en el conjunto de 1999). En línea con lo que sucedió durante 1999, la caída del número de beneficiarios de prestaciones por desempleo, hasta mayo, fue menor que la contracción del número de desempleados registrados, con lo que la tasa de cobertura aumentó hasta el 64 % (62,9 % en los cinco primeros meses de 1999).

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

mm de pesetas y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	1999 (c) 1	2000 2	% variación 3=2/1	1999 4	2000 5	% variación 6=5/4
1. Ingresos no financieros	13.519	14.583	7,9	4.801	5.309	10,6
Cotizaciones sociales (d)	9.032	9.589	6,2	2.987	3.277	9,7
Transferencias corrientes	4.326	4.825	11,5	1.766	1.966	11,3
Otros (e)	160	169	5,8	47	66	39,0
2. Pagos no financieros	13.589	14.432	6,2	4.161	4.509	8,4
Personal	2.144	2.267	5,7	761	809	6,3
Gastos en bienes y servicios	1.281	1.381	7,9	433	459	6,1
Transferencias corrientes	9.959	10.567	6,1	2.926	3.196	9,2
Prestaciones	9.896	10.499	6,1	2.900	3.168	9,3
<i>Pensiones contributivas</i>	7.892	8.342	5,7	2.221	2.412	8,6
<i>Incapacidad Temporal</i>	505	528	4,7	143	162	12,8
<i>Resto (f)</i>	1.499	1.628	8,6	535	594	11,1
Resto transferencias corrientes	64	68	6,9	26	28	6,3
Otros (g)	205	217	5,7	41	45	9,4
3. Saldo no financiero	-71	151	—	640	800	25,0

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

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues se carece de los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2000.

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

(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 1999, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.

(d) Incluye recargos y multas.

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

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

(g) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE-ABR 1999	ENE-ABR 2000
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	56.361	64.115
Mercancías	32.514	38.576
Servicios	14.051	15.199
<i>Turismo</i>	7.968	8.346
<i>Otros servicios</i>	6.083	6.854
Rentas	4.488	4.569
Transferencias corrientes	5.308	5.771
Cuenta de capital	1.960	2.614
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	57.828	69.586
Mercancías	39.439	48.997
Servicios	8.582	10.108
<i>Turismo</i>	1.424	1.585
<i>Otros servicios</i>	7.158	8.523
Rentas	6.567	6.784
Transferencias corrientes	3.240	3.696
Cuenta de capital	351	269
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-1.466	-5.471
Mercancías	-6.925	-10.421
Servicios	5.470	5.091
<i>Turismo</i>	6.5444	6.761
<i>Otros servicios</i>	-1.075	-1.669
Rentas	-2.079	-2.215
Transferencias corrientes	2.068	2.074
Cuenta de capital	1.609	2.345

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

pagos por intereses intensificaron su caída, al corregir el efecto de calendario observado hasta marzo. También los gastos de funcionamiento (personal y compras) acentuaron su ritmo de caída en el segundo trimestre, situándolo en tasas cercanas al 11 %. En el caso de los gastos de personal, dicha reducción resulta muy superior a la presupuestada. Respecto a las operaciones de capital, las inversiones reales mantuvieron una disminución similar a la del primer trimestre, en contraste con el incremento establecido en el Presupuesto, mientras que las transferencias de capital desaceleraron sustancialmente su crecimiento, hasta una tasa del 1,1 %. Dicho aumento se debió a la ausencia de pagos a RENFE durante la mayor parte del año 1999, como consecuencia del retraso en la aprobación de su Contrato-Programa.

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

En el conjunto de los cuatro primeros meses del año 2000 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 3.126 millones de euros, lo que supone un deterioro sustancial en comparación con el superávit de 142 millones de euros observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). Este resultado refleja, en su mayor parte, el intenso aumento del déficit comercial en ese período, como consecuencia, fundamentalmente, del encarecimiento de las importaciones energéticas, ya que en la vertiente no energética las exportaciones e importaciones registraron tasas de variación muy similares, tanto en términos reales como nominales. Por su parte, el superávit de turismo frenó su ritmo de mejora, debido al moderado ritmo de avance de los ingresos en ese período, y el déficit de los restantes servicios sufrió una ampliación, fruto del intenso crecimiento que registraron los pagos, especialmente en la rúbrica de comunicaciones.

La balanza de rentas también empeoró ligeramente, reflejando el notable retroceso de los ingresos del sistema crediticio, ligados al descenso de las inversiones en el exterior a corto plazo y de las inversiones en cartera, mientras que los ingresos de otros sectores residentes mantuvieron un tono elevado, en sintonía con el fuerte proceso inversor en el exterior que ha tenido lugar en los últimos años; adicionalmente, los pagos realizados por las AAPP también se incrementaron, debido al aumento de la adquisición de títulos de deuda pública por parte de no residentes. El superávit de transferencias corrientes se mantuvo prácticamente estabilizado, ya que el aumento de los flujos procedentes de la UE en concepto del FEOGA-Garantía y del Fondo Social Europeo se vio compensado por el incremento de los pagos en concepto de Recurso-PNB. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital registró un notable ascenso en ese período, derivado del aumento de los fondos estructurales procedentes de la UE, y en concreto del FEDER.

La ampliación de las necesidades de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando un debilitamiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas, en un contexto de recortes en la tasa de ahorro de los hogares y de elevado dinamismo de la inversión residencial y de la inversión productiva privada; por el contrario, las cifras disponibles para los dos primeros trimestres del año señalan que los avances en la reducción del déficit público continúan siendo notables.

5. Los flujos financieros de la economía española (6)

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

La información de las cuentas financieras relativa al primer trimestre del año 2000 confirma el deterioro del ahorro financiero neto (7) de la nación que ya se manifestaba en las cifras de 1999. Así, el saldo de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo fue el $-1,1$ % del PIB al finalizar el primer trimestre del 2000, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Esta evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por el descenso en el ahorro de las familias y empresas no financieras, ya que las AAPP tuvieron una aportación similar a la del año 1999 y las instituciones financieras incrementaron ligeramente el saldo acreedor de sus operaciones financieras con el resto de sectores. Esta evolución del ahorro de la nación es acorde con la posición cíclica de la economía española, que mantiene un ritmo de crecimiento intenso, sustentado, en buena medida, por un fuerte crecimiento de la demanda interna. La evolución de la posición financiera de la economía española, es decir, la diferencia entre el saldo de activos financieros y pasivos frente al resto del mundo —que incorpora, junto con las operaciones financieras netas, los cambios de valoración— pone igualmente de manifiesto un incremento del saldo deudor frente al exterior al finalizar el primer trimestre del 2000.

Un mayor detalle de los conceptos que han originado este endeudamiento neto puede obtenerse a partir de la información procedente de la cuenta financiera de la balanza de pagos correspondiente al período enero-marzo del 2000. De acuerdo con dicha información, los pasivos netos exteriores de la economía española aumentaron un $0,7$ %, en términos del PIB

(6) La información de las cuentas financieras que sirve de base a este Informe incorpora los criterios metodológicos del SEC/95. En el artículo «Presentación de las cuentas financieras de la economía española SEC/95. Serie 1995-1999», publicado en el *Boletín económico* de mayo del 2000, y en el recuadro IV.3 del *Informe anual* del Banco de España, se examinan los cambios que estos nuevos criterios introducen en el análisis de los flujos financieros de la economía española. No obstante, los indicadores económicos 8.3 a 8.8, que se publican al final del presente Boletín, no incorporan aún estos nuevos criterios metodológicos.

(7) El saldo de la cuenta de operaciones financieras se denominaba en la nomenclatura utilizada en el SEC/79 *ahorro financiero neto*. En las cuentas financieras según la metodología SEC/95, dicho saldo ha pasado a denominarse *operaciones financieras netas*. Asimismo, la diferencia entre el saldo de activos financieros y pasivos de un sector, que antes expresábamos como *riqueza financiera neta*, ha pasado a denominarse *activos financieros netos*. A lo largo de este Informe se utilizan ambos tipos de nomenclatura de forma indistinta.

Ahorro y posición financiera

	AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB (Datos acumulados de cuatro trimestres)								
	1995	1996	1997	1998	1999				2000
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Ahorro financiero de la nación	1,0	1,2	1,6	0,8	0,6	0,3	-0,3	-0,6	-1,1
Empresas no financieras y familias	6,6	5,0	3,9	2,2	1,1	0,5	0,1	0,1	-0,7
<i>Empresas no financieras</i>	0,3	0,2	-0,1	-0,7	-0,9	-2,1	-2,8	-1,6	-2,1
<i>Familias</i>	6,3	4,8	4,1	2,9	1,9	2,6	2,8	1,6	1,4
Instituciones financieras	1,0	1,2	0,8	1,2	1,0	0,8	0,7	0,5	0,7
<i>Instituciones de crédito (a)</i>	0,8	0,7	0,6	0,9	0,8	0,6	0,6	0,3	0,5
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>Resto de instituciones financieras</i>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Públicas	-6,6	-5,0	-3,2	-2,6	-1,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (c) (Datos del cuarto trimestre)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (e)			
Posición financiera de la nación	-19,6	-19,8	-20,9	-22,0	-24,9	-25,7			
Empresas no financieras y familias (d)	82,3	99,6	114,8	148,0	162,1	165,6			
<i>Empresas no financieras (d)</i>	-13,6	-6,4	-0,8	14,6	20,0	21,7			
<i>Familias</i>	95,9	105,9	115,7	133,5	142,1	143,9			
Instituciones financieras (d)	13,6	19,8	24,0	33,6	37,1	38,1			
<i>Instituciones de crédito (a) (d)</i>	12,8	17,4	20,9	28,6	32,2	33,1			
<i>Inversores institucionales (b) (d)</i>	1,1	2,7	3,6	5,3	5,5	6,0			
<i>Resto de instituciones financieras (d)</i>	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-1,0			
Administraciones Públicas	-49,2	-53,4	-52,5	-52,4	-46,5	-45,1			

Fuente: Banco de España.

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

anual, en el primer trimestre del 2000, cifra muy superior a la registrada en el mismo período del año anterior (véase cuadro 6). Este endeudamiento neto, que refleja la ampliación de la brecha entre las inversiones en España de los no residentes y las inversiones españolas en el exterior, está en consonancia con el significativo aumento del déficit por cuenta corriente y de capital, que se analiza en el epígrafe 4 de este «Informe trimestral».

Durante el primer trimestre del año 2000 se mantuvieron las principales tendencias observadas en los dos últimos años en los flujos de capital hacia y desde el exterior, aunque, en general, con una menor intensidad (véase cuadro 6). Por lo que respecta a las inversiones españolas en el exterior, las inversiones en cartera han sido la partida más importante, con unas adquisiciones netas por parte del sector privado no crediticio que equivalen al 2,4 % del PIB

(frente al 1,8 % del PIB en el mismo período del año anterior). En conjunto, las inversiones directas en el exterior se mantuvieron en línea con el volumen registrado en el primer trimestre de 1999, aunque aumentó el protagonismo relativo de las entidades de crédito y se redujo el de las empresas no financieras. También cabe reseñar que, a diferencia de lo ocurrido en 1999, el sector privado no crediticio incrementó sus depósitos en el exterior. Finalmente, la variación acumulada de los activos de reserva en el período enero-marzo del 2000 fue muy pequeña. En líneas generales, las tendencias que se acaban de describir se confirman con la información de la balanza de pagos correspondiente al mes de abril.

En lo referente a las inversiones en España, se mantuvo el ritmo de entradas de capital en inversiones directas y en cartera, mientras que el endeudamiento a través de créditos y depó-

CUADRO 6

Detalle de la cuenta financiera de la balanza de pagos

En % del PIB

	1997	1998	1999	1999 ENE-MAR	2000 ENE-MAR
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-0,6	0,0	2,0	0,1	0,7
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	7,0	12,8	16,3	5,6	3,7
Inversiones directas (a)	1,1	2,0	1,6	0,3	0,4
Inversiones de cartera (b)	2,3	2,9	7,8	2,1	1,6
Administraciones Públicas	2,0	0,8	4,5	1,5	0,8
Otros sectores residentes	0,2	1,6	1,8	0,3	0,4
Sistema crediticio	0,0	0,5	1,4	0,3	0,5
Otras inversiones	3,6	7,9	6,9	3,2	1,6
Administraciones Públicas	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Otros sectores residentes	0,1	0,8	2,7	0,6	0,1
Sistema crediticio	3,5	6,8	4,3	2,7	1,5
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	7,6	12,8	14,3	5,5	2,9
Inversiones directas	2,2	3,3	5,9	0,7	0,7
Otros sectores residentes	2,0	2,9	6,0	0,7	0,4
Sistema crediticio	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,4
Inversiones de cartera	2,9	7,9	7,8	2,6	2,2
Otros sectores residentes	2,0	6,0	5,4	1,8	2,4
Sistema crediticio	0,9	2,0	2,4	0,8	-0,2
Otras inversiones	0,3	4,0	4,2	4,0	0,0
Administraciones Públicas	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Otros sectores residentes	2,5	3,3	-1,6	0,3	0,8
Sistema crediticio	-2,3	0,6	5,8	3,7	-0,8
Activos de reserva	2,1	-2,3	-3,7	-1,8	0,0
PRO MEMORIA: DISTRIBUCIÓN POR SECTORES DE LOS FLUJOS (VAR. PASIVOS - VAR. ACTIVOS):					
Sistema crediticio (sin Banco de España)	4,7	4,5	4,1	2,2	1,8
Banco de España (c)	-2,1	2,3	-2,7	-1,9	0,8
Administraciones Públicas	2,0	0,9	4,4	1,4	0,7
Otros sectores residentes	-5,1	-7,8	-3,8	-1,6	-2,6

Fuente: Balanza de pagos. Banco de España.

- (a) Incluye las inversiones de cartera en acciones no cotizadas.
(b) Incluye las inversiones directas en acciones cotizadas.
(c) Incluye activos de reserva y activos intrasistema.

sitos se redujo en comparación con la evolución observada en el primer trimestre de 1999. En concreto, prosiguió el proceso de moderación del endeudamiento del sistema crediticio, favorecido por el notable crecimiento de los depósitos bancarios de residentes, y el de diversificación de sus fuentes de financiación, con una mayor apelación relativa a depósitos a largo plazo y valores de renta fija, frente a los préstamos y depósitos a corto plazo, que en el pasado representaban el grueso del endeudamiento exterior de las entidades.

La estructura sectorial de los flujos financieros con el exterior mantiene características similares a las de años anteriores, aunque ahora con un saldo neto deudor para el conjunto de la economía española. En términos

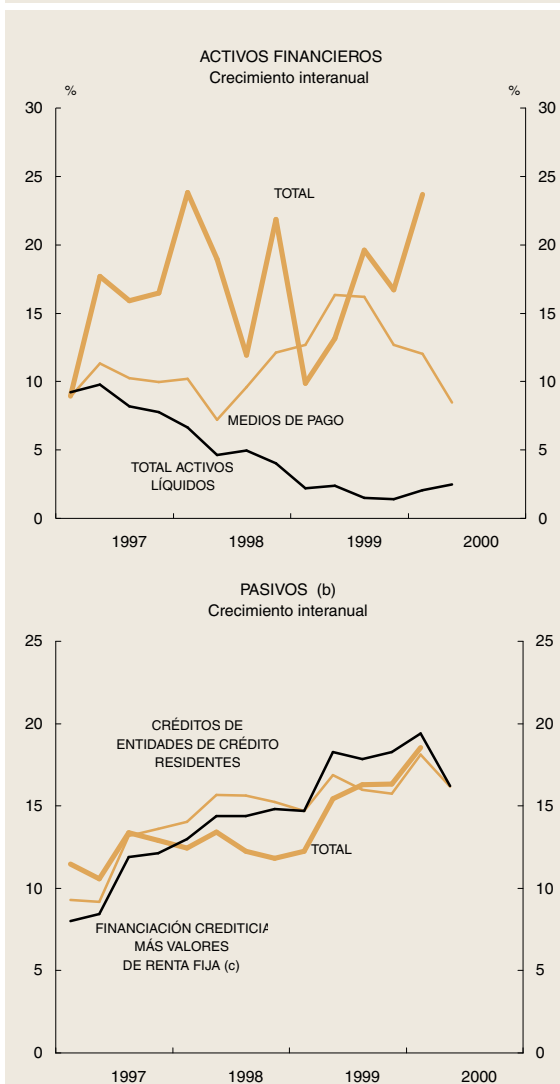
agregados, la adquisición de activos netos frente al resto del mundo por parte del sector privado no crediticio ha continuado siendo financiada por el endeudamiento del sector público y del sistema crediticio (véase la parte inferior del cuadro 6).

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

El descenso en el ahorro de las familias y empresas no financieras, al que se ha aludido en el apartado anterior, se ha debido a una pequeña caída en el volumen de ahorro de las economías domésticas y a una reducción, algo más acusada, en el caso de las empresas no financieras (véase cuadro 5). Con ello, en el pri-

GRÁFICO 23

Empresas no financieras y familias (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del segundo trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

(b) Excluidas las acciones.

(c) No incluye el crédito comercial.

mer trimestre del 2000 las operaciones financieras netas de las familias se situaron en el 1,4 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, mientras que las correspondientes a las empresas no financieras fueron el -2,1 % del PIB. Además, se ha observado un elevado ritmo de adquisición de activos y pasivos en el primer trimestre del 2000, con flujos que superan ampliamente las pautas estacionales de otros años. En términos de saldos, debe destacarse que, en contraposición con el comportamiento expansivo de los últimos años, la riqueza financiera neta del sector privado, medida como la diferencia entre el

saldo de activos financieros y pasivos —excluyendo el saldo de acciones y otras participaciones del pasivo—, aumentó solo ligeramente en el primer trimestre del 2000 (véase la parte inferior del cuadro 5).

El importante volumen de activos financieros adquiridos por las familias y empresas no financieras durante los tres primeros meses del año dio lugar a un notable crecimiento en el saldo de activos, cuya tasa anual se situó próxima al 25 % al finalizar el primer trimestre (véase gráfico 23). En este período, los medios de pago siguieron el proceso de desaceleración iniciado a mediados de 1999. Por el contrario, los depósitos a plazo incrementaron su ritmo de crecimiento, hasta alcanzar una tasa anual del 20 %. Sin embargo, el conjunto de otros activos financieros líquidos —que incluye, además de los depósitos a plazo, las cesiones y participaciones en fondos de inversión (FIAMM y FIM de renta fija)— continuó mostrando tasas de crecimiento negativas, debido a las ventas de participaciones en estas instituciones de inversión colectiva y al descenso de su valor liquidativo. El ritmo de avance del resto de activos financieros fue muy intenso durante el primer trimestre de este año, debido, por un lado, a la revalorización de la cartera de acciones acumulada en los últimos trimestres y, por otro, a la adquisición de activos exteriores y al crecimiento del crédito comercial.

Las expectativas de subidas de tipos de interés que han ido afianzándose desde mediados de 1999 y la mayor volatilidad que han venido manifestando los mercados de renta variable han restado atractivo a las inversiones en productos cuyo valor de realización fluctúa con el precio de los activos financieros —acciones y fondos de inversión—, a la vez que han elevado el coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos, dando lugar a un desplazamiento del ahorro desde activos muy líquidos y productos de mayor riesgo hacia inversiones de renta fija. Pese al menor crecimiento de los medios de pago, la información disponible respecto al segundo trimestre indica una progresiva aceleración de los activos financieros líquidos, como consecuencia del elevado ritmo de expansión de los depósitos a plazo (véase gráfico 23). Los fondos de inversión, por su parte, parecen haber moderado su ritmo de caída.

El crecimiento interanual de los pasivos de las familias y empresas no financieras se incrementó nuevamente en el primer trimestre del 2000, debido, fundamentalmente, al mayor ritmo de avance del crédito procedente de entidades bancarias residentes, cuya tasa anual se situó en el 18 % al finalizar el primer trimestre.

El intenso ritmo de crecimiento de la financiación bancaria en ese período, por encima del patrón estacional que correspondería a este período del año, podría indicar un adelantamiento de la demanda de financiación ante las expectativas de subidas de tipos de interés que han prevalecido durante este período. Otras fuentes de financiación, como las emisiones de renta fija y de renta variable, registraron incrementos poco significativos, si bien la financiación exterior siguió aportando un flujo continuo de fondos a las empresas españolas. En cuanto al segundo trimestre, la información disponible indica una cierta desaceleración de la financiación a empresas y familias, de forma que, después de crecer a tasas próximas al 20 % en los últimos trimestres, podría situarse en niveles del 16 %-17 %.

5.3. Los flujos financieros de las familias

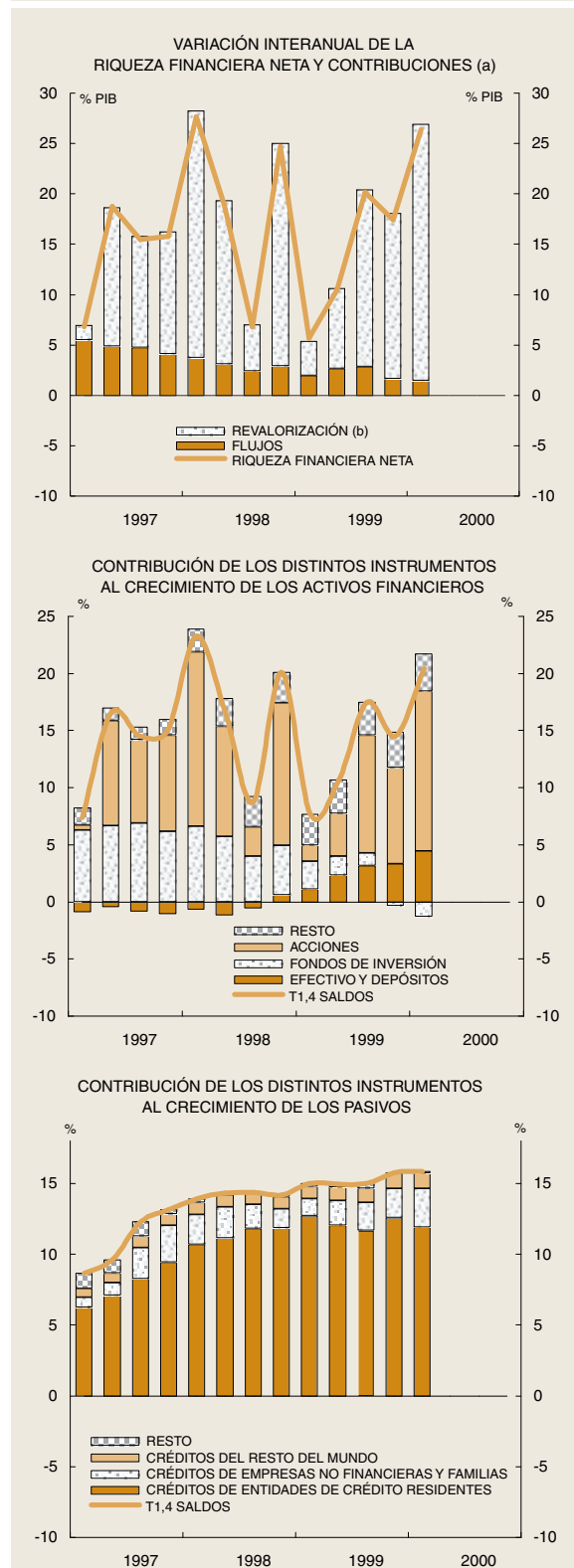
El ahorro financiero de las familias disminuyó moderadamente en el primer trimestre del 2000, tras el notable descenso que tuvo lugar en 1999. En cualquier caso, la tendencia promedio de los últimos trimestres es de una reducción en el volumen de ahorro de este sector, impulsada por un crecimiento del consumo superior al de la renta disponible, así como por el sostenimiento de la inversión en activos reales. Por otro lado, a pesar de las recientes subidas de tipos de interés, las condiciones de financiación continuaron siendo favorables para que las familias mantuvieran un ritmo de adquisición de pasivos elevado. En la medida en que el coste de la financiación bancaria vaya incorporando las subidas de tipos de interés más recientes —tanto en la nueva financiación concedida como en las revisiones del crédito concedido a tipo variable—, es probable que se detecte una moderación del gasto privado y de la demanda de financiación de las familias.

Esta evolución de las operaciones financieras netas de las economías domésticas, junto con una contribución reducida de la revalorización de los activos financieros, moderaron el ritmo de crecimiento de su riqueza financiera en los tres primeros meses del año. Teniendo en cuenta la evolución de los precios en los mercados de renta variable, cabe esperar una nueva ralentización del crecimiento de los activos financieros netos de las familias en el segundo trimestre del 2000.

La expansión de la demanda interna y las favorables condiciones de financiación mantuvieron el crecimiento de los recursos financieros obtenidos por las economías nacionales en

GRÁFICO 24

Familias (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
 (b) Variación del saldo - flujo - variaciones en volumen.

el primer trimestre del año en niveles elevados, en torno al 16 % (véase gráfico 24). La información más reciente sobre el crédito bancario otorgado a familias indica un sostenimiento de este ritmo de expansión en el segundo trimestre del 2000. El destino fundamental de esta financiación continuó siendo la adquisición de vivienda y la compra de bienes de consumo corriente. El crédito para adquisición de bienes de consumo duradero, que es una de las modalidades de crédito más sensibles a las variaciones en el tipo de interés, mantuvo el proceso de desaceleración que se inició a finales de 1999.

El saldo de activos financieros en poder de las familias incrementó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre del 2000 (véase gráfico 24), situándose la tasa interanual en el 20 %. A este crecimiento contribuyó, de forma importante, la revalorización de las acciones acumulada en 1999. Por su parte, el flujo de adquisición de activos resultó acorde con las pautas estacionales, tras el reducido volumen que se observó en el cuarto trimestre de 1999. El valor de las participaciones en fondos de inversión tuvo una contribución negativa al crecimiento de los activos financieros de familias, si bien la desinversión en este tipo de activos se moderó en relación con el trimestre anterior. En el primer trimestre del 2000, la adquisición de activos siguió concentrándose en los depósitos a plazo y, en menor medida, en las aportaciones a planes de pensiones y seguros, si bien la información relativa a estos últimos es aún provisional. Los medios de pago, por su parte, han seguido desacelerándose en la primera mitad del año 2000, ante la elevación en su coste de oportunidad. La información disponible para el segundo trimestre de este año indica una continuación de las tendencias comentadas, con la continuación de un crecimiento elevado de los depósitos a plazo, la desaceleración en los medios de pago y la venta de participaciones en fondos de inversión. Asimismo, el importante volumen de ofertas públicas de suscripción de acciones con tramos minoristas en el segundo trimestre hacen prever un incremento de la cartera de estos valores en las familias.

5.4. Los flujos financieros de las empresas no financieras

El ahorro neto de las empresas no financieras disminuyó en el primer trimestre del año 2000, hasta situarse en $-2,1$ % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Este deterioro refleja la ampliación de la brecha entre la formación bruta de capi-

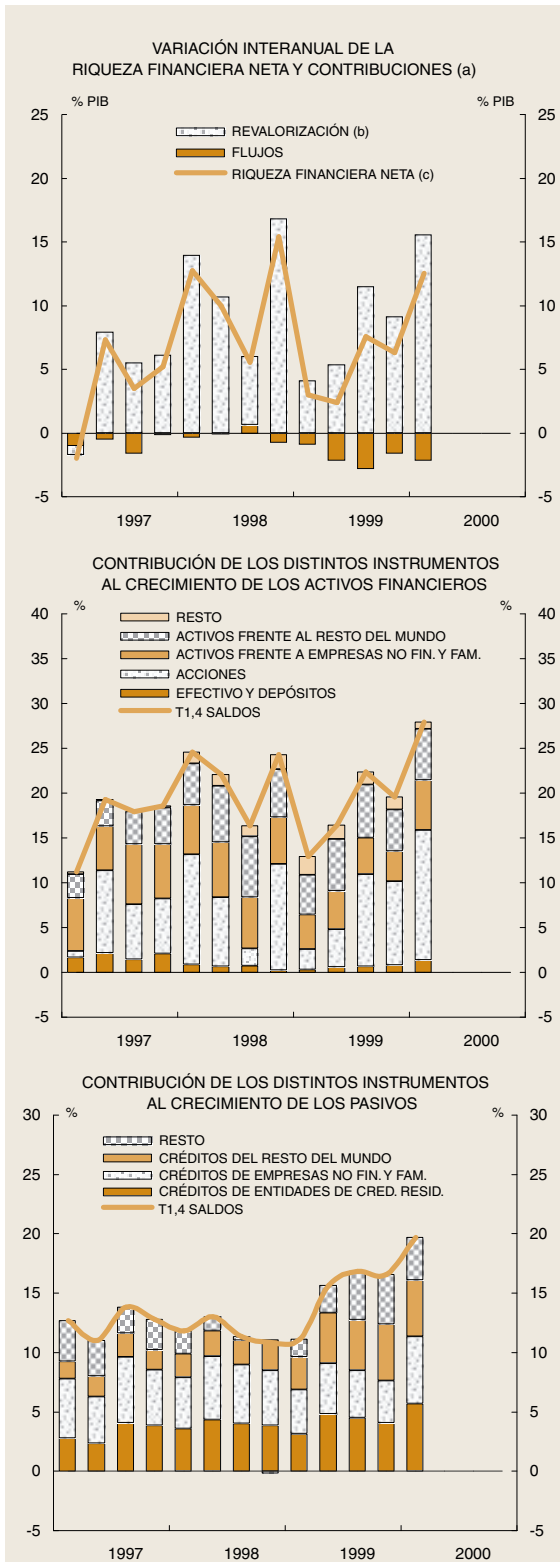
tal y el ahorro bruto, como consecuencia del notable ritmo de avance de la primera. Si además se tiene en cuenta la adquisición de empresas extranjeras por parte de las españolas —y que constituyen equipo capital ya instalado que no se computa en la cuenta de capital de las empresas no financieras—, la brecha, de financiación entre ahorro bruto y formación bruta de capital, en España y en el extranjero, se incrementaría algo más de dos puntos del PIB, en promedio anual durante los dos últimos años.

La financiación de la formación bruta de capital, ampliada con las inversiones en empresas extranjeras, está exigiendo un crecimiento importante de los recursos propios y ajenos de las empresas españolas. Este proceso se ha visto intensificado en el primer trimestre del 2000, en el que el flujo de pasivos se ha incrementado en una cuantía muy superior a la que corresponde de acuerdo con la pauta estacional en estos meses del año. Como ya se ha comentado anteriormente, este comportamiento puede responder a un intento de adelantar la obtención de recursos ante la expectativa de que pudieran endurecerse las condiciones de financiación en el futuro. De esta manera, el agregado formado por la financiación de entidades de crédito residentes, las emisiones de valores de renta fija y los préstamos exteriores creció casi un 24 % en el primer trimestre del 2000, tras haberse mantenido en torno al 21 % en la segunda mitad de 1999. No obstante, a finales del segundo trimestre se observó una disminución en el crecimiento de este agregado, debido, en gran parte, al efecto mecánico sobre la tasa anual de la adquisición de YPF por parte de REPSOL, que dio lugar a un cambio de nivel en el saldo de crédito en junio de 1999. Por otro lado, las empresas no financieras han obtenido aportaciones de fondos de relativa importancia en las ampliaciones de capital que se produjeron durante este segundo trimestre.

En cuanto al destino de la financiación bancaria, la información relativa al primer trimestre del 2000 indica una cierta aceleración en el crédito concedido a las actividades productivas, cuya tasa interanual se situó dos puntos porcentuales por encima de la del cuarto trimestre de 1999. A esta aceleración contribuyeron todos los sectores, excepto la agricultura, que moderó su ritmo de avance. El comportamiento más expansivo fue el de la financiación a la construcción, con un crecimiento interanual del 24 %. Sin embargo, continuaron siendo el sector servicios y la industria, excluida construcción, los que contribuyeron en mayor medida al crecimiento del saldo total de crédito bancario,

GRÁFICO 25

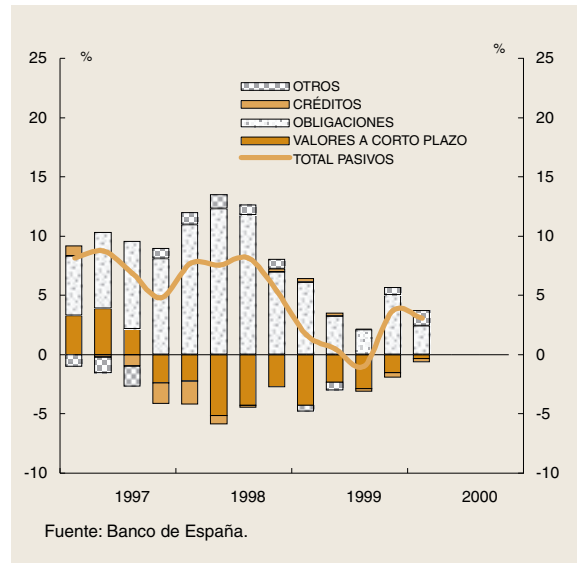
Empresas no financieras (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
 (b) Variación del saldo - flujo - variaciones en volumen.
 (c) No se incluyen las acciones en el pasivo.

GRÁFICO 26

Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas



con unas tasas de crecimiento anual del 13 % y 16 %, respectivamente.

Las empresas no financieras adquirieron un volumen elevado de activos financieros durante el primer trimestre del 2000, que se materializó, fundamentalmente, en activos exteriores y crédito comercial. La inversión en activos exteriores representó, aproximadamente, un 40 % de la adquisición total de activos en este trimestre, siendo el resultado de distintas colocaciones, como adquisición de acciones, préstamos a empresas relacionadas y depósitos. En términos de saldos, los activos exteriores y la cartera de acciones nacionales fueron los que más contribuyeron al crecimiento anual de los activos de empresas (véase gráfico 25) Los medios de pago y otros activos financieros líquidos incrementaron algo su ritmo de avance respecto al trimestre anterior, si bien su aportación al crecimiento del saldo de activos es muy pequeña.

5.5. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

Durante el primer trimestre del 2000, el ahorro financiero de las AAPP acumulado en los últimos cuatro trimestres se ha situado en el -1,1 % del PIB, un valor similar al que tuvo lugar en 1999 (véase cuadro 5). Durante los tres primeros meses del año 2000, el crecimiento de los pasivos de las AAPP se ralentizó, debido, en gran parte, a los pagos por intereses de los bonos y obligaciones del Estado, que se

concentran en estos primeros meses del año (8), compensando las emisiones netas de estos títulos (véase gráfico 26). El volumen de estas fue de 3,5 mm de euros, a pesar de que se produjeron amortizaciones por una cuantía importante en el mes de marzo. Las emisiones netas de valores a corto plazo volvieron a ser negativas en el primer trimestre del 2000, tras las emisiones netas positivas que se produjeron en la segunda mitad de 1999. Los datos de emisiones brutas indican un incremento en la cuantía media de las mismas desde finales de 1999, que parece responder al mayor atractivo de estos títulos para los inversores, en un contexto en el que han prevalecido expectativas de subidas de tipos de interés. Esta evolución de las emisiones ha determinado que la vida media de la deuda del Estado en moneda

(8) De acuerdo con los criterios metodológicos del SEC/95, las *operaciones financieras netas* (flujos) y el saldo de deuda incorporan la cuantía neta de intereses devengados y no pagados y, por tanto, se reducen cuando los intereses se pagan. Véase el artículo en el *Boletín económico* de mayo del 2000 mencionado en la nota 1 a pie de página.

nacional fuera de 5,3 años al finalizar el primer trimestre del 2000, valor similar al de finales de 1999. Finalmente, una gran parte de las necesidades financieras durante el primer trimestre del año fue atendida con cargo a depósitos transferibles, fundamentalmente el depósito en el Banco de España, cuyo saldo disminuyó en casi 6 mm de euros.

La información parcial disponible en relación con el volumen de fondos captados por las AAPP en el segundo trimestre del año indica que las emisiones netas de letras del Tesoro han sido negativas, pero en una cuantía pequeña (-339 millones de euros). En cambio, los valores a largo plazo han alcanzado un volumen de emisiones netas de 1,5 mm de euros, habiéndose producido una amortización por valor de más de 7 mm de euros. En conjunto, la financiación obtenida por el Estado mediante la emisión de valores en el segundo trimestre, inferior a la del primer trimestre en 594 millones de euros, resulta acorde con una progresiva disminución de sus necesidades de financiación.

31.7.2000.

Las finanzas públicas europeas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: algunas cuestiones a debate

Este artículo ha sido elaborado por Juan Luis Díaz del Hoyo, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

La mejora en la situación presupuestaria en la UE, desde mediados de la década de los noventa, y el entorno actual de creciente dinamismo económico han abierto nuevos retos en el diseño y seguimiento de las políticas fiscales de los países miembros. Por una parte, la necesidad de preservar los logros alcanzados en la reducción de los déficit públicos y de promover, a la vez, estrategias de gasto público dirigidas a aumentar la productividad, expandir el potencial de crecimiento y afrontar los problemas derivados del envejecimiento de la población han determinado la adopción de enfoques más cualitativos en el análisis de los objetivos presupuestarios. Por otra parte, numerosos países se están planteando, tras el esfuerzo de consolidación fiscal realizado en los últimos años, importantes modificaciones en sus sistemas impositivos, en gran medida concentradas en los impuestos que gravan las rentas procedentes del factor trabajo, con el fin de reducir la elevada carga fiscal que soportan algunas economías europeas. En resumen, se trata de encontrar los mecanismos que permitan adoptar las medidas estructurales necesarias para mejorar la eficiencia de los sistemas fiscales, sin mermar el objetivo prioritario de saneamiento de las finanzas públicas.

En este contexto, y tras la experiencia acumulada con la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento durante dos años consecutivos, numerosos organismos internacionales se han pronunciado en torno a estas cuestiones. Entre ellos, la Comisión Europea ha publicado recientemente un informe (1), bajo la responsabilidad de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, en el que se avanzan las posibles líneas a seguir para reforzar, en términos operativos, los mecanismos existentes de seguimiento y de evaluación de los compromisos de disciplina presupuestaria de las economías europeas en este nuevo entorno.

En este artículo se analizan estas propuestas. Para ello, en la sección que sigue, se recuerdan de forma somera los elementos principales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y la solución operativa que ha propuesto la Comisión para definir la idoneidad de los objetivos

(1) *Public Finances in EMU-2000*, European Commission, Report of the D.G. for Economic and Financial Affairs, 24 de mayo de 2000, ECFIN/339/00-EN. Disponible en el servidor de Internet de la Comisión Europea, en la dirección http://europa.eu.int/comm/dgs/economy_finance.

de medio plazo y la existencia de desviaciones importantes entre los resultados fiscales y estos objetivos. En el apartado tercero, se comentan las implicaciones que para el seguimiento de los avances realizados, en materia presupuestaria, se derivan de un entorno macroeconómico de fuerte crecimiento y de las propuestas de revisión de los sistemas fiscales. El artículo finaliza con un epígrafe de conclusiones.

2. LA APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Los países firmantes del Tratado de la UE establecieron un conjunto de disposiciones tendentes a asegurar la disciplina fiscal y los procedimientos de coordinación y supervisión multilateral de las políticas económicas instrumentadas, para facilitar la consecución del objetivo de alcanzar un patrón de crecimiento sostenido con estabilidad de precios. En el ámbito presupuestario, el Tratado fijó dos disposiciones básicas para reforzar la credibilidad del compromiso institucional con la puesta en marcha de la UEM. Por una parte, la prohibición a la financiación monetaria de los déficit públicos por el BCE o por los bancos centrales nacionales. Por otra, la norma de que los Estados miembros debían evitar situaciones de déficit excesivos, sobre la base de los valores de referencia establecidos para el déficit y la deuda bruta de las AAPP. Para ello se instauró el denominado *Protocolo de Déficit Excesivo*, en el que se establecía el requerimiento de mantener déficit públicos inferiores al 3 % del PIB y *ratios* de deuda inferiores, o que se aproximasen a un ritmo adecuado, al 60 % del PIB. Este criterio sería uno de los que se utilizarían para determinar los países que integrarían el área del euro en la tercera fase de la UEM (2).

La puesta en marcha de esta tercera fase aconsejó reforzar estas disposiciones para que no se comprometiera el objetivo de estabilidad de precios —una vez que la política monetaria pasaba a decidirse de forma centralizada y las políticas fiscales y de oferta, de forma descentralizada— y de acotar los riesgos de propagación, al conjunto de la Unión, de los efectos

(2) El procedimiento de déficit excesivo se comenzó a aplicar en 1994. Así, el 26 de septiembre de dicho año, el Consejo dictaminó que en diez de los doce Estados miembros (entre ellos España), en aquella fecha, existía una situación de déficit excesivo. El 1 de mayo de 1998, el Consejo dictaminó abrogar su decisión anterior sobre la existencia de un déficit excesivo en España (así como en otros ocho Estados miembros). Véanse los distintos *Informes sobre la Convergencia* elaborados por la Comisión Europea, el IME y por el Banco de España, todos ellos publicados en marzo de 1998.

macroeconómicos que podrían generar los desequilibrios fiscales. Esto se llevó a cabo a través del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (3) que fue aprobado por el Consejo Europeo en junio de 1997. El objetivo principal del Pacto es el de asegurar el compromiso con el proceso de disciplina y de consolidación presupuestaria de forma duradera en la UEM, a través de la adopción de procedimientos que permitan a las instituciones comunitarias efectuar una evaluación regular de las medidas presupuestarias programadas y de los resultados obtenidos en materia fiscal, con el objeto de detectar y corregir a tiempo las desviaciones que pudieran aparecer respecto a los objetivos establecidos (4).

Los Programas de Estabilidad (en el caso de los países del euro) o de Convergencia (para el resto de los países de la Comunidad) son una pieza fundamental en el proceso de supervisión y seguimiento de las posiciones fiscales por las instituciones comunitarias. Estos se preparan con frecuencia anual y en ellos se presentan las medidas que quieren instrumentar los países miembros y los objetivos fiscales de déficit y deuda pública de medio plazo. La primera generación de programas fue presentada por los distintos países entre finales de 1998 y comienzos de 1999; su actualización y los dictámenes correspondientes por el Consejo se han realizado en los primeros meses de 2000.

La disposición principal del Pacto es el compromiso adquirido por los países miembros de *respetar el objetivo presupuestario a medio plazo establecido en sus programas de estabilidad o convergencia consistente en conseguir situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit*. Este objetivo *permitirá a todos los Estados miembros hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, sin que el déficit público sobrepase el valor de referencia del 3 % del PIB*. Esta disposición se constituyó en uno de los elementos claves en la elaboración de los Programas de Estabilidad y en la evaluación por parte de las instituciones comunitarias

(3) El Pacto está compuesto por la *Resolución del Consejo Europeo de Amsterdam, 17 de junio de 1997*, que contiene el compromiso político, y por dos Reglamentos del Consejo ECOFIN. El *Reglamento 1466/97, de 7 de julio de 1997, para reforzar la supervisión de las posiciones presupuestarias, y la supervisión y coordinación de las políticas económicas*, que contiene principalmente los elementos preventivos, y el *Reglamento 1467/97, de 7 de julio de 1997, para acelerar y clarificar la aplicación del procedimiento de déficit excesivo*, que contiene los elementos disuasorios.

(4) Un análisis pormenorizado del procedimiento, así como de la regulación del Pacto y de otras disposiciones presupuestarias del Tratado, se encuentra en el *Boletín Mensual del BCE*, de mayo de 1999 (la *aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento*, pp. 51-84).

CUADRO 1

Estimación del saldo presupuestario de referencia mínimo calculado para España por la Comisión Europea para la evaluación de los Programas de Estabilidad

	Estimaciones anteriores (a)	Estimaciones nuevas (b)
1. <i>Output gap</i> medio considerado (c)	-4,3	-4,1
2. Sensibilidad del presupuesto español al ciclo (d)	0,6	0,4
3. Margen de seguridad al ciclo (=1 * 2) (e)	-2,6	-1,6
4. Saldo de referencia	-3,0	-3,0
5. Saldo mínimo de referencia ajustado del ciclo (=4 - 3) (f)	-0,4	-1,4
6. Margen adicional por factores imprevistos (g)	—	0,6
7. Saldo mínimo de referencia ajustado del ciclo y factores imprevistos (=5 + 6)	—	-0,8
8. Margen adicional por envejecimiento de la población (h)	—	—

Fuente: Comisión Europea.

- (a) Calculadas según cifras del período 1960-1997.
- (b) Revisión cálculos para el período 1960-1999.
- (c) Media entre el menor y el mayor *output gap*, para el correspondiente período considerado, entre los tres siguientes valores:
 - i. Menor *output gap* en España.
 - ii. Media no ponderada de los menores *output gap* entre los distintos Estados miembros.
 - iii. Volatilidad media *output gap* en España (dos veces su desviación típica).
- (d) Según método de la Comisión. Estimaciones basadas en cálculos de la OCDE.
- (e) Indica el saldo cíclico (déficit, si es negativo) que se obtendría ante un súbito deterioro de las condiciones cíclicas (medidas por el *output gap*) desde una hipotética posición de equilibrio.
- (f) Saldo mínimo (déficit máximo) estructural que España podría registrar para que, ante una recesión (según *output gap* negativo calculado), el déficit no sobrepase el umbral del 3%.
- (g) Según cálculos orientativos de la Comisión.
- (h) Solo se ejemplifican los menores pagos por intereses que produciría el mantenimiento de un saldo que mejore el valor mínimo de referencia en un punto porcentual del PIB.

de su grado de cumplimiento. Por su parte, esta valoración se realiza teniendo en cuenta tres criterios básicos: la factibilidad de los objetivos de medio plazo propuestos y de la senda de aproximación a los mismos con los supuestos macroeconómicos que subyacen a las proyecciones fiscales y las medidas anunciadas; la coherencia de los objetivos de medio plazo con la cláusula de posición presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit, y la existencia de desviaciones importantes entre los resultados fiscales y los objetivos de medio plazo.

Para contrastar estos dos últimos puntos parecía conveniente contar con una definición cuantitativa de lo que se entiende por una posición presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit. Sin embargo, esta no es una tarea fácil y no ha estado exenta de controversia, encontrándose en la actualidad sujeta a discusión en distintos foros. No obstante, con el fin de dar contenido operativo a esta cláusula, los servicios de la Comisión han estimado lo que denominan saldos *mínimos de referencia* para cada país, que han sido utilizados con carácter orientativo en la evaluación de los programas de estabilidad presentados hasta ahora (5). Estos

(5) Previamente hubo que resolver otros muchos aspectos prácticos sobre la aplicación del Pacto. Véase el dictamen del Comité Monetario sobre el contenido y formato de los programas de estabilidad y convergencia, documen-

tos saldos mínimos de referencia deben entenderse como los niveles de déficit máximos para cada país que permiten que, en una situación cíclica adversa, no se supere el umbral del 3 % para el déficit público. Es importante destacar, además, que son saldos ajustados del ciclo económico. El cuadro 1 trata de explicar su complejo mecanismo de cálculo y pone de manifiesto también el carácter mecanicista de estas estimaciones. De hecho, uno de los parámetros decisivos es la estimación de la sensibilidad de las posiciones presupuestarias de los distintos países al ciclo, que según los datos originales de la Comisión (6) (basados en un estudio de la OCDE) era del 0,6 % respecto al *output gap* en el caso de la economía española. La revisión por parte de la OCDE de sus estimaciones (7) ha llevado a la Comisión a

to MC/II/482, de 16 de septiembre de 1998, aprobado por el Consejo ECOFIN en su reunión de 12 de octubre de 1998 en Luxemburgo. Este documento fue publicado como un anexo a las conclusiones del Consejo.

(6) Véanse Comisión Europea (1995), *Technical note: the Commission services' method for the cyclical adjustment of government budget balances*, European Economy, No. 60, noviembre,

(7) Véase Van den Noord, P. (2000), *The size and role of automatic fiscal stabilizers in the 1990s and beyond*, OECD Economics Department, Working Papers No. 230 (enero). Puede consultarse también el resumen, de carácter no técnico, publicado en el Cap. IV del *OECD Economic Outlook N. 66*, 1999, pp. 137-149.

rehacer sus cálculos, que se han presentado a la opinión pública por primera vez en el Informe de Finanzas Públicas. Es importante resaltar que, en cualquier caso, no existe un único método aceptado para la estimación de saldos ajustados del ciclo, siendo este un elemento analítico que está continuamente sujeto a revisión metodológica (8) y que complica, adicionalmente, la utilización de este procedimiento. Para España, la revisión ha supuesto una reducción de la elasticidad estimada respecto al *output gap* hasta el 0,4 %, lo que ha llevado el saldo mínimo de referencia hasta el -1,4 % del PIB, menos exigente del que se empleó en la evaluación del Programa de Estabilidad de diciembre de 1998 y de su actualización en enero de 2000, que fue del -0,4 % del PIB.

Es importante señalar que estos valores mínimos tratan de estimar el margen de maniobra necesario para acomodar el efecto del ciclo sobre las cuentas públicas, sin sobrepasar los niveles de referencia para el déficit, pero no incorporan ningún margen adicional para poder afrontar factores imprevistos o los costes adicionales por el previsible envejecimiento de la población. Estos factores imprevistos abarcarían distintos elementos de inestabilidad presupuestaria, tales como los riesgos de una súbita e inesperada caída de los ingresos públicos o de ampliaciones de gasto provenientes, entre otros, de aumentos imprevistos de los tipos de interés. Una estimación orientativa del margen adicional que se necesitaría para tener en cuenta la influencia de estos factores, según el informe de la Comisión, sería, para el caso de España, del 0,6 % del PIB, con lo que el déficit máximo de referencia se reduciría hasta el 0,8 % del PIB. Además, los objetivos presupuestarios de los países deberían incluir, en los próximos años, un margen adicional —que no se cuantifica en el estudio mencionado— para afrontar las presiones presupuestarias que en el futuro puede imponer el previsible envejecimiento de la población. Según este conjunto de estimaciones (9), España cumpliría, desde 1999, la interpretación operativa de un saldo próximo al equilibrio y, desde el año 2000, dispondría de un margen adicional para hacer frente a factores imprevistos.

La evaluación por parte de las instituciones comunitarias de los Programas de Estabilidad requiere también analizar la existencia de desviaciones importantes en los datos efectivos o

(8) Véase Hernández de Cos (1999), *Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo*, Banco de España, *Boletín económico*, marzo.

(9) Según las estimaciones de primavera de la Comisión, España registraría un déficit ajustado del ciclo del 1,1% del PIB en 1999, del 0,8 % en 2000 y del 0,6 % en 2001.

previstos de déficit respecto de los objetivos de medio plazo establecidos en los Programas. Ante la aparición de estas desviaciones, el Consejo puede requerir al Estado miembro correspondiente que adopte las medidas correctoras necesarias (10). Sin embargo, el Pacto no proporciona ninguna guía operativa para valorar la existencia de este tipo de desviaciones, lo que ha tratado de subsanar la Comisión en su Informe de Finanzas Públicas proponiendo una serie de guías para la aplicación de la cláusula correspondiente del Pacto de Estabilidad. Según estas, el análisis de la existencia de divergencias debe realizarse no solo en relación con el objetivo de medio plazo (saldo presupuestario próximo al equilibrio), sino también respecto a la senda de aproximación al mismo. Adicionalmente, el seguimiento por parte de la Comisión debe efectuarse tanto sobre los resultados efectivamente registrados como sobre los previstos. Por último, la valoración de estas divergencias debe tener en cuenta la distancia del saldo presupuestario —en términos estructurales— respecto del objetivo de medio plazo y la distancia entre el umbral del 3 % y el valor del saldo que se considera próximo al equilibrio.

A partir de estas guías, la Comisión propone un procedimiento relativamente complejo para detectar la existencia de divergencias entre las posiciones fiscales y las de medio plazo y, si ese es el caso, para valorar si estas son importantes. Para ello, establece dos criterios cuantitativos, con fines, en principio, puramente ilustrativos. El primero sirve para determinar si un país que todavía no cumple su objetivo presupuestario de medio plazo está próximo o no a su cumplimiento (11). El segundo permite establecer a partir de qué valor se considera que la desviación observada es importante (12).

(10) Artículos 6 y 10 de la Regulación del Consejo número 1466/97.

(11) Para ello, se calcula un cuarto de la diferencia entre el objetivo a medio plazo y el déficit del 3 % (o margen de seguridad). Por ejemplo, en un país cuyo objetivo a medio plazo fuese el equilibrio presupuestario, la aplicación de este criterio daría un déficit estructural del 0,75 % del PIB [=0,25*(3-0)]. Si el saldo estructural estimado por la Comisión para dicho país estuviese por encima de este valor, se catalogaría al país como alejado del cumplimiento de sus objetivos. Nótese que se trata de valorar la proximidad respecto al objetivo a medio plazo del país y no respecto al saldo mínimo de referencia. Véase el recuadro 4 del informe de la Comisión sobre las finanzas públicas europeas.

(12) En este sentido, se considera que toda desviación de los resultados efectivos (tanto en el saldo total como ajustado del ciclo) respecto de los programados superior al 20 % del margen de seguridad sería importante. Por ejemplo, en el caso anterior, una desviación (ya sea en el saldo total o estructural) superior a 0,6 puntos del PIB respecto de los objetivos iniciales [=0,2 * (3-0)] sería catalogada como importante.

La combinación de estos dos criterios permite clasificar a los países en tres grupos: aquellos con posiciones alejadas de sus objetivos de medio plazo, los que no los cumplen pero están próximos a su consecución y los que verifican los requerimientos del Pacto. En el primer caso, según la propuesta de la Comisión, no se permitiría que se produjese ninguna desviación entre los resultados efectivos y los programados. En el segundo, solo se permitiría que el país registrase una desviación nominal, pero siempre que su cuantía no fuese importante, según el segundo criterio. En el tercer caso, podría admitirse que se registrasen temporalmente desviaciones nominales (siempre que el déficit no superase el 3 %), y solo desviaciones estructurales que no fuesen importantes.

3. EL SEGUIMIENTO Y LA SUPERVISIÓN DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD: ALGUNAS CUESTIONES NUEVAS

La Comisión Europea ha planteado dos nuevas cuestiones, en torno a las que centrar el debate sobre la necesidad de mejorar los mecanismos disponibles para el seguimiento y la supervisión de las finanzas públicas en los países miembros. La primera se refiere a cómo deben valorarse los objetivos presupuestarios en un contexto macroeconómico de fuerte crecimiento. La segunda, a la posible introducción de principios-guía para analizar el contenido y la idoneidad de los programas de recortes de impuestos. La discusión de estas cuestiones, y sus implicaciones operativas desde el punto de vista de la valoración de las finanzas públicas europeas, se realiza a continuación.

3.1. La valoración de los objetivos en un contexto de fuerte crecimiento

Tras el comienzo de la tercera etapa de la UEM, los países que accedieron a la formación del área del euro continuaron el ajuste de sus posiciones presupuestarias. De hecho, la reducción del déficit público para el conjunto de estas economías, en 1999, fue superior a la prevista inicialmente. No obstante, tal y como señala el BCE en su boletín económico de junio, cuando la evolución de las magnitudes fiscales se ajusta teniendo en cuenta el efecto de la evolución cíclica se detecta una cierta moderación en el ritmo de consolidación fiscal en 1999 respecto a años anteriores, que se podría tornar, a la vista de las previsiones existentes de creciente dinamismo económico (13), en

(13) Según las últimas previsiones de la OCDE (*Economic Outlook N. 67*, de mayo de 2000), las economías del

una ligera relajación del esfuerzo fiscal (14) en el año 2000.

En este marco, existe el riesgo de que los objetivos presupuestarios establecidos en los Programas se queden obsoletos y de que su mero cumplimiento implique políticas fiscales más holgadas que las inicialmente previstas. Para limitar la aparición de estos riesgos existe un consenso creciente entre las distintas instituciones europeas, así como en los Estados miembros, en torno a que, hasta que no se cumplan los requerimientos del Tratado sobre la consolidación presupuestaria, el exceso de recaudación procedente del mayor dinamismo de la actividad (y el ahorro por la disminución de las prestaciones por desempleo, principalmente) debe destinarse, al menos en parte, a reducir las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas con mayor intensidad de lo que se hubiese programado inicialmente.

En este contexto deben enmarcarse los compromisos adquiridos por los Estados miembros tras la adopción de las Orientaciones Generales de Política Económica, el pasado 19 de junio (15). Según estas, los países se comprometen a acelerar el proceso de consolidación fiscal, aprovechando el mayor ritmo de crecimiento económico, para alcanzar posiciones presupuestarias más ambiciosas a las establecidas en los programas, y a anticipar la fecha de consecución de *posiciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit*, como regla general, al año 2001. En este sentido, las autoridades españolas han declarado recientemente su propósito de situar el déficit público en el 0,4 % del PIB este año, frente al 0,8 % del PIB programado inicialmente (16), y de antici-

área del euro podrían acelerar este año su ritmo de crecimiento real hasta alcanzar una tasa del 3,5 %, frente a un 2,3 % en 1999. Igualmente, la Comisión Europea, en marzo, estimó un crecimiento del 3,4 % para el área euro (cuando en octubre del pasado año estimaba dicha tasa en el 2,9 %).

(14) Es lo que la OCDE denominó *fatiga de Maastricht*. Véase el informe de la OCDE (2000), *EMU One Year On*, febrero.

(15) Véase *Commission Recommendation for the 2000 Broad Guidelines of the Economic Policies of the Member States and the Community*, 11 de abril de 2000, EC-FIN/209/00-EN, disponible en Internet, en el servidor de la Comisión Europea. Debe tenerse en cuenta que se trata de las recomendaciones de la Comisión. De acuerdo con estas recomendaciones, el Consejo ECOFIN, previa consulta al Comité Económico y Financiero y al Comité de Política Económica, aprobó, el 5 de junio, las Orientaciones Generales de Política Económica de los Estados miembros y de la Comunidad, que finalmente se aprobaron en el Consejo Europeo del 19 de junio.

(16) Las previsiones de primavera de la Comisión sitúan el déficit público español, este año, en el 0,7 % del PIB (crecimiento estimado del PIB real del 3,8 %). Las previsiones recientemente publicadas por la OCDE reducen su estimación de déficit público, en España, hasta el 0,5 % del PIB, aunque con un crecimiento sustancialmente mayor

par el objetivo de un saldo equilibrado al próximo año, en vez de en el año 2002, como figura en el Programa de Estabilidad español.

En todo caso, a pesar de la rápida respuesta del Consejo de la UE a estos retos, la experiencia acumulada tras la aplicación del Pacto de Estabilidad muestra la existencia de algunas deficiencias operativas que deben resolverse. Como señala la OCDE en su informe sobre el funcionamiento de la UEM «es preciso asegurar que la información presupuestaria contenida en los programas esté actualizada, suficientemente detallada y basada en patrones comunes. Es también prudente basar las proyecciones fiscales en un escenario macroeconómico razonablemente cauto pero realista. Sin embargo, no se debería permitir que un exceso de prudencia sea un pretexto para esconder una falta de ambición».

También la Comisión, en el Informe de las Finanzas Públicas mencionado, propone que para evaluar adecuadamente el grado de ambición y de cumplimiento de los objetivos programados debe tenerse en cuenta el entorno macroeconómico y, en particular, la incidencia del ciclo sobre los resultados obtenidos. La Comisión aboga asimismo porque los escenarios macroeconómicos no sean excesivamente cautos. La implicación operativa de esta recomendación podría ser la introducción de algún procedimiento que permitiera, en el espacio de tiempo que transcurre desde el momento de la presentación de los Programas hasta el de su análisis y valoración por las instituciones comunitarias, actualizar los objetivos presupuestarios de los países con cifras de crecimiento y de tipos de interés más acordes con las últimas estimaciones disponibles. Ello permitiría obviar el problema que supone valorar los Programas que se basan en escenarios macroeconómicos o financieros excesivamente cautos o desfasados (17.).

3.2. La valoración de los objetivos de reducción de la presión fiscal

Tras varios años de consolidación fiscal, los países europeos se están planteando proceder a revisar sus sistemas impositivos con el fin de reducir las distorsiones que la elevada carga

fiscal impone sobre la asignación de los recursos productivos (18). En este sentido, numerosos gobiernos aprobaron, en 1999, importantes recortes en la imposición directa y en las cotizaciones a la Seguridad Social y han anunciado nuevas acciones en esta dirección para el año 2000. Existe un amplio consenso en los distintos organismos internacionales sobre la conveniencia de revisar los sistemas fiscales existentes, pero se plantean algunas dudas en torno a la secuencia temporal más adecuada y a su coherencia con el objetivo de mantener unas finanzas públicas saneadas en la UEM.

En este sentido, el riesgo principal proviene de que en un entorno macroeconómico como el actual, de fuerte dinamismo de la actividad, el recorte de impuestos puede introducir un impulso adicional a la demanda agregada, tanto mayor cuanto menor sea la disminución discrecional del gasto público que lo acompañe. La política fiscal podría adoptar así un tono procíclico, lo que podría entrar en conflicto con los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En relación con esta cuestión, el reto es, por tanto, encontrar el equilibrio entre la necesidad de disminuir la carga fiscal en las principales economías europeas y de proseguir con la reducción de sus necesidades de financiación. En términos generales, esto implica que las decisiones para modificar la presión fiscal no deberían apoyarse en consideraciones cíclicas, sino sustentarse en el objetivo de mejorar la eficiencia a largo plazo de los sistemas económicos y de aumentar su potencial de crecimiento.

Basados en estos principios, la Comisión Europea propone una serie de criterios homogéneos con los que evaluar de forma rigurosa los planes de reducción de la presión fiscal que elaboren los Estados miembros, y su compatibilidad con el objetivo de reducción del déficit público a medio plazo establecido por el Pacto de Estabilidad. Estos cuatro criterios pueden resumirse en los siguientes puntos: *a) los Estados miembros deben respetar la regla de proximidad al equilibrio; b) los recortes de impuestos no deben ser pro-cíclicos; c) deben tenerse en cuenta el nivel de deuda pública y la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, y d) las reducciones de impuestos deben formar parte de un amplio conjunto de reformas.*

(4,3 %). Las autoridades españolas han revisado su previsión oficial de crecimiento, para este año, desde el 3,7 % hasta el 4 %.

(17) Nótese que el análisis se complica cuando, adicionalmente, se producen también revisiones de las cifras pasadas de saldos presupuestarios y de crecimiento del producto (así como de su composición), un hecho bastante habitual.

(18) Sobre los distintos indicadores disponibles de brecha fiscal, véase el trabajo de Martínez-Mongay, C. (2000), *Effective Tax Rates Based on AMECO Data. Updating of March 2000*, European Commission. Un resumen de los resultados de estos indicadores, según los últimos datos disponibles, se encuentra en el apartado 4 (*focus on taxation*) del citado informe sobre las finanzas públicas de la Comisión.

La aceptación de estos criterios podría tener importantes implicaciones sobre las decisiones de política fiscal de los países. Según el primer criterio, los Estados miembros deben atenerse a la ya mencionada cláusula del Pacto de *alcanzar una posición presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit*. Ello supondría, según la Comisión, que si este no fuera el caso, todo recorte de impuestos debería compensarse con una reducción del gasto que garantice el cumplimiento del objetivo de medio plazo. Esta recomendación ha sido realizada también por la OCDE y por el BCE, en su boletín mensual de junio. Igualmente, según el segundo criterio, si los recortes impositivos se producen en situaciones caracterizadas por un fuerte crecimiento económico, estos deberán compensarse también con recortes del gasto, que anulen cualquier relajación de la política fiscal que implique un impulso expansivo adicional. En tercer lugar, la programación de recortes de impuestos deberá tener en cuenta la posible existencia de altos niveles de deuda pública y las necesidades financieras adicionales que imponga el envejecimiento de la población. Por último, las reducciones de impuestos deben enmarcarse dentro de un amplio conjunto de medidas estructurales, de tal forma que se tengan en cuenta sus implicaciones sobre el funcionamiento del mercado de trabajo o de los sistemas de protección social. Sobre este último punto se ha pronunciado en la misma dirección el BCE, en su boletín mensual de junio.

4. CONCLUSIONES

En este trabajo se han descrito algunas iniciativas que se han puesto en marcha para adecuar los procedimientos disponibles de evaluación de las finanzas públicas en la UEM a un

entorno de déficit públicos reducidos y de creciente dinamismo de la actividad económica. En este sentido, existe un amplio consenso entre los organismos internacionales y los países miembros en torno a la necesidad de acelerar la eliminación de los déficit públicos todavía existentes, de manera que se alcancen los objetivos presupuestarios del Pacto cuanto antes, y de que las reformas impositivas se diseñen de modo que no comprometan el saneamiento de las finanzas públicas y contribuyan a mejorar la eficiencia del aparato productivo de las economías europeas.

Con respecto a las propuestas realizadas por la Comisión Europea para mejorar la evaluación y supervisión del comportamiento de las finanzas públicas europeas, hay que destacar la dificultad que entraña, en términos operativos, la valoración homogénea de la idoneidad de los objetivos de medio plazo y de la senda de aproximación a los mismos, en un contexto de fuerte crecimiento económico. Ello justifica que las distintas estimaciones de déficit ajustados del ciclo o de valores mínimos de referencia tengan que ser, como hasta ahora, interpretadas con suma cautela —dados los problemas que plantea su cálculo—, y, por lo tanto, con relativa flexibilidad. Flexibilidad cabe demandar, también, a la hora de estudiar la adecuación de los planes de los países para reducir la presión fiscal de sus respectivos sistemas. Los criterios o principios enunciados deberían únicamente *guiar* tanto a los Estados miembros como a la Comisión y, en ningún caso, se deberían dotar de contenido cuantitativo y, por tanto, rígido a unos principios orientativos. El contenido operativo del análisis de las denominadas *desviaciones importantes* plantea también importantes problemas técnicos.

3.7.2000.

Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1999

1. INTRODUCCIÓN

El ejercicio 1999 ha sido el primero en el que las sociedades de garantía recíproca (SGR) han concluido el proceso de adaptación, iniciado a finales de 1996, a la normativa aplicable a las entidades de crédito, en especial en lo referente a la evaluación y cobertura del riesgo específico de sus operaciones, la valoración de los activos adjudicados en pago de deudas y, en general, todos los aspectos contables del riesgo de insolvencia⁽¹⁾, sin merma del respeto a sus características mutualista y de la naturaleza específica de sus operaciones.

El presente análisis y los cuadros que lo acompañan se refieren a la información agregada de las veintiuna sociedades activas existentes a fin del año 1999 (2), si bien en el Registro Oficial del Banco de España figuran dos más que están en proceso de liquidación, desde hace años. En el último ejercicio no se ha producido ningún cambio efectivo en la composición del sector, pues solo se ha dado la baja definitiva a una SGR largo tiempo inactiva.

Estas entidades son sociedades de carácter mutualista y por lo tanto de capital variable, impulsadas y respaldadas por la Administración Pública a través de las Comunidades Autónomas (CCAA), como socios protectores, y de la compañía estatal CERSA, que asume el reafianzamiento sin coste del 50 % de todas las operaciones, siempre que el riesgo se mantenga dentro de ciertos límites (3). En algunas CCAA (Euskadi, Galicia, Comunidad Valencia-

(1) EL Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre, reguló el régimen de autorización administrativa y los requisitos de solvencia de estas sociedades. En cumplimiento de lo establecido en su artículo 4, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 12 de febrero de 1998, desarrolló las normas especiales para la elaboración, documentación y presentación de la información contable.

(2) Las SGR realizaron una estimación de sus balances y cuentas de pérdidas y ganancias correspondientes a 31 de diciembre de 1997, de acuerdo con los mismos criterios y modelos de la Orden, a efectos estadísticos. Existen problemas de continuidad en la información contable de años anteriores, pero no en la referida a los tres últimos.

(3) A 31.12.99, la Compañía Española de Reafianzamiento, S. A. (CERSA) tenía un capital desembolsado de 39,1 millones de euros, que estaba mayoritariamente en manos del Estado, directamente el 63,33 % y a través del ICO el 27,44 %, y en el que también participan las 21 SGR en activo, que se reparten el 4,74 %. CERSA reasegura gratuitamente la mitad del riesgo contraído por cada SGR, siempre que el volumen de los fallidos netos y de las provisiones cumplan determinados requerimientos y remitan la información correcta sobre cada riesgo asumido. La reaseguradora tiene la facultad de comprobar e inspeccionar cada una de las operaciones, así como la situación de las SGR, proponiendo las medidas de corrección que estime necesarias y, si estas no fueran suficientemente atendidas, rechazar nuevas operaciones e, incluso, rescindir el contrato.

CUADRO 1

**Sociedades de garantía recíproca
Estructura del capital (% del capital desembolsado)**

	1995	1996	1997	1998	1999
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Socios protectores	52,3	51,5	50,9	48,6	47,9
Sector público	41,1	40,6	36,4	33,5	31,0
Comunidades Autónomas	36,0	35,7	32,4	29,6	27,4
IMPI y Patrimonio del Estado	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Administraciones Locales	4,9	4,7	3,9	3,8	3,5
Entidades privadas	11,3	10,9	14,5	15,1	16,9
Entidades financieras	7,7	7,4	10,3	11,2	12,7
De las que: Cajas de ahorros	7,0	6,7	8,9	8,8	10,0
Asociaciones empresariales y otros	3,6	3,5	4,2	3,9	4,2
Socios partícipes	47,7	48,5	49,1	51,4	52,1
PRO MEMORIA:					
Capital medio en euros por:					
Socio protector	77.711	79.974	78.592	78.456	83.868
Socio partícipe	1.100	1.118	1.069	1.078	1.133
Número medio de socios por SGR:					
Protectores	34	33	32	32	32
Partícipes	2.203	2.253	2.270	2.427	2.598
Número total de socios	40.262	43.441	48.342	51.649	55.244

Fuente: CEGGAR.

na,...) se ha puesto en marcha un mecanismo complementario de reafianzamiento (4).

El riesgo vivo total asumido por las SGR a 31.12.99 ascendió a 1.952 millones de euros —equivalentes a 347.785 millones de pesetas—, la parte más sustancial del mismo, 1.737 millones de euros, tenía su origen en operaciones de aval o garantía con sus socios partícipes, lo que representaba el 0,4 % del crédito total de las entidades de crédito, en el mercado interior, a otros sectores residentes y casi el 1,4 % de sus pasivos contingentes, frente al 1,6 % del año anterior. El margen de explotación ha crecido con fuerza (14 %), alcanzando 10,9 millones de euros, pero sigue existiendo una notable dispersión de resultados, también de actividad, de unas SGR a otras.

2. ESTRUCTURA DEL CAPITAL. IMPORTANCIA DEL PROTECTORADO PÚBLICO (5)

A 31 de diciembre de 1999, el capital desembolsado por las SGR ascendía a 118,7 millones

(4) CERSA limita el nivel máximo de reafianzamiento global de cualquier riesgo, de forma que la entidad correspondiente retenga un riesgo mínimo significativo (25 %).

(5) La información utilizada en este apartado procede, en parte, de la asociación sectorial, CEGGAR.

de euros. En ese año, los socios partícipes mantuvieron la mayoría (52 %), reforzándola ligeramente, en detrimento de los socios protectores, que siguen cediendo protagonismo a aquellos, como consecuencia del continuado proceso de consolidación de las SGR (cuadro 1). No obstante, los socios protectores de siete sociedades han reforzado en el año sus posiciones, en casi todos los casos, de socios mayoritarios.

Téngase en cuenta que existen situaciones muy dispares; así, en la mayoría de las SGR, catorce, los socios protectores son mayoritarios y los partícipes representan solo un tercio del capital desembolsado conjunto, mientras que en las siete restantes SGR son mayoritarios los socios partícipes, que aportan el 71 % del capital desembolsado conjunto. Este segundo grupo de SGR está formado, principalmente, por las sociedades de mayor tamaño y las dos que pertenecen a agrupaciones sectoriales que operan en toda España.

La aportación de capital medio de los 54.560 socios partícipes se ha elevado a 1.133 euros, con un ligero deslizamiento al alza en los dos últimos años. La base societaria de las SGR ha aumentado de forma continuada; actualmente, el número medio de partícipes por entidad alcanza casi los 2.600, con un discreto crecimiento promedio próximo al 5 % en cada uno de los últimos cinco años.

CUADRO 2

Sociedades de garantía recíproca
Actividad

Miles de euros y %

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Riesgo vivo por avales y garantías	991.435	100	26,3	1.139.861	100	15,0	1.434.360	100	25,8	1.736.929	100	21,1
AVALES:												
Solicitados	824.180	83	14,3	842.027	74	2,2	1.074.906	75	27,7	1.148.079	66	6,8
Concedidos	584.465	59	8,1	622.162	55	6,4	835.684	58	34,3	893.477	51	6,9
% sobre solicitado	70,9			73,9			77,7			77,8		
Formalizados	537.256	54	32,2	567.318	50	5,6	749.998	52	32,2	824.698	47	10,0
Créditos y otros aplazamientos												
Técnicos							475.119	33		514.543	30	8,3
% sobre concedido	91,9			91,2			89,7	19		310.155	18	12,8
Reavales formalizados	172.774	17	37,4	301.853	26	74,7	330.730	23	9,6	388.803	22	17,6
% sobre avales formalizados	32,2			53,2			44,1			47,1		
AVAL MEDIO:												
Solicitados	91,7			86,9			83,4			87,3		
Concedidos	84,2			76,0			76,3			80,3		
Formalizados	19,4			19,1			21,7			24,4		
Créditos y otros aplazamientos												
Técnicos							90,2			93,4		
							9,4			10,9		
Plazo medio avales concedidos (meses)	73			74			102			107		

Fuente: Banco de España.

El número medio de socios protectores por SGR se ha estabilizado en 32, con un capital medio aportado que ha crecido hasta situarse en los 83.868 euros. Las Comunidades Autónomas son el socio protector y promotor fundamental, aportando directamente el 27,4 % del capital, mientras que las cajas de ahorros y, en algunos casos, las entidades locales realizan una función de acompañamiento que significa en conjunto casi un 14 %. Una multitud de entidades privadas relevantes en el área de actuación de cada SGR se reparten un modesto 4 %, que, en ocasiones, han recibido subvenciones públicas. Las aportaciones de los socios protectores públicos al capital (31 %) mantienen una clara tendencia decreciente, habiendo cedido en los cuatro últimos años unos 10 puntos porcentuales (pp), mientras que las cajas de ahorros han aumentado 3 pp; la banca, 2,4 pp, y los partícipes, 4,4 pp.

3. ACTIVIDAD Y CONCENTRACIÓN DE LAS S.G.R.

El riesgo vivo, generado por la prestación de avales y garantías de las SGR a sus socios, alcanzó los 1.737 millones de euros, a finales de 1999, con un crecimiento anual del 21 %, inferior al del año precedente en 5 pp (cuadro 2). Dicha evolución ha sido relativamente homogénea, pues prácticamente todas las entidades han crecido por encima del 15 % anual y solo una, en saneamiento, ha retrocedido.

La demanda de avales a las SGR en 1999 (1.148 millones de euros) ha sido superior a la del año anterior en un 7 % y fue atendida en una buena proporción (78 %) mediante las concesiones efectuadas, que alcanzaron los 893 millones de euros, creciendo en la misma proporción que aquella. Las cifras de las formalizaciones, y su evolución, ponen de manifiesto que no son estrictamente comparables con las de las concesiones, pues estas se refieren a los límites autorizados, mientras que aquellas se fraccionan posteriormente según su utilización, con una rotación, en muchos casos, inferior al año. Esta operativa es la normal en operaciones de aval técnico y de circulante, y obliga a observar con cautela las cifras que figuran en el cuadro 2, en especial las referidas al tamaño medio de las formalizaciones y a los vencimientos medios (6).

El tamaño medio de los avales concedidos es de solo 80.300 euros (algo más de 13 millones de pesetas), lo que es coherente con el tipo de clientela de las SGR (PYMES). El tamaño medio de los formalizados totales es irrelevante, ya que pierde significado al mezclar dos tipos de operación tan distintos como son las

(6) Normalmente, los límites de aval y los avales técnicos son operaciones con vencimiento indeterminado, pero en las estadísticas de las entidades, al no separarlos, son tratados como operaciones de largo plazo, lo que invalida en buena medida la información disponible.

CUADRO 3

Sociedades de garantía recíproca
Riesgo vivo por avales y garantías: distribución

Miles de euros y %

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Riesgo vivo por avales y garantías	991.435	100	26,3	1.139.861	100	15,0	1.434.360	100	25,8	1.736.929	100	21,1
SECTORIAL:												
Sector primario	25.452	3	-1,6	26.629	2	4,6	34.204	2	28,4	43.895	3	28,3
Sector industrial	365.627	37	30,1	420.028	37	14,9	527.958	37	25,7	592.826	34	12,3
Sector construcción	148.900	15	38,1	175.604	15	17,9	217.629	15	23,9	276.102	16	26,9
Sector terciario	451.456	46	21,9	517.219	45	14,6	654.577	46	26,6	824.106	47	25,9
PRESTAMISTAS:												
Banca privada	275.354	28	31,0	332.581	29	20,8	412.024	29	23,9	467.025	27	13,3
Cajas de ahorros	365.976	37	20,3	404.488	35	10,5	512.530	36	26,7	639.365	37	24,7
Cooperativas de crédito	51.970	5	22,4	65.380	6	25,8	80.187	6	22,6	100.480	6	25,3
Otras entidades financieras	102.442	10	15,3	161.954	14	58,1	12.260	1	-92,4	10.586	1	-13,7
De las que: EFC							5.181	—		5.022	—	-3,1
Proveedores y otros	195.696	20	40,7	175.076	15	-10,5	417.343	29	138,4	519.476	30	24,5
De los que: AAPP							285.228	20		354.652	20	24,3
GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS:												
Real	297.623	30	19,5	340.028	30	14,2	426.307	30	25,4	565.107	33	32,6
De la que: hipotecaria							394.861	28		514.961	30	30,4
Personal	484.921	49	26,9	543.485	48	12,1	639.135	45	17,6	731.851	42	14,5
Sin garantía	208.895	21	35,8	255.975	22	22,5	368.907	26	44,1	439.970	25	19,3
NATURALEZA DE OPERACIÓN GARANTIZADA:												
Crédito y otros aplazamientos							1.066.495	74		1.266.754	73	18,8
Avales técnicos							358.275	25		459.661	26	28,3
Vivienda							86.852	6		104.000	6	19,7
Contrat. y concurr. (AAPP)							181.128	13		223.789	13	23,6
Otros ante AAPP							90.296	6		131.873	8	46,0
Otras obligaciones							9.586	1		10.513	1	9,7

Fuente: Banco de España.

formalizaciones de avales de crédito y otros aplazamientos de pagos, cuyo tamaño medio es de unos 93.400 euros, con los avales técnicos, en los que se realizan formalizaciones sucesivas por un importe medio de 10.900 euros, contra un mismo límite por titular, siempre y cuando exista margen disponible.

La concentración del sector es importante, puesto que, a 31 de diciembre de 1999, las tres entidades mayores representaban el 62 % del riesgo vivo y de las operaciones realizadas en el año, mientras que las once menores no alcanzaban el 10 % en ninguno de ambos conceptos. Ello supone que el uso de la garantía mutua no es uniforme en toda España, dado, además, que todas las Comunidades Autónomas disponen de al menos una SGR, excepto Cataluña y Castilla la Mancha que no tienen ninguna, y solo hay dos SGR sectoriales, una del transporte y otra del sector del juego y ocio, que operan en todo el territorio español.

4. EL RIESGO VIVO. COMPOSICIÓN Y DISTRIBUCIÓN

Los datos sobre la distribución del riesgo vivo según el sector de actividad al que pertenezca el demandante del aval, el tipo de prestamista del crédito avalado o de aceptante de la fianza prestada, las garantías complementarias exigidas al avalado y la naturaleza financiera de la operación garantizada se muestran en el cuadro 3.

En 1999 las SGR crecieron con fuerza en los sectores de actividad primaria (28 %), construcción (27 %) y terciario (26 %), y de forma más moderada en el sector industrial (12 %); a pesar de ello, los sectores terciario (47 %) e industrial (34 %) siguen representando el grueso de la clientela de las SGR, seguidos muy de lejos por la construcción, que mantiene un significativo 16 % del total.

Los avales financieros propiamente dichos, aquellos otorgados para cubrir el buen fin de la

Sociedades de garantía recíproca
Balance

CUADRO 4

Miles de euros y %

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Activos interbancarios	12.897	6	4,3	27.119	11	110,3	31.686	13	16,8	33.285	12	5,0
Activos dudosos	70.963	31	-8,5	67.308	27	-5,2	38.433	16	-42,9	32.733	12	-14,8
Cartera valores neta	100.257	44	17,5	111.365	45	11,1	133.719	55	20,1	169.788	61	27,0
<i>Renta fija neta</i>	97.846	43	16,6	101.690	41	3,9	117.253	48	15,3	151.147	55	28,9
<i>De la que: AAPP</i>	61.708	27	14,2	76.766	31	24,4	90.044	37	17,3	107.441	39	19,3
<i>Renta variable neta</i>	3.077	1	13,1	9.675	4	214,4	16.466	7	70,2	18.641	7	13,2
Inmovilizado neto	25.403	11	12,9	25.232	10	-0,7	24.583	10	-2,6	23.084	8	-6,1
Deudores y otras	20.322	9	-15,2	17.340	7	-14,7	16.668	7	-3,9	17.922	6	7,5
Total activo = Total pasivo	229.846	100	3,6	248.384	100	8,1	245.120	100	-1,3	277.240	100	13,1
Fondos propios	100.730	44	-9,1	81.627	33	-19,0	104.733	43	28,3	114.221	41	9,1
<i>Socios protectores</i>				52.500	21		52.801	22	0,6	56.972	21	7,9
<i>Socios partícipes</i>				52.969	21		54.947	22	3,7	61.662	22	12,2
<i>Reservas netas</i>	2.809	1	-82,0	-23.837	-10		-2.999	-1	-87,4	-4.411	-2	47,1
Resultado neto	-12.459	-5	-14,8	-1.587	-1	-87,3	-1.197	-	-24,6	-934	-	-22,0
Fondo de provis. técnicas (neta)	90.883	40	18,8	69.194	28	-23,9	68.610	28	-0,8	92.859	33	35,3
<i>Con cargo a resultados</i>	41.957	18	47,4	58.916	24	40,4	42.145	17	-28,5	56.627	20	34,4
<i>Otras aportaciones</i>	48.926	21	1,8	72.728	29	48,6	65.901	27	-9,4	72.425	26	9,9
<i>Menos P.F. específicos</i>				62.455	25		39.438	16	-36,9	36.194	13	-8,2
Fondo de insolvencias				59.956	24		34.895	14	-41,8	32.636	12	-6,5
Entidades de crédito	21.132	9	-3,9	7.152	3	-66,2	7.344	3	2,7	6.150	2	-16,3
Otros fondos ajenos y diversas	29.555	13	9,2	32.026	13	8,4	30.747	13	-4,0	31.879	11	3,7
PRO MEMORIA:												
Riesgo vivo por avales y garantías	991.435	100	26,3	1.139.861	100	15,0	1.434.360	100	25,8	1.736.929	100	21,1
<i>En situación normal</i>				1.087.791	95		1.393.622	97	28,1	1.688.688	97	21,2
<i>Dudosos</i>				52.066	5		40.736	3	-21,8	48.244	3	18,4
Riesgo reavalado				430.068	38		637.626	44	48,3	769.270	44	20,6
<i>En situación normal</i>				398.717	35		612.768	43	53,7	741.975	43	21,1
<i>Dudosos</i>				23.542	2		19.839	1	-15,7	23.664	1	19,4
<i>Activos dudosos</i>				7.813	1		5.011	-	-35,9	3.611	-	-27,9

Fuente: Banco de España.

financiación facilitada por una entidad crediticia, representan la parte esencial del negocio de las SGR. Los acreditados de las cajas de ahorros siguen siendo los más importantes usuarios de los avales (37 %), a buena distancia de la banca (27 %). Buen nivel mantiene el respaldo otorgado a los socios partícipes ante sus proveedores y clientes (30 % del total), entre los que las Administraciones Públicas son mayoría muy cualificada (20 %).

Desde el punto de vista de las garantías complementarias exigidas a los socios por las operaciones realizadas, hay que resaltar el crecimiento de la cobertura con garantías reales, mayoritariamente hipotecarias, que ya cubren un tercio de todo el negocio, 3 pp más que un año antes, si bien ello ha sido en detrimento de la importancia de otras garantías personales, que vienen experimentando un prolongado retroceso, aunque siguen siendo las más relevantes, con un 42 % del total y, en mucha menor medida, de las realizadas sin ningún tipo de garantía complementaria, que representan el 25 %.

Este cambio hacia unas garantías reales mayores, que induce una disminución del riesgo de las operaciones, puede deberse, en parte, a mayores exigencias de las SGR y, en parte, a cambios en la composición de su demanda, y en especial al crecimiento de los avales otorgados al sector de la construcción.

Finalmente, las operaciones garantizadas por las SGR son mayoritariamente de naturaleza crediticia (73 % del total), básicamente crédito de dinero (7). Casi la mitad de los avales técnicos en vigor han sido otorgados para avalar la contratación de obras, servicios o suministros, así como la concurrencia a subastas, en su mayoría ante las propias Administraciones Públicas, en especial las del territorio en el que opera cada una de las sociedades. El

(7) El crédito de dinero se define como el conjunto de los avales financieros directos, independientemente del beneficiario del aval, también se han incluido los pagos aplazados de cualquier deuda, tales como créditos de firma, compraventa de bienes en el mercado interior y exportación e importación de bienes y servicios, todos ellos de cuantía irrelevante

CUADRO 5

**Sociedades de garantía recíproca
Riesgos, dudosos y cobertura**

Miles de euros y %

	1996		1997		1998		1999	
	Importe	% anual	Importe	% anual	Importe	% anual	Importe	% anual
Riesgo total (A)	1.189.535	21,8	1.360.104	14,3	1.636.380	20,3	1.951.795	19,3
Riesgo total neto de reaval (B)			930.036		998.754	7,4	1.182.525	18,4
Activos dudosos balance (C)	70.963	-8,5	67.308	-5,2	38.433	-42,9	32.733	-14,8
Dudosos ajustados (D)			119.374		85.101	-28,7	77.076	-9,4
Dudosos ajustados netos de reaval (E)			88.019		60.251	-31,5	49.781	-17,4
Fondo provisiones técnicas brutas (F)			59.956		34.895	-41,8	32.636	-6,5
Activos en suspenso regularizados ASR (G)			60.119		81.387	35,4	84.895	4,3
Fondos propios (H)	104.793	13,4	174.892	66,9	178.019	1,8	204.794	15,0
	%	PP	%	PP	%	PP	%	PP
RATIOS EN % Y VARIACIONES PORCENTUALES:								
Activos dudosos s/riesgo total (D/A)			8,8		5,2	-3,6	3,9	-1,3
Dudosos ajustados netos de reaval s/riesgo total neto de reaval (E/B)			9,5		6,0	-3,4	4,2	-1,8
Dudosos y activos en suspenso regularizados s/riesgo netos de reaval (D+G/A+G)			12,6		9,7	-2,9	8,0	-1,7
Cobertura a dudosos (F/D)			50,2		41,0	-9,2	42,3	1,3
Cobertura dudosos ajustados netos de reaval y activos en suspenso regularizados (F+G/D+G)			66,9		69,8	2,9	72,6	2,7
Fondos propios (H) / Riesgo total (A)	8,8	-0,6	12,9	4,0	10,9	-2,0	10,5	-0,4
Fondos propios (H) / Riesgo total neto de reaval (B)			18,8		17,8	-1,0	17,3	-0,5

Fuente: Banco de España.

Definiciones:

(A) Se define como riesgo vivo más tesorería, deudores por operaciones de tráfico y normales, deudores en mora y dudosos y cartera de valores neta.

(B) Riesgo total deducido reafianzado o reavalado.

(C) Se trata de los activos dudosos para 1997 y los avales dudosos sin ajustar y de los ajustados en 1998: por contrapartidas.

(D) Se trata de los activos y de los avales dudosos, en 1998 están ajustados por sus contrapartidas comisiones sobradas sin computar, capital desembolsado u otras garantías dinerarias específicas.

(E) Se deducen los riesgos dudosos reafianzados.

(F) Incluye también los fondos específicos para insolvencias.

(H) Se define como capital, reservas, resultados y fondos de provisiones netas de deudores en mora y dudosos.

resto de los avales técnicos se reparte entre las garantías de obligaciones ante las haciendas públicas, los tribunales de justicia y otros organismos públicos (8), muy dinámicas en 1999, y las prestadas para la construcción de viviendas.

5. ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DEL BALANCE

La estructura y evolución del balance y del riesgo vivo de las SGR, en los cinco últimos años, se muestra en el cuadro 4. Debe tenerse en cuenta que la significación de las cifras globales está afectada por la elevada dispersión

de situaciones individuales. En el último ejercicio de 1999 no se ha producido ninguna innovación significativa, a diferencia del año anterior, en el que se realizó un profundo cambio contable de los fondos de provisiones técnicas, de los que se excluyeron los distintos fondos específicos. De estos fondos, el de mayor relevancia es el de cobertura de insolvencias, que se muestra independientemente, a diferencia de los restantes, que minoran directamente las correspondientes partidas de activo: cartera de valores e inmovilizado. La ruptura en las series se da en 1996, puesto que para 1997 las SGR facilitaron una estimación en base al nuevo formato destinada a usos estadísticos.

La cartera de valores, neta de provisiones específicas, casi alcanzó los 170 millones de euros, siendo, con mucho, la partida más im-

(8) Obligaciones distintas de las anteriormente especificadas y de los aplazamientos de deudas.

Sociedades de garantía recíproca
Cuenta de resultados

CUADRO 6

Miles de euros y %

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual
Ingresos ordinarios de inversiones financieras (neto)	9.689	0,89	18,0	7.438	0,58	-23,2	9.093	0,61	22,3	9.085	0,47	-0,1
Resultado de operaciones financieras (neto)				2.243	0,18		883	0,06	-60,6	227	0,01	-74,3
Ingresos por garantías y servicios (neto)	14.338	1,32	31,7	15.348	1,20	7,0	18.018	1,20	17,4	20.711	1,06	14,9
<i>De los que: por prést. de garan. netos</i>	14.338	1,32	31,7	14.729	1,16	2,7	16.791	1,12	14,0	19.312	0,99	15,0
Margen ordinario	24.027	2,22	25,9	25.029	1,96	4,2	27.994	1,87	11,8	30.023	1,54	7,2
Gastos de explotación (netos)	-16.717	-1,54	10,2	-16.945	-1,33	1,4	-18.448	-1,23	8,9	-19.172	-0,98	3,9
Gastos de personal	-9.707	-0,90	12,4	-10.241	-0,80	5,5	-11.286	-0,75	10,2	-11.861	-0,61	5,1
Gastos generales y de amortización	-7.010	-0,65	7,4	-7.133	-0,56	1,8	-8.215	-0,55	15,2	-9.315	-0,48	13,4
Subvenciones de explotación				438	0,03		1.057	0,07	141,3	2.002	0,10	89,4
Margen de explotación	7.310	0,67	86,1	8.084	0,63	10,6	9.546	0,64	18,1	10.851	0,56	13,7
Dotaciones a saneamientos (neto)	-14.139	-1,31	182,3	-17.506	-1,37	23,8	-11.967	-0,80	-31,6	-13.262	-0,68	10,8
Fondos específicos (insolvencias)	-15.947	-1,47	160,1	-11.490	-0,90	-27,9	-3.865	-0,26	-66,4	-1.417	-0,07	-63,3
Dotación neta al FPT	1.808	0,17	61,1	-6.016	-0,47		-8.102	-0,54	34,7	-11.845	-0,61	46,2
Resultados extraordinarios netos	3.701	0,34	276,1	7.848	0,62	112,1	1.278	0,09	-83,7	2.454	0,13	92,0
Resultados antes de impuestos	-3.128	-0,29	3.158,3	-1.574	-0,12	-49,7	-1.143	-0,08	-27,4	43	—	—
Impuestos				-6	—		-54	—	800	-476	-0,02	781,5
Resultado contable	-3.128	-0,29	3.158,3	-1.587	-0,12	-49,3	-1.197	-0,08	-24,6	-432	-0,02	-63,9
PRO MEMORIA:												
RTM	1.083.244	100,00	22,4	1.274.820	100,00	17,7	1.498.242	100,00	17,5	1.951.795	100,00	30,3
RENTABILIDADES EN %:												
Inversiones financieras		7,06			7,69			6,57			4,59	
Comisiones por riesgo en vigor por aval y garantías		1,07			1,35			1,21			1,14	
Comisiones netas por avales y garantías normales no reavalados					2,14			2,15			2,04	
Recursos propios		13,50			-1,87			-1,28			-0,38	

Fuente: Banco de España.

portante del balance (61 %), con un crecimiento fuerte y ascendente (27 %). La mayor parte de esta cartera está colocada en fondos públicos (107 millones de euros), a continuación le sigue la cartera de renta fija privada, que ha crecido con fuerza (61 %) en el ejercicio, mientras que los valores de renta variable representan el 7 % de la cartera (19 millones de euros). Los activos bancarios se mantuvieron a un buen nivel; los depósitos a plazo en instituciones de crédito representan más de dos tercios de los activos líquidos. Esta evolución se corresponde con las obligaciones legales de inversión en activos de bajo riesgo y alta liquidez de los recursos propios, capital y fondos de provisiones técnicas, y es coherente con la de los mercados financieros españoles, debido a la pérdida progresiva del peso de las emisiones del sector público, por la decreciente necesidad de financiación del Estado, en favor de las emisiones de renta fija realizadas por empresas privadas.

Entre las restantes partidas del activo hay que destacar el retroceso de los activos dudo-

sos (casi el 15 %), muy lejos de la severa regularización de 1998. Debe tenerse en cuenta que más de la mitad de dicho saldo, el 83 % de la disminución de estos activos en el año, corresponde a las sociedades embarcadas en planes de saneamiento. El preocupante aumento experimentado en el año 1999 por los avales en mora se explica en gran parte por ajustes de los criterios utilizados por las SGR para la clasificación de riesgos dudosos, para adecuarse a la misma normativa de las restantes entidades de crédito. Un indicio a favor de esta posibilidad radica en que dicho crecimiento de los avales dudosos se concentra mayoritariamente en los originados por causas diferentes de la mora.

La cuenta de fondos propios está constituida básicamente por el capital desembolsado por los socios, entre estos hay que destacar, tal como se ha descrito en el apartado 2 de este artículo, el mayor dinamismo en los dos últimos años de los socios partícipes, lo que los ha convertido en mayoritarios en relación con los

socios protectores. La desigualdad de situaciones individuales queda de manifiesto si se tiene en cuenta que las reservas netas totales negativas del balance global se convierten en positivas, y por un importe muy similar, si se eliminan las correspondientes a las sociedades en saneamiento, que acumulan pérdidas de ejercicios anteriores pendientes de regularizar.

El fondo de provisiones técnicas (FPT), neto de fondos específicos, forma parte del patrimonio de las SGR. Los fondos específicos deben cubrir los riesgos de crédito de sus operaciones, básicamente los de insolvencia por los avales y garantías prestados vivos, así como los distintos riesgos de cartera, estos minorados de los correspondientes activos. La cobertura de los riesgos de insolvencia y los mínimos obligatorios se calculan de forma idéntica a los de las entidades de crédito. El FPT está compuesto por dotaciones con cargo a resultados, tanto por el montante necesario para la provisión de insolvencias obligatorias, aunque generen pérdidas, como por las que libremente desee realizar cada entidad, y por las subvenciones, donaciones o aportaciones no reintegrables recibidas de las Administraciones Públicas o de sus socios con la finalidad básica de reforzar la solvencia de las sociedades. La importancia patrimonial del fondo de provisiones técnicas neto es fundamental, representando con 92.900 millones de euros, un tercio del balance, el 4,8 % del riesgo vivo total y el 7,9 % del mismo, deducido lo reafianzado.

A 31 de diciembre de 1999, todas las SGR cumplían con los capitales mínimos requeridos (9).

6. MOROSIDAD Y SOLVENCIA

La información sobre la cobertura del riesgo de crédito está disponible desde 1998, si bien en el cuadro 5 se ha optado por aproximar la información de 1997, aunque ello signifique que la comparación entre dichos años deba realizarse con sumo cuidado.

El volumen de los activos y avales dudosos sigue siendo relativamente elevado, a pesar de los importantes retrocesos experimentados, arrojando una *ratio* sobre riesgo total del 3,9 %, con descenso de 1,3 pp en el año. El mejor comportamiento, en el año, de la *ratio* de morosidad, que descuenta el riesgo transferido a terceros mediante el reafianzamiento (1,8 pp), refleja el esfuerzo realizado por las entidades en

saneamiento, a pesar de lo cual estas siguen sesgando al alza la *ratio* sectorial. Así, las SGR en situación normal disponían de *ratios* muy inferiores, situándose la de dudosos totales en el 3 % y la que descuenta el reaval, en el 2,6 %, ambas a un nivel prácticamente idéntico al del año anterior, y la primera 1,8 pp superior a la del conjunto de entidades de crédito.

Esta situación no es más favorable al tomar en consideración los muy elevados activos en suspenso regularizados (84,9 millones de euros), que sitúan la *ratio* de dudosidad de los SGR en situación normal en el 6,2 %, con una mejora en el año de 0,8 pp y del conjunto total en el 8 % (-1,7 pp). El reaval proporciona una cobertura del 11 % de los activos dudosos, porcentaje que se eleva al 24 % una vez excluidas las sociedades en saneamiento. Las garantías dudosas contingentes, aún no incorporadas al activo, registran una cobertura por reafianzamiento del 49,1 %, cuando el riesgo vivo reavalado asciende al 44 % del total.

La *ratio* representativa de la solvencia de las SGR (10) se ha situado en el 10,5 %, experimentando un ligero retroceso en 1999 (-0,4 pp). Debe tenerse en cuenta que todas las SGR cumplían con las exigencias de recursos propios mínimos holgadamente, ya que estos, conjuntamente, excedían en un 79 % los requerimientos mínimos, y la más ajustada los superaba en más del 16 %. En cualquier caso, el nivel efectivo de la *ratio* de solvencia de estas entidades, calculada teniendo en cuenta que el reaval minorra sustancialmente el nivel del riesgo efectivo, ha sido bastante más sólido, situándose próximo al 18 % en los dos últimos ejercicios.

7. CUENTA DE RESULTADOS

El margen de explotación ha alcanzado los 10,8 millones de euros, aumentando un 13,7 %, lo que ha significado un ligero retroceso de 8 puntos básicos (pb) en términos de riesgos totales medios (RTM). A esta reducción ha contribuido el escaso crecimiento relativo del margen ordinario, lo que no ha podido ser compensado por la buena evolución de los gastos generales, que han crecido a un ritmo más moderado que en el año anterior.

En 1999, los ingresos por el afianzamiento de los socios han crecido a un ritmo del 15 %,

(9) El capital desembolsado no puede ser inferior a 300 millones de pesetas, según el artículo 8º de la Ley 1/1994, sobre régimen jurídico de las SGR.

(10) Esta *ratio* se calcula por la relación entre los recursos propios —suma de capital desembolsado, reservas, resultados y FPT neto de deudores dudosos— y el riesgo vivo total, que incluye los riesgos por avales y garantías prestados y por los restantes activos patrimoniales.

muy similar al del ejercicio precedente, pero bastante inferior al crecimiento del riesgo asumido, en especial en 1999 (30,3 %), por lo que no ha sido suficiente para mantener su importancia relativa, habiendo perdido los tres últimos años unos 10 pb de RTM por año, hasta situarse casi en el 1 %.

A ello ha contribuido la evolución del coste medio del aval, que se ha reducido, desde el 1,35 % alcanzado en 1997, al 1,14 % de los avales medios vivos de 1999 en situación normal. Este abaratamiento, inevitable, dada la evolución general de los tipos de interés, puede estar además en consonancia con la mejora en las perspectivas económicas de su clientela, básicamente PYMES. Debe tenerse en cuenta que esta *ratio* aproxima el coste del aval para el cliente, pero no el rendimiento para las sociedades, debido a que las SGR, en situación normal, transfieren de forma casi automática el 50 % del riesgo por avales financieros, sin coste adicional alguno.

Los ingresos de inversiones y los resultados de las operaciones financieras en su conjunto, que permanecían prácticamente estancados, han retrocedido un 10 % en 1999, situándose en 9,3 millones de euros, lo que ha significado una rentabilidad de las inversiones financieras del 4,6 %. Este descenso, que se debe a que la caída de la rentabilidad en 2 pp, consistente con la de los tipos de interés, y muy superior a la del año anterior (1 pp), tampoco ha podido ser compensada este año, a pesar del rápido crecimiento de las importantes inversiones financieras de las SGR y de los cambios en su estructura, ya comentados en el apartado anterior referido al balance.

Todo ello se ha traducido en un crecimiento del margen ordinario (7 %) que no ha evitado acentuar la tendencia descendente en términos de RTM, experimentada por esta magnitud en los últimos años, hasta situarse en el 1,54 %, con una pérdida de 33 pb en 1999.

Los gastos de explotación han crecido en el ejercicio con moderación, gracias a las subvenciones a la explotación, que ya representan casi el 10 % de los gastos generales, y a la moderación en el crecimiento de los gastos de personal (5,1 %), con lo que en conjunto su

peso se ha reducido 25 pb en términos de RTM.

El margen de explotación ha tenido un importante crecimiento del 13,7 %, pero ha cedido 8 pb, para situarse en 56 pb en términos de RTM, después de varios años de relativa estabilidad. El volumen de este margen resulta suficiente para realizar la totalidad de las dotaciones necesarias a los fondos específicos (1,4 millones de euros), prácticamente en su totalidad para insolvencias, destinando los restantes 9,4 millones de euros a reforzar sus patrimonios, ampliando los fondos de provisiones técnicas. La dotación neta global a estos fondos debió complementarse, hasta alcanzar los 11,8 millones de euros, con resultados extraordinarios, procedentes en su mayoría de la enajenación de inmuebles (1,4 millones de euros) y de aportaciones extraordinarias (1 millón de euros).

En correspondencia con la concentración de actividad se produce también la concentración de resultados, ya que las tres SGR con mayor riesgo vivo (61 % del total) representan el 79 % del margen de explotación agregado, mientras que, en el otro extremo, las tres en saneamiento y cuatro de las menores no consiguen, con su actividad normal, los ingresos suficientes para cubrir sus gastos de funcionamiento, generando pérdidas por un montante equivalente al 17 % del margen total.

El resultado conjunto de las SGR antes de impuestos cifra un superávit, por primera vez en los últimos años, si bien absolutamente irrelevante, pero que tiene su origen en situaciones individuales muy diferentes, buena prueba de ello es el gasto por impuestos, que asciende a un monto ya significativo de 0,5 millones de euros, aunque solo afecta al segmento más dinámico del sector. Beneficios en todo caso reducidos, lo que es coherente con el hecho de que, en general, las SGR no se plantean la maximización del resultado, sino, más bien, la reducción al mínimo del coste del aval para sus socios. La minoración de los resultados por los impuestos pagados conduce, no obstante, a un resultado contable negativo, pero por un importe de 0,4 millones de euros, muy inferior al de años anteriores y que solo significa 2 pb de RTM.

20.7.2000.

Las entidades de tasación: información estadística 1999

1. INTRODUCCIÓN

El objeto de este artículo es presentar la información estadística del sector de tasación correspondiente a 1999 y su evolución en los tres últimos años. Este sector comprende las sociedades de tasación (ST) y los servicios de tasación de las entidades de crédito inscritos en el Banco de España (1) que estaban en funcionamiento efectivo en cada fecha. A continuación, se procede a comentar la incidencia del proceso de homologación y a presentar la información estadística del sector.

2. HOMOLOGACIÓN DE ENTIDADES

A lo largo de 1998, el Banco de España desarrolló un proceso de supervisión sobre el cumplimiento formal de los requisitos de homologación exigidos por la legislación a las entidades tasadoras (2). Este proceso tuvo como consecuencia una reducción muy sustancial de las entidades de tasación (ET) inscritas en el Registro del Banco de España, que, de este modo, ha pasado a reflejar la situación real del sector, eliminando prácticamente las entidades sin actividad tasadora efectiva.

Así, a finales de 1998, 96 sociedades de tasación (ST) y 5 servicios habían acreditado formalmente el cumplimiento de los requisitos de homologación, habiendo causado baja, desde la entrada en vigor del Real Decreto de 1997, 74 ST y 15 servicios. A lo largo de 1999 se produjeron 5 bajas y dos altas, con lo que, a fin de año, existían 93 sociedades registradas y cuatro servicios de tasación, uno menos que en 1998; de las 93 sociedades registradas, siete estaban en proceso de ser dadas de baja del Registro y una de las menores no había enviado información aceptable. Por todo ello, la información estadística y contable de este año solo se refiere a 85 sociedades de tasación y a 4 servicios.

(1) El Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, estableció las normas generales del régimen jurídico de homologación de las sociedades y servicios de tasación, atribuyendo al Banco de España la vigilancia del cumplimiento de los requisitos para obtener y conservar la preceptiva homologación y habilitándolo para solicitar la información adecuada al ejercicio de sus competencias. Información que se estableció en la CBE 3/1998, de 27 de enero, revisada por CBE 4/1999, de 24 de marzo.

(2) De forma resumida, los requisitos exigidos a las sociedades de tasación son: objeto social exclusivo; gestión encomendada a un consejo de administración formado por profesionales honorables; capital social superior a 50 millones de pesetas; no deben disponer de menos de tres profesionales vinculados; deben disponer de una determinada cobertura asegurada de su responsabilidad civil; y deben tener una organización y unos procedimientos de control interno adecuados.

CUADRO 1

Distribución de las tasaciones según el objeto

	1997			1998			1999		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
TOTAL	862,3	100,0	19,0	866,2	100,0	0,5	979,2	100,0	13,0
Bienes inmuebles	852,5	98,9	24,3	855,9	98,8	0,4	966,5	98,7	12,9
Fincas rústicas	18,4	2,1	20,4	17,5	2,0	-4,9	17,7	1,8	1,1
Terrenos urbanos	15,1	1,7	19,3	17,0	2,0	12,5	19,2	2,0	12,9
Edificios completos (a)	50,4	5,8	16,1	53,3	6,1	5,6	61,0	6,2	14,6
<i>Del que: Residencial</i>	23,0	2,7	4,6	25,7	3,0	11,4	31,1	3,2	21,4
<i>Terciario</i>	1,7	0,2	13,3	1,9	0,2	9,0	2,3	0,2	22,0
<i>Industrial</i>	22,0	2,6	21,3	22,6	2,6	2,9	22,8	2,3	0,8
Elementos de edificios	704,1	81,7	26,3	762,6	88,0	8,3	864,0	88,2	13,3
<i>Del que: Vivienda</i>	632,1	73,3	27,7	668,4	77,2	5,8	757,5	77,4	13,3
<i>Oficinas</i>	7,7	0,9	6,4	8,4	1,0	7,9	8,9	0,9	6,0
<i>Locales comerciales</i>	58,3	6,8	19,0	58,9	6,8	1,0	64,8	6,6	9,9
Explotación económica	3,5	0,4	28,6	3,3	0,4	-5,4	3,9	0,4	18,3
Otros inmuebles (b)	61,1	7,1	12,4	2,3	0,3	-96,2	0,8	—	-65,3
Otros bienes	9,8	1,1	-74,8	10,4	1,2	5,7	12,7	1,3	22,2
Muebles	5,7	0,7	-80,4	6,2	0,7	9,2	10,5	1,1	70,1
Otras tasaciones (c)	4,1	0,5	-58,6	4,2	0,5	0,8	2,1	0,2	-48,6
PRO MEMORIA:									
Otras valoraciones									
Actualizaciones (d)	—	—	—	16,1	1,9	—	19,7	2,0	22,3
Valoraciones intermedias (a)	56,7	6,6	13,7	67,1	7,7	18,4	85,6	8,7	27,5
Patrimonios (e)	—	—	—	3,2	0,4	—	4,5	0,5	41,8
millones de euros y %									
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
TOTAL	140.255	100,0	26,3	148.291	100,0	5,7	192.364	100,0	29,7
Bienes inmuebles	137.541	98,1	26,6	145.033	97,8	5,4	189.849	98,7	30,9
Fincas rústicas	2.677	1,9	17,3	3.060	2,1	14,3	3.620	1,9	18,3
Terrenos urbanos	8.054	5,7	67,4	8.725	5,9	8,3	12.809	6,7	46,8
Edificios completos (a)	45.506	32,4	19,1	55.463	37,4	21,9	76.371	39,7	37,7
<i>Del que: Residencial</i>	30.683	21,9	17,8	39.515	26,6	28,8	55.164	28,7	39,6
<i>Terciario</i>	5.086	3,6	17,9	4.968	3,4	-2,3	8.601	4,5	73,1
<i>Industrial</i>	8.035	5,7	19,8	8.681	5,9	8,0	9.583	5,0	10,4
Elementos de edificios	65.575	46,8	26,4	72.049	48,6	9,9	90.107	46,8	25,1
<i>Del que: Vivienda</i>	54.679	39,0	29,2	59.666	40,2	9,1	75.940	39,5	27,3
<i>Oficinas</i>	1.828	1,3	15,9	1.695	1,1	-7,3	1.836	1,0	8,3
<i>Locales comerciales</i>	8.354	6,0	13,9	9.805	6,6	17,4	11.059	5,7	12,8
Explotación económica	4.171	3,0	4,8	4.967	3,3	19,1	6.414	3,3	29,1
Otros inmuebles (b)	11.558	8,2	54,7	770	0,5	-93,3	528	0,3	-31,4
Otros bienes	2.714	1,9	13,1	3.258	2,2	20,0	2.515	1,3	-22,8
Muebles	1.651	1,2	11,9	2.271	1,5	37,5	2.011	1,0	-11,4
Otras tasaciones (c)	1.062	0,8	15,2	987	0,7	-7,1	504	0,3	-48,9
PRO MEMORIA:									
Otras valoraciones									
Actualizaciones (d)	—	—	—	8.022	5,4	—	14.843	7,7	85,0
Valoraciones intermedias (a)	10.988	7,8	72,9	22.719	15,3	106,8	33.994	17,7	49,6
Patrimonios (e)	—	—	—	2.121	1,4	—	1.331	0,7	-37,3

Fuente: Banco de España.

(a) Los edificios se clasifican según su uso dominante atendiendo a la superficie de cada uno. Incluye los edificios en construcción, desde 1998 solo por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias deben aparecer, exclusivamente, como pro memoria.

(b) Incluye obras de urbanización, etc.

(c) Activos inmateriales, empresas, etc.

(d) Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones. Hasta 1997 inclusive, se incluían con las valoraciones intermedias.

(e) Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluyan en los correspondientes apartados.

CUADRO 2

Superficies y valores medios de bienes inmuebles tasados (a)

	1997	% incremento	1998	% incremento	1999	% incremento
SUPERFICIES MEDIAS EN METROS CUADRADOS						
Edificios completos						
De uso residencial	1.966	-9,6	2.125	8,1	2.394	12,6
De uso terciario	3.110	12,1	2.771	-10,9	3.732	34,7
De uso industrial	1.729	-11,1	1.752	1,3	1.439	-17,8
Elementos de edificios						
Viviendas	130	3,8	127	-2,0	130	2,0
Oficinas	238	8,2	198	-16,6	189	-4,8
Locales comerciales	196	-13,9	201	2,6	213	5,6
VALOR MEDIO DE LAS TASACIONES EN MILLONES DE PESETAS						
Bienes inmuebles identificados	158,9	-2,7	171,3	7,8	199,4	16,4
Fincas rústicas	145,6	-2,6	175,0	20,2	204,8	17,0
Terrenos urbanos	534,1	40,3	514,1	-3,7	668,8	30,1
Edificios completos						
<i>De uso residencial</i>	1.332,2	10,2	1.540,1	15,6	1.771,4	15,0
<i>De uso terciario</i>	2.926,6	4,1	2.621,8	-10,4	3.722,0	42,0
<i>Industriales</i>	365,2	0,4	383,6	5,0	420,1	9,5
Elementos de edificios						
<i>Viviendas</i>	85,7	0,6	89,3	4,1	100,3	12,3
<i>Oficinas</i>	236,2	10,2	203,0	-14,1	207,5	2,2
<i>Locales comerciales</i>	143,2	-2,8	166,3	16,1	170,8	2,7
Edificaciones ligadas a explotación económica	1.206,8	-18,5	1.518,5	25,8	1.657,8	9,2
VALOR MEDIO DEL METRO CUADRADO EN PESETAS						
Edificios completos						
De uso residencial	666	6,6	710	6,6	758	6,8
De uso terciario	817	5,5	877	7,4	893	1,9
De uso industrial	211	12,9	219	3,7	292	33,3
Elementos de edificios						
Viviendas	659	-3,1	700	6,3	771	10,1
Oficinas	994	1,9	1.023	3,0	1.099	7,4
Locales comerciales	730	12,9	826	13,2	803	-2,8

Fuente: Banco de España.

(a) Información referida a las entidades existentes en 1999, si bien en 1997 y en los años anteriores se prescindió de algunas de ellas, por estimar que su inclusión distorsionaba los valores medios.

CUADRO 3

Distribución de las tasaciones según el peticionario

	1997			1998			1999		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
TOTAL	862,3	100,0	19,0	866,2	100,0	0,5	979,2	100,0	13,0
Entidades de crédito	754,5	87,5	25,6	783,6	90,5	3,9	884,6	90,3	12,9
Bancos (a)	346,6	40,2	19,2	336,4	38,8	-3,0	390,6	39,9	16,1
Cajas de ahorros	370,6	43,0	31,5	405,2	46,8	9,3	438,2	44,7	8,1
Cooperativas de crédito	21,3	2,5	51,8	23,6	2,7	10,7	36,4	3,7	54,4
Establecimientos financieros de crédito	15,9	1,8	13,0	18,5	2,1	16,1	19,5	2,0	5,2
Otros peticionarios	107,9	12,5	-12,9	82,6	9,5	-23,4	94,5	9,7	14,5
Seguros, IIC y FF	8,1	0,9	-37,8	6,6	0,8	-18,7	6,7	0,7	1,3
Organismos públicos (b)	10,1	1,2	-71,4	13,5	1,6	33,6	14,5	1,5	7,6
Otras personas físicas y jurídicas (c)	89,7	10,4	18,8	62,5	7,2	-30,3	73,3	7,5	17,3
	millones de euros y %								
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
TOTAL	140.255	100,0	26,3	148.291	100,0	5,7	192.364	100,0	29,7
Entidades de crédito	111.015	79,2	27,1	123.600	83,3	11,3	161.158	83,8	30,4
Bancos (a)	51.949	37,0	22,1	50.155	33,8	-3,5	69.829	36,3	39,2
Cajas de ahorros	54.253	38,7	32,0	68.585	46,3	26,4	85.228	44,3	24,3
Cooperativas de crédito	2.728	1,9	31,0	3.083	2,1	13,0	4.255	2,2	38,0
Establecimientos financieros de crédito	2.085	1,5	26,1	1.777	1,2	-14,8	1.845	1,0	3,8
Otros peticionarios	29.240	20,8	23,7	24.691	16,7	-15,6	31.207	16,2	26,4
Seguros, IIC y FF	2.792	2,0	4,6	2.709	1,8	-3,0	2.781	1,4	2,7
Organismos públicos (b)	853	0,6	-3,1	1.309	0,9	53,4	2.704	1,4	106,5
Otras personas físicas y jurídicas (c)	25.595	18,2	27,4	20.673	13,9	-19,2	25.722	13,4	24,4

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

(b) Incluye Administración Central, Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, entidades gestoras de la Seguridad Social y organismos autónomos administrativos, comerciales o industriales.

(c) Incluye empresas públicas.

En cualquier caso, este proceso de reducción de entidades no parece que haya influido sensiblemente en las cifras agregadas del sector, dado que la mayor parte de las que han causado baja estaban inactivas o mantenían una actividad muy reducida.

3. INFORMACIÓN ESTADÍSTICA SOBRE TASACIONES

La información estadística que acompaña este artículo es prácticamente idéntica, en la estructura de los cuadros, en su presentación y en sus contenidos, a la del año precedente, fecha en la que se introdujeron algunas mejoras y ampliaciones de datos. La única diferencia se refiere a que los importes de las tasaciones se presentan en millones de euros. Debe señalar-

se, además, el continuado esfuerzo que realiza el sector para mejorar la calidad de su información.

En primer lugar, se presenta la distribución por tipo de bien tasado del número e importe en millones de euros de las operaciones realizadas por las ET en los últimos ejercicios (cuadro 1). Desde 1998, los datos incorporan la actividad de los servicios de tasación de algunas entidades de crédito. La información presenta los bienes inmobiliarios, detallando los distintos usos de los edificios completos y de los elementos de edificios tasados.

En 1998, la información sobre las tasaciones de inmuebles dejó de incluir las valoraciones intermedias de edificios en construcción, incluyéndose cada edificio una sola vez por la valoración total,

CUADRO 4

Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles según su finalidad

	1997			1998			1999		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
Total	795,3	100,0	25,9	855,9	100,0	7,6	966,5	100,0	12,9
Constituir garantías hipotecarias	748,7	94,1	26,4	776,3	90,7	3,7	876,9	90,7	13,0
De las que:									
Por Ley 2/81 (b)	—	—	—	754,5	88,2	—	804,8	83,3	6,7
Exigidas a ECAS (c)	—	—	—	15,4	1,8	—	15,2	1,6	-0,9
Seguros, IIC y FF (d)	—	—	—	1,6	0,2	—	1,5	0,2	-8,7
Otros fines (e)	46,6	5,9	18,3	62,6	7,3	34,3	72,9	7,5	16,6
	millones de euros y %								
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Total	110.315	100,0	28,5	145.033	100,0	31,5	189.849	100,0	30,9
Constituir garantías hipotecarias	110.268	100,0	28,5	124.809	86,1	13,2	164.763	86,8	32,0
De las que:									
Por Ley 2/81 (b)	—	—	—	119.687	82,5	—	151.499	79,8	26,6
Exigidas a ECAS (c)	—	—	—	2.087	1,4	—	2.674	1,4	28,1
Seguros, IIC y FF (d)	—	—	—	1.720	1,2	—	2.241	1,2	30,4
Otros fines (e)	47	—	18,3	16.418	11,3	147,6	20.171	10,6	22,9

Fuente: Banco de España.

(a) Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no.

(b) Préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y Orden de 30 de noviembre de 1994.

(c) Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.

(d) Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de fondos de pensiones.

(e) Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños y otros no incluidos en los epígrafes, por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores mercantiles, de auditores, etc.

bien sea la prevista inicialmente para la hipótesis de edificio terminado, o la efectiva final de la obra terminada. También debieron de excluir, en dicha fecha, las actualizaciones de valoraciones de bienes (3). Ambas informaciones se presentan de forma separada como «pro memoria», donde figura además información referida a los patrimonios valorados, con independencia de que, en este caso, las tasaciones de sus componentes están incluidas en los apartados correspondientes. Estos cambios de criterio respecto a la forma de contabilizar los edificios en construcción y las actualizaciones, necesarios para evitar duplicidades, introducen una discontinuidad en las cifras

(3) Se entiende por actualización de tasaciones, la efectuada con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando se hayan producido modificaciones significativas en el bien valorado, en cuyo caso se considera nueva tasación. En años anteriores a 1998, las actualizaciones se contabilizaban como si fueran operaciones nuevas. Las cifras de las tasaciones de inmuebles realizadas en 1998 difieren de las publicadas el año anterior, debido a que aquellas aún incluían algunas actualizaciones contabilizadas como si fueran nuevas que han podido corregirse en la presente edición.

que debe tenerse en cuenta si se comparan las de 1998 con las de años anteriores (cuadro 1), restando importancia a la desaceleración que aparentemente sufrió la actividad de tasación en dicho ejercicio.

También se ha elaborado un cuadro en el que se calculan, para los tipos de bienes inmuebles más significativos, los valores medios de las superficies en metros cuadrados, de los importes de las tasaciones en miles de euros y del metro cuadrado en euros (cuadro 2). Este último dato no constituye una estimación fiable del precio de mercado de los diferentes tipos de inmuebles, debido a que ni los bienes tasados constituyen una muestra estadística del mercado inmobiliario, ni los datos se obtienen, tratan y depuran con fines estadísticos.

A continuación se incluye la distribución de todas las tasaciones, en número e importes, según el cliente que la haya requerido. En el caso de las entidades de crédito se les imputan tanto las requeridas por ellas como las requeridas por sus

CUADRO 5

Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas

	1997			1998			1999		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
Total	852,5	100,0	24,3	855,9	100,0	0,4	966,5	100,0	12,9
Andalucía (a)	127,2	14,9	33,1	142,5	16,7	12,1	162,6	16,8	14,1
Aragón	18,8	2,2	13,2	18,5	2,2	-1,8	21,6	2,2	17,0
Asturias	14,5	1,7	24,5	15,9	1,9	9,9	18,0	1,9	13,4
Baleares	26,8	3,1	28,8	27,0	3,2	0,6	29,5	3,1	9,3
Canarias	36,8	4,3	23,5	36,1	4,2	-1,8	38,9	4,0	7,7
Cantabria	12,1	1,4	27,3	12,8	1,5	5,8	13,4	1,4	4,5
Castilla - La Mancha	27,5	3,2	17,4	26,8	3,1	-2,7	30,6	3,2	14,4
Castilla y León	34,3	4,0	22,3	34,6	4,0	0,7	40,2	4,2	16,3
Cataluña	201,0	23,6	27,5	194,5	22,7	-3,2	210,1	21,7	8,0
Extremadura	13,4	1,6	31,3	13,8	1,6	2,7	15,9	1,6	15,4
Galicia	32,6	3,8	19,4	34,5	4,0	5,8	41,0	4,2	18,8
La Rioja	3,9	0,5	15,4	3,8	0,4	-2,0	4,5	0,5	19,3
Madrid	124,8	14,6	17,0	110,8	12,9	-11,2	138,7	14,3	25,1
Murcia	23,5	2,8	24,2	27,5	3,2	17,1	30,5	3,2	11,0
Navarra	8,2	1,0	19,0	8,4	1,0	2,7	9,1	0,9	8,7
País Vasco	37,3	4,4	14,9	37,9	4,4	1,7	40,6	4,2	7,0
Valencia	109,8	12,9	26,4	110,4	12,9	0,5	120,5	12,5	9,1
Extranjero	—	—	103,0	0,1	—	56,7	0,7	—	592,4
	millones de euros y %								
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Total	137.541	100,0	26,8	145.033	100,0	5,4	189.849	100,0	30,9
Andalucía (a)	17.076	12,4	36,2	20.681	14,3	21,1	27.322	14,4	32,1
Aragón	2.673	1,9	8,3	2.669	1,8	-0,1	3.603	1,9	35,0
Asturias	2.097	1,5	10,7	2.152	1,5	2,6	3.408	1,8	58,3
Baleares	4.215	3,1	10,5	5.453	3,8	29,4	7.385	3,9	35,4
Canarias	6.694	4,9	38,0	7.720	5,3	15,3	10.608	5,6	37,4
Cantabria	1.908	1,4	20,1	1.942	1,3	1,8	2.415	1,3	24,3
Castilla - La Mancha	3.558	2,6	14,7	3.617	2,5	1,7	4.840	2,5	33,8
Castilla y León	5.074	3,7	18,5	5.450	3,8	7,4	7.755	4,1	42,3
Cataluña	32.641	23,7	28,7	33.279	22,9	2,0	41.340	21,8	24,2
Extremadura	1.642	1,2	30,7	1.846	1,3	12,4	2.381	1,3	29,0
Galicia	4.457	3,2	21,4	4.648	3,2	4,3	6.796	3,6	46,2
La Rioja	642	0,5	30,6	687	0,5	7,1	988	0,5	43,7
Madrid	31.918	23,2	28,5	30.152	20,8	-5,5	40.412	21,3	34,0
Murcia	2.645	1,9	37,5	3.094	2,1	17,0	3.774	2,0	22,0
Navarra	1.235	0,9	31,1	1.365	0,9	10,5	1.561	0,8	14,4
País Vasco	7.437	5,4	12,5	6.410	4,4	-13,8	7.976	4,2	24,4
Valencia	11.621	8,4	31,5	13.791	9,5	18,7	17.169	9,0	24,5
Extranjero	7	—	-62,1	76	—	975,5	118	—	54,6

Fuente: Banco de España.
(a) Incluye Ceuta y Melilla.

CUADRO 6

Balance

Miles de euros y %

	1997			1998			1999		
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Circulante	37.868	67,1	16,2	51.432	67,2	35,8	57.913	67,1	12,6
Tesorería	15.675	27,8	3,9	19.665	25,7	25,5	25.357	29,4	28,9
Deudores	15.022	26,6	35,0	20.799	27,2	38,5	20.617	23,9	-0,9
Inversiones financieras	7.155	12,7	12,3	10.930	14,3	52,8	11.931	13,8	9,2
Inmovilizado	17.734	31,4	15,6	23.340	30,5	31,6	27.250	31,6	16,8
Inmaterial (neto)	4.662	8,3	29,4	10.292	13,4	120,8	9.909	11,5	-3,7
Material (neto)	9.838	17,4	8,0	10.862	14,2	10,4	13.867	16,1	27,7
Financiero	3.232	5,7	22,6	2.180	2,8	-32,5	3.470	4,0	59,2
Otras cuentas	841	1,5	-29,3	1.773	2,3	110,8	1.134	1,3	-36,0
ACTIVO TOTAL = PASIVO TOTAL	56.446	100,0	14,9	76.558	100,0	35,6	86.298	100,0	12,7
Fondos propios	23.586	41,8	4,5	29.654	38,7	25,7	34.876	40,4	17,6
Capital desembolsado	13.517	23,9	13,3	17.638	23,0	30,5	20.832	24,1	18,1
Reservas netas	9.998	17,7	-5,9	12.018	15,7	20,2	14.050	16,3	16,9
Resultados	8.482	15,0	65,3	8.704	11,4	2,6	10.540	12,2	21,1
Acreeedores	24.934	44,2	16,5	37.519	49,0	50,5	40.673	47,1	8,4
Largo plazo	3.851	6,8	18,9	9.861	12,9	156,1	9.210	10,7	-6,6
Corto plazo	21.082	37,3	16,1	27.664	36,1	31,2	31.463	36,5	13,7
<i>De los que: comerciales</i>	<i>10.746</i>	<i>19,0</i>	<i>18,5</i>	<i>12.830</i>	<i>16,8</i>	<i>19,4</i>	<i>16.246</i>	<i>18,8</i>	<i>26,6</i>
Otras cuentas	-565	-1,0	—	679	0,9	—	201	0,2	-70,4

Fuente: Banco de España.

CUADRO 7

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada de las sociedades de tasación

Miles de euros y %

	1997	% incremento	1998	% incremento	1999	% incremento
1. Ingresos	125.869	22,8	144.412	14,7	176.061	21,9
Por tasación de inmuebles	121.473	23,4	138.164	13,7	170.778	23,6
Por otros servicios	3.117	22,7	3.344	7,3	4.292	28,3
Financieros	1.020	-17,9	798	-21,8	542	-32,1
Otros	258	-2,3	2.103	715,1	448	-78,7
2. Gastos	-106.870	13,5	-131.010	22,6	-159.688	21,9
De personal	-16.262	14,8	-19.243	18,3	-22.257	15,7
Por servicios profesionales	-72.620	14,8	-93.953	29,4	-114.763	22,1
<i>De los que: tasadores</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>-85.098</i>	<i>—</i>	<i>-102.240</i>	<i>20,1</i>
Otros generales	-16.267	17,7	-14.693	-9,7	-18.989	29,2
Financieros	-600	28,2	-540	-10,0	-754	39,6
Amortización y provisiones	-1.121	-54,1	-2.581	130,2	-2.925	13,3
3. (1 + 2) Resultados ordinarios	18.999	128,8	13.402	-29,5	16.373	22,2
4. Resultados extraordinarios	-7.176	1.629,2	36	—	-566	—
5. Impuestos	-3.328	22,8	-4.709	41,5	-5.256	11,6
6. Resultado contable	8.470	64,7	8.704	2,8	10.537	21,1

Fuente: Banco de España.

CUADRO 8

Información sobre número de empleados, oficinas y profesionales

	1997	% incremento	1998	% incremento	1999	% incremento
Número de empleados en plantilla	—	—	992	—	1.083	9,2
Número de tasadores	—	—	6.939	—	7.013	1,1
Vinculados	—	—	494	—	666	34,8
No vinculados	—	—	6.445	—	6.347	-1,5
Número de sucursales o delegaciones	—	—	287	—	332	15,7

Fuente: Banco de España.

CUADRO 9

Distribución de los ingresos por tasaciones según el objeto

Miles de euros y %

	1997			1998			1999		
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Total	—	—	—	138.141	100,0	—	170.775	100,0	23,6
Constituir garantías hipotecarias (a)	—	—	—	121.247	87,8	—	154.157	90,3	27,1
Exigidas a ECAS (b)	—	—	—	2.204	1,6	—	1.753	1,0	-20,5
Seguros, IIC y FF (c)	—	—	—	966	0,7	—	807	0,5	-16,5
Otros fines (d)	—	—	—	13.724	9,9	—	14.058	8,2	2,4

Fuente: Banco de España.

(a) Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no. Básicamente, préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y Orden de 30 de noviembre de 1994.

(b) Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.

(c) Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de fondos de pensiones.

(d) Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños, otros no incluidos en los epígrafes por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores mercantiles o de auditores, etc.

clientes, incluso en los casos en que los honorarios se hayan facturado a estos (cuadro 3).

La distribución por finalidad de las tasaciones de los bienes inmuebles, en número e importes, se presenta en el cuadro 4. Esta información solo se encuentra parcialmente disponible hasta 1997, pero ello no representa mayor problema, dada la concentración en operaciones destinadas a constituir garantías hipotecarias.

Esta sección se cierra con la información, en número e importes en millones de euros, de las tasaciones inmobiliarias distribuida por las Comunidades Autónomas donde radican los inmuebles tasados (cuadro 5).

4. INFORMACIÓN CONTABLE

El balance y la cuenta de resultados que aparecen en los cuadros 6 y 7 se refieren, en exclusiva, al agragado de las sociedades de ta-

sación, sin que se haya introducido más cambio, en relación con años anteriores, que el de presentar todas las cifras de esta sección en miles de euros. En general, se ha optado por presentar las cuentas de balance netas de sus contrapartidas. Este criterio se extendió en 1998 a la cuenta de deudores, que pasó a presentarse neta de provisiones, lo que invalida la comparación con el año 1997.

En dicho año se inició la recogida y presentación de unos datos sumarios sobre número de empleados, de tasadores y de oficinas de las ST (cuadro 8).

También se amplió en 1998 la información sobre los ingresos por la prestación del servicio de tasación inmobiliaria distribuidos según su finalidad (cuadro 9), tanto de las sociedades de tasación como de los servicios de tasación.

20.7.2000.

Regulación financiera: segundo trimestre de 2000

1. INTRODUCCIÓN

Durante el segundo trimestre del año 2000, que coincide con el inicio de la séptima Legislatura Parlamentaria, la promulgación de normas de carácter financiero ha sido relativamente escasa, aunque de cierta relevancia.

En el ámbito comunitario, se ha facultado al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) para ampliar su capital social y para que pueda solicitar, en caso de necesidad, más activos exteriores de reserva a los bancos centrales nacionales. Por otro lado, se ha promulgado una directiva que agrupa y codifica en un solo texto todas las directivas publicadas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

Por su parte, el Banco de España (BE) ha publicado cuatro disposiciones: la primera, para reforzar los mecanismos de compensación y medios de pago habituales con otros que permitan el intercambio de datos a distancia, integrando tales situaciones de indisponibilidad dentro del marco jurídico del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE). En la segunda, se completan las normas generales de funcionamiento del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) y de la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública, conforme a lo establecido en la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores. En la tercera, aprueba las Normas Básicas de Funcionamiento del Servicio Español de Pagos Interbancarios, actualmente gestionado por la Cámara de Compensación Bancaria de Madrid. Finalmente, respecto al tratamiento de las insolvencias de las entidades de crédito, y concretamente en lo que se refiere a la cobertura estadística de insolvencias, matiza el concepto de las dotaciones netas para insolvencias.

En cuanto a las entidades financieras, se modifican determinados preceptos de sus normas de solvencia para evitar que las entidades españolas compitan con cargas superiores a las que soportan sus homólogas comunitarias.

En lo referente a la deuda pública, se ha revisado el régimen jurídico de los creadores de mercado y de las entidades negociantes, para redefinir y mejorar las condiciones en que desarrollan su actividad, dentro del entorno competitivo en el que se desenvuelven, junto con otras entidades del área del euro.

Respecto al mercado de valores, cabe reseñar dos importantes disposiciones: en primer lugar, dentro de la regulación de las emisiones y ofertas públicas de ventas de valores, se intro-

duce un modelo de folleto informativo específico para los contratos financieros atípicos, ya que los modelos de folletos establecidos resultan poco adecuados para este tipo de productos. En segundo lugar, y respecto a la gestión de las carteras de inversión, se concretan las normas de conducta que deberán regir las relaciones entre las entidades gestoras de carteras y sus clientes, así como los modelos de contratos-tipo en los que se formalicen dichas relaciones.

En otro orden de cosas, se hace mención a un conjunto de medidas liberalizadoras y de incentivo a la competencia, así como a un paquete de medidas fiscales que favorecen el ahorro familiar, que el Gobierno ha promulgado para mantener un estable crecimiento económico, reduciendo los riesgos inflacionistas.

Por último, se ha establecido un procedimiento para hacer efectiva la práctica de retención o la exclusión de la misma, sobre los intereses o dividendos derivados de la emisión de valores negociables obtenidos sin mediación de establecimiento permanente por contribuyentes del impuesto sobre la renta de no residentes, cuando en el procedimiento de pago intervengan entidades financieras domiciliadas en España.

2. BANCO CENTRAL EUROPEO: AMPLIACIONES DE CAPITAL

El art. 28 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) establece que los bancos centrales nacionales proporcionarán al BCE un capital de 5.000 millones de euros que será operativo desde la creación del BCE, y podrá aumentarse en las cantidades que decida el Consejo de Gobierno del BCE, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones fijadas por el Consejo de la Unión Europea (UE).

Recientemente, el *Reglamento (CE) 1009/2000 del Consejo de la UE, de 8 de mayo* (DOCE del 16), ha facultado al Consejo de Gobierno del BCE para ampliar el capital con una cantidad adicional de hasta 5.000 millones de euros.

3. BANCO CENTRAL EUROPEO: ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

El art. 30 de los Estatutos del SEBC establece que los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes deberán proporcionar al BCE activos exteriores de reserva hasta un importe equivalente a 50.000 millones de euros. Asimismo, señala que el Consejo de Gobierno del BCE podrá solicitar más activos exteriores de reserva, excediendo el límite citado.

En este sentido, el *Reglamento (CE) 1010/2000 del Consejo de la UE, de 8 de mayo* (DOCE del 16), ha facultado al Consejo de Gobierno del BCE para que pueda solicitar, en caso de necesidad, más activos exteriores de reserva (1) a los bancos centrales nacionales, excediendo el límite establecido en el mencionado art. 30 hasta un importe de 50.000 millones de euros adicionales.

4. DIRECTIVA EUROPEA RELATIVA AL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y A SU EJERCICIO

En el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, firmado en Roma el 25 de marzo de 1957, se preveía la creación de un gran mercado financiero. Posteriormente, la Comisión Europea publicó en 1985 el Libro Blanco sobre el Mercado Interior, entendido como «un espacio sin fronteras interiores, donde la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales esté asegurada» y cuya culminación habría de alcanzarse no más tarde del 31 de diciembre de 1992. Con la firma del Acta Única Europea en 1986, se incorporaron a los tratados constitutivos de la UE los principios fundamentales recogidos en el Libro Blanco, alcanzando, con ello, el carácter de derecho primario.

En la esfera financiera, la unicidad de mercado exigía el levantamiento de todos los obstáculos que impidiesen la libre circulación de capitales y la libre prestación de servicios financieros en toda la UE, por lo que, teniendo en cuenta la gran diversidad de las condiciones nacionales, el Libro Blanco adoptó un enfoque programático, cuyos elementos básicos eran la armonización legislativa mínima y el principio del reconocimiento mutuo. La armonización mínima tenía que abarcar, al menos, las normas de supervisión de las entidades financieras y las de protección de los ahorradores, con el fin de no poner en peligro un funcionamiento ordenado y estable del sistema financiero europeo, y, al mismo tiempo, no obstaculizar la competencia entre las entidades.

Una de las primeras fases de partida fue la Directiva 73/183/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 28 de junio, sobre su-

(1) Según este Reglamento, los activos exteriores de reserva son todos los activos exteriores de reserva oficiales de un Estado miembro participante que posean los bancos centrales nacionales que incluyan monedas, unidades de cuenta u oro distintos de las monedas de los Estados miembros, del euro, de las posiciones de reserva y de los derechos especiales de giro del FMI.

presión de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en materia de actividades por cuenta propia de los bancos y otras entidades financieras, y la Primera Directiva de Coordinación Bancaria —Directiva 77/780/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 12 de diciembre—, referente al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que facilitaba el acceso a la actividad de las entidades de crédito, eliminando las diferencias más importantes entre las legislaciones de los Estados miembros, e indicando las condiciones generales mínimas que dichos Estados deberían imponer para el ejercicio de esta actividad.

Un paso esencial en esta labor fue la publicación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria —Directiva 89/646/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 15 de diciembre de 1989 (2)—, que supuso la pieza angular para la consecución de un marco de actuación común para las entidades de crédito. La Segunda Directiva descansaba, por un lado, en el principio del derecho de establecimiento o *licencia única* (3) para ejercer la actividad bancaria en toda la UE, es decir, que una entidad autorizada para actuar en un Estado miembro queda automáticamente autorizada para hacerlo en los restantes, y, por otro, en el *principio de supervisión y control por el país de origen* en el que reside la sede de la entidad.

En ese mismo año apareció la regulación básica sobre los recursos propios de estas entidades, mediante la publicación de la Directiva 89/299/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 17 de abril, sobre recursos propios de las entidades de crédito, y la Directiva 89/647/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 18 de diciembre (4), sobre el coeficiente de solvencia, que marcaron el comienzo de una nueva etapa en la ordenación legal de ambas cuestiones. Respecto a la primera, armoniza las partidas que, como máximo, pueden incluirse en los recursos propios computables por parte de las entidades de crédito para la cobertura de los riesgos que asumen en su operativa. Se trata de una directiva «de mínimos», de modo que los Estados miembros son

libres para establecer una regulación más estricta para sus propias entidades de crédito. Respecto al coeficiente de solvencia, este se define como el cociente entre los fondos propios y la suma de los activos y cuentas de orden, ponderados estos últimos, según su grado de riesgo. Se estableció un nivel mínimo del coeficiente del 8 %, aunque autorizando a los Estados miembros a establecer coeficientes mínimos superiores, si lo consideran oportuno.

En 1992 se publicaron la Directiva 92/30/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 6 de abril (5), relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada, y la Directiva 92/121/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 21 de diciembre (6), sobre supervisión y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de crédito (es decir, aquellas cuyo valor es igual o superior al 10 % de los recursos propios de la entidad de crédito). Respecto a la primera de ellas, se estableció que todos los grupos bancarios, incluyendo aquellos cuya matriz no sea una entidad de crédito, deberían ser objeto de supervisión en base consolidada. Asimismo, deberían tener unos recursos propios suficientes para cubrir los riesgos que asuma el grupo en su conjunto, para lo cual deberían cumplir el coeficiente de solvencia a nivel consolidado. La segunda directiva establecía unos límites cuantitativos a las operaciones de gran riesgo, de modo que una entidad de crédito no podrá contraer riesgos cuyo valor total supere el 25 % de sus fondos propios respecto de un mismo cliente o de un grupo de clientes relacionados entre sí, ni tampoco contraer grandes riesgos, cuyo valor acumulado supere ocho veces los recursos propios.

Dado que, con el paso del tiempo, la mayor parte de las Directivas mencionadas han sido modificadas en diversas ocasiones, en aras de una mayor racionalidad y claridad, se ha publicado la *Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 20 de marzo de 2000* (DOCE de 26 de mayo), que ha procedido a la codificación de todas ellas, reagrupándolas en un texto único. La Directiva 2000/12/CE se limita a incorporar de una forma ordenada el contenido de las directivas que aglutina, y se estructura en los siguientes ocho títulos (7): definiciones y ámbito de aplicación; condiciones de acceso a la actividad de las en-

(2) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1990, pp. 71 y 72.

(3) La licencia única implica que cuando una entidad de crédito ha recibido autorización para operar en un país comunitario, queda automáticamente autorizada para operar en todo el territorio de la Comunidad, mediante la apertura de sucursales o, directamente, mediante la libre prestación de servicios.

(4) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1990, p. 72.

(5) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1992, p. 86.

(6) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1993, pp. 90 y 91.

(7) Contiene, además, seis anexos.

tidades de crédito y de su ejercicio; disposiciones relativas a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios; relaciones con terceros países; principios e instrumentos técnicos de supervisión prudencial; Comité Consultivo Bancario; poderes de ejecución, y, finalmente, un conjunto de disposiciones transitorias y finales.

5. SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: MEDIOS DE COMUNICACIÓN

El RD 1369/1987, de 18 de septiembre (8), la OM de 29 de febrero de 1988 (9) y la CBE 8/1988, de 14 de junio (10), regularon la estructura y el funcionamiento del SNCE, compuesto por el Sistema Nacional de Intercambios (SNI) y el Sistema Nacional de Liquidación (SNL). Más adelante, la CBE 11/1990, de 6 de noviembre (11), estableció las normas de funcionamiento del subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, regulado en la Norma SNCE-004 (en adelante, SNCE-004), integrado dentro del SNI. Posteriormente, dicha Circular fue modificada por la CBE 5/1991, de 26 de julio (12), la CBE 1/1995, de 30 de junio (13), la CBE 2/1998, de 27 de enero (14), y la CBE 9/1998, de 30 de octubre, para incorporar en dicho subsistema la compensación de nuevos documentos y medios de pago.

En ciertas ocasiones, se producen situaciones de indisponibilidad, total o parcial, de los medios de comunicación habituales del SIN que no permiten el funcionamiento correcto de este, lo que obliga a que el intercambio de información se realice mediante soportes magnéticos, que excluye, en gran medida, el uso de medios de comunicación a distancia. Además,

(8) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1988, p. 51

(9) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1988», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1988, p. 65.

(10) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1988, p. 79.

(11) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1991, pp. 31 y 32.

(12) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1991, pp. 53 y 54.

(13) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1995, p. 107.

(14) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1998, pp. 120 y 121.

el intercambio de los soportes se realiza expresamente fuera del marco jurídico del SNCE.

Con el fin de evitar estos inconvenientes, se ha publicado la *CBE 2/2000, de 28 de marzo* (BOE del 11 de abril), que refuerza los medios de comunicación habituales con otros que permitan el intercambio de datos a distancia, integrando tales situaciones de indisponibilidad dentro del marco jurídico del SNCE.

Así, cuando no sea posible, por cualquier causa, la utilización de los medios lógicos normales para la transmisión de los datos representativos de los documentos, se utilizarán medios lógicos de excepción, distintos de aquellos pero de su misma naturaleza. Asimismo, cuando por situaciones extraordinarias tampoco sea posible recurrir a los medios lógicos de excepción, podrán utilizarse otros medios físicos y lógicos, basados en el soporte magnético u otro para el intercambio de los datos representativos, siempre que no modifiquen la naturaleza de estos.

Finalmente, las instrucciones de esta Circular complementan el modo de utilización de tales medios, estableciendo los aspectos operativos de los mismos.

6. NORMAS GENERALES DE FUNCIONAMIENTO DEL SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA Y DE LA CENTRAL DE ANOTACIONES DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

La Ley 41/1999, de 12 de noviembre (15), sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, incorporó al ordenamiento jurídico español los preceptos de la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de valores, que básicamente tiene como objetivo el contribuir al funcionamiento eficiente de los mecanismos transfronterizos de pagos y de liquidación de valores en la UE, ofreciendo una solución jurídica armonizada. Por otro lado, la Ley 41/99 exige que los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores reconocidos publiquen sus normas generales de adhesión y funcionamiento en el BOE.

En relación con los dos sistemas reconocidos que gestiona el BE, es decir, el *SLBE*, y la *Central de Anotaciones* del Mercado de Deuda

(15) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2000, pp. 67-69.

Pública Anotada, la mayor parte de los aspectos que vienen exigidos por la citada ley están ya publicados en disposiciones anteriores (16), quedando pendientes de cumplimentar determinados aspectos puntuales que recientemente se han publicado en la *CBE 3/2000, de 31 de mayo* (BOE de 12 de junio).

En primer lugar, se modifican las CBE 11/1998, de 23 de diciembre, sobre el SLBE, y la CBE 16/1987, de 19 de mayo (17), sobre Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, para hacer algunas precisiones relativas al momento en que en cada uno de los sistemas citados se entienden recibidas y aceptadas las órdenes de transferencia (de fondos o de valores, respectivamente) a los efectos previstos en la Ley 41/1999 sobre la validez y firmeza de las órdenes de transferencia, así como los efectos sobre las órdenes de transferencia y las compensaciones.

En segundo lugar, se introducen en las citadas circulares la previsión establecida en la Ley 41/1999, en el sentido de que no podrá aceptarse ninguna orden de transferencia de un participante al que le ha sido incoado un procedimiento de insolvencia, una vez que dicha incoación haya sido conocida por el sistema.

Finalmente, la norma modifica la CBE 5/1990, de 28 de marzo, para flexibilizar el régimen de apertura de cuentas de tesorería en el BE, al permitir su apertura en casos excepcionales debidamente justificados por razones técnicas.

7. NORMAS BÁSICAS DE FUNCIONAMIENTO DEL SERVICIO ESPAÑOL DE PAGOS INTERBANCARIOS

La creación del SNCE por el Real Decreto 1369/1987, de 18 de septiembre, supuso un avance importante en el proceso de modernización del sistema de pagos, al que se dotó de una infraestructura capaz de responder a la demanda de máxima fluidez de las transacciones y la inmediata efectividad de las mismas en el mercado nacional. Siendo de prever la progresiva desaparición voluntaria de las cámaras de

compensación o su eventual reorganización por sus entidades miembros, ante el rápido crecimiento de los procedimientos electrónicos, la OM de 26 de febrero de 1996 (18) simplificó el régimen administrativo al que estaban sujetas. Por otro lado, los documentos compensados en las cámaras tradicionales representan una porción mínima en comparación con los que se compensan por los sistemas electrónicos actuales. La especial naturaleza de estos documentos, de traslado difícil a los procesos electrónicos, ha movido a las entidades a diseñar un procedimiento, Sistema de Cámara Única, aprobado por el Banco de España, de acuerdo con lo previsto en la citada Orden de 26 de febrero.

Recientemente, se ha publicado la *Resolución de 19 de mayo de 2000* (BOE de 30 de junio), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, por la que se aprueban las Normas Básicas de Funcionamiento del Servicio Español de Pagos Interbancarios (en adelante, el SEPI), actualmente gestionado por la Cámara de Compensación Bancaria de Madrid.

El SEPI tiene por objeto facilitar el intercambio, compensación y liquidación de órdenes de pago cifradas en euros entre los participantes, o en la moneda que, en su caso, se establezca. Asimismo, dispone de unos mecanismos de control del riesgo por impago del saldo resultante de la compensación por parte de uno de los participantes, aunque este sea el que presente el mayor saldo deudor.

La Resolución está estructurada, entre otros, en los siguientes apartados:

- Las condiciones de participación de las entidades participantes, bien como entidades asociadas, bien como entidades representadas. Las primeras participarán en el intercambio de órdenes de pago con el resto de asociadas, así como en la compensación y liquidación en cuentas del Banco de España. Respecto a las segundas, el intercambio, compensación y liquidación de todas sus operaciones, las canalizará una entidad asociada al SEPI, la cual asumirá su representación a todos los efectos.
- La capacidad mínima de pago: para que una entidad pueda participar en el SEPI como asociada deberá disponer de capacidad de pago suficiente otorgada por el resto de asociados. Se considera como tal la dis-

(16) Ver, entre otras, la CBE 5/1990, de 28 de marzo (BOE del 23 de abril), reguladora del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y sus modificaciones, la CBE 11/1998, de 23 de diciembre (BOE del 30), sobre el Servicio de Liquidación del Banco de España, la CBE 16/1987, de 19 de mayo (BOE del 1 de junio), sobre anotaciones en cuenta de la deuda del Estado y sus modificaciones.

(17) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1987, pp. 46-48.

(18) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1996», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1996, p. 131.

ponibilidad de líneas bilaterales de crédito otorgadas por, al menos, el 50 % del resto de asociados, por un importe mínimo de 600.000 euros por línea.

- Las garantías, dado que los miembros asociados deberán constituir garantías básicas a favor de la Cámara de Compensación para asegurar tanto el pago de su saldo multilateral deudor (definido en las instrucciones operativas) como el de su compromiso adicional de liquidación.
- Las normas referentes a la liquidación diaria de la sesión, que hace referencia, entre otros aspectos, al horario para asentar la liquidación y ejecución de las garantías, la enajenación de los valores aportados en garantía y el compromiso adicional de liquidación.
- La irrevocabilidad de las órdenes de pago.
- Las obligaciones y responsabilidades tanto de las entidades asociadas y de las entidades representadas como de la propia Cámara de Compensación.

Finalmente, cabe reseñar la creación, dentro de la Cámara, de una comisión de seguimiento formada por personas expertas en el desarrollo del Servicio nombradas al efecto por la Junta de Gobierno, que, en general, velará por el cumplimiento de las normas básicas y de las instrucciones operativas.

8. MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La CBE 4/1991, de 14 de junio (19), que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, ha sufrido frecuentes modificaciones para adaptar su contenido a los cambios que han ido afectando al sistema crediticio. Una de las últimas modificaciones la protagonizó la CBE 9/1999, de 17 de diciembre (20), que introdujo en la normativa contable unos nuevos criterios de cobertura para reconocer y prevenir fenómenos de riesgos potenciales de morosidad a medio y largo plazo. En concreto, la CBE 9/1999 modificó el tratamiento de las insolvencias, in-

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

(20) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2000, pp. 65-67.

corporando un fondo para la cobertura estadística de insolvencias que se constituye cargando en la cuenta de pérdidas y ganancias de cada ejercicio la diferencia positiva entre la estimación estadística de las insolvencias globales latentes en las diferentes carteras de riesgos homogéneos y las dotaciones netas para insolvencias ya realizadas por morosidad u otras causas. A los efectos de esa Circular, se entendía por *dotaciones netas* para insolvencias la diferencia entre las dotaciones para insolvencias (coberturas específica y genérica) más las amortizaciones de insolvencias menos las recuperaciones del fondo de insolvencias (coberturas específica y genérica) y los activos en suspenso recuperados.

Recientemente, la CBE 4/2000, de 28 de julio (BOE del 1 de julio), ha matizado conceptualmente la definición de las dotaciones netas, excluyendo de su cálculo las variaciones en la cobertura genérica.

9. MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

La Ley 13/1992, de 1 de junio (21), sobre recursos propios y supervisión en base consolidada, incorporó en nuestro ordenamiento jurídico los preceptos de las directivas comunitarias sobre recursos propios y coeficiente de solvencia, ampliando su ámbito de aplicación a otros grupos de entidades de carácter financiero —las sociedades y agencias de valores y las entidades aseguradoras—, dando a todos ellos un tratamiento homogéneo. El RD 1343/1992, de 6 de noviembre (22), ha sido el primer escalón del desarrollo de la Ley. En esta norma se da un tratamiento especial a tres tipos de entidades financieras: las entidades de crédito, las sociedades y agencias de valores y las entidades aseguradoras y sus grupos respectivos. Seguidamente, una Orden de 30 de diciembre de 1992 (23) desarrolla y concreta las reglas en materia de recursos propios exigibles a las entidades de crédito y sus grupos. Otro tanto se ha hecho mediante la Orden 29 de diciembre de 1992 (24), para las sociedades y agencias de valores.

La integración de España en los países del área euro ha implicado que las entidades finan-

(21) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1992, pp. 82-86.

(22) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1993, pp. 65-71.

(23) Véase nota 22.

(24) Véase nota 22.

cieras deben competir con sus homólogas comunitarias, por lo que es necesario asegurar que la normativa española no imponga cargas superiores a las que soportan sus competidoras.

Con esa finalidad, entre otras, se ha publicado la *OM de 13 de abril de 2000* (BOE del 26), por la que se modifica la OM de 29 de diciembre de 1992, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las sociedades y agencias de valores y sus grupos, y la OM de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito.

En primer lugar, esta Orden transpone la Directiva 98/32/CE, de 22 de junio (25), por la que se modifica la Directiva 89/647/CEE, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, que permite a los supervisores dar la ponderación del 50 % a valores respaldados por hipotecas sobre inmuebles. Esta ponderación se concede ya a los bonos de titulización hipotecaria españoles, pero en cumplimiento de la directiva es necesario ampliar la gama de los activos beneficiados, y, en especial, para aquellos valores garantizados, total y directamente, por un conjunto de créditos hipotecarios que, a su vez, estén garantizados por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera hipoteca, y siempre que el derecho de crédito que incorporen los valores no tenga carácter subordinado respecto a otros acreedores del emisor.

En segundo lugar, cabe destacar la modificación introducida en la ponderación de los títulos del mercado hipotecario, en concreto bonos y cédulas hipotecarias, que pasa del 20 % al 10 %, dada su alta calidad crediticia, y en consonancia con la normativa comunitaria, y todo ello acompañado con un mejor tratamiento a efectos de la regulación por grandes riesgos y por riesgo específico en la cartera de negociación. También se incluyen, dentro de la ponderación del 10 %, los valores de renta fija emitidos por entidades de crédito autorizadas en la Unión Europea a los que sus supervisores nacionales les apliquen dicha ponderación.

En tercer lugar, se recoge en esta normativa la figura de la titulización de activos regulados por el RD 926/1998, de 14 de mayo (26), mejorando su tratamiento. Así, los valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos cuyo reembolso no esté subordinado al de

otros valores de renta fija emitidos por el fondo, ni al de los préstamos concedidos al fondo por entidades de crédito, tendrán la ponderación que corresponda al activo con mayor ponderación de los que puedan integrar el fondo.

En cuarto lugar, se recogen los riesgos avalados por las sociedades de garantía recíproca, dándoles un tratamiento similar a los avalados por las entidades de crédito, es decir, una ponderación del 20 %, dado que la Ley 1/1994, de 11 de marzo (27), sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca, regula la supervisión de estas entidades en términos análogos a la de las entidades de crédito, por lo que la calidad de la contraparte que presta el aval es similar a la de las entidades de crédito.

Finalmente, de acuerdo con la modificación experimentada por la legislación comunitaria, se amplía el período durante el cual las operaciones de arrendamiento financiero sobre inmuebles de uso terciario se benefician de la ponderación del 50 %, pasando del 31.12.2000 al 31.12.2006.

10. DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN DE LAS FIGURAS DE «CREADOR DE MERCADO» Y DE «ENTIDAD NEGOCIANTE»

Un acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España de fecha 19 de enero de 1988 estableció la figura de los creadores de mercado y reguló los criterios de acceso a tal condición y de mantenimiento de la misma, así como las relaciones entre estas entidades y el propio Banco de España.

Estos criterios han sido revisados con cierta regularidad en diversas órdenes ministeriales (28), siendo las últimas la OM de 10 de febrero de 1999 (29), desarrollada por la Resolu-

(27) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1994», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1994, pp. 98 y 99.

(28) La OM de 24 de julio de 1991, modificada parcialmente por la OM de 29 de marzo de 1994, que delimitó sus funciones y el contenido de las obligaciones y derechos inherentes a su condición, y la OM de 19 de junio de 1997, por la que se regularon las operaciones de segregación de principal y cupones de la deuda del Estado y su reconstrucción, y se facultó al Tesoro para que autorizara a determinadas entidades gestoras a realizar operaciones de segregación y reconstrucción siempre que se comprometieran a cumplir los requisitos establecidos por el citado Organismo.

(29) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1999, pp. 118-121.

(25) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1998, pp. 82 y 83.

(26) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1998, pp. 94-96.

ción de 11 de febrero de 1999 (30), y la Resolución de 4 de marzo de 1999 (31), ambas de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF), que establecieron los principios básicos de la regulación de las figuras de «creador de mercado» y de «entidad negociante» de la deuda pública del Reino de España, así como el procedimiento para obtener tal condición, los derechos y obligaciones que conlleva su otorgamiento, los criterios para evaluar su actividad y las circunstancias que determinan la pérdida de dicha condición o de algunos de sus derechos.

La introducción de la moneda única, al reducir las diferencias entre los mercados nacionales de deuda pública en euros, ha supuesto una mayor sustituibilidad entre los productos emitidos por los Tesoros del área del euro, por lo que es necesario competir en este nuevo entorno con un grupo de entidades comprometidas con la liquidez de su mercado de deuda. Asimismo, la creciente importancia que las plataformas de negociación electrónica están adquiriendo en la negociación de renta fija obliga a redefinir las condiciones en que desarrollan su actividad las entidades que colaboran con el Tesoro asegurando la liquidez del mercado secundario.

Ambos propósitos se han llevado a cabo mediante dos *Resoluciones de 10 de abril de 2000 de la DGTPF* (BOE del 18), que modifican, respectivamente, la Resolución de 11 de febrero de 1999 y la de 4 de marzo de ese mismo año.

Respecto al acceso a las segundas vueltas, se crea un sistema de incentivos para los *creadores de mercado* más activos. Así, con carácter general, cada creador podrá obtener en la segunda vuelta el importe máximo resultante de aplicar su coeficiente de participación en las adjudicaciones de las dos últimas subastas. No obstante, en cada subasta, el Tesoro tendrá la facultad de incrementar dicho coeficiente en un 20 % para cada uno de los creadores que, de acuerdo con la evaluación mensual, hayan resultado más activos durante el período precedente a la subasta.

En relación con sus obligaciones, los creadores continuarán garantizando la liquidez del mercado secundario, pero se modifican las condiciones específicas por las que cotizarán determinadas referencias de bonos y obliga-

ciones del Estado escogidos como *benchmark* (32), ya que, además de establecer diferenciales máximos de demanda-oferta, deberán expresar volúmenes mínimos cotizables. También se modifican las condiciones por las que deberán cotizar de forma obligatoria cuatro referencias de bonos y obligaciones del Estado no *benchmark*. Por otro lado, se establece —como novedad— la obligación de cotizar dos *strips* (33) de deuda pública de acuerdo con las condiciones de diferencial máximo demanda-oferta y de volumen mínimo expresados en la norma y, además, dos referencias adicionales que podrán ser bien *strips*, bien bonos con vidas residuales superiores a cinco años. Asimismo, mantendrán cotización del contrato sobre el bono notional de MEFF a diez años con un diferencial máximo entre los precios de compra y venta de 10 *ticks* (es decir, diez puntos básicos) y unas cantidades mínimas de 40 contratos para cada una de las posiciones. Aquellos creadores que, por motivos de imposibilidad técnica operativa, no puedan cotizar el futuro sobre el bono notional de MEFF, deberán sustituir dicha operativa por la cotización del bono *benchmark* a diez años en un importe equivalente a los citados 40 contratos. Finalmente, se añade una nueva obligación, que es la de asegurar con su actuación el buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan y, en concreto, tomarán las medidas necesarias para asegurar el mantenimiento de la estanqueidad entre la operativa de los miembros del sistema electrónico de negociación y terceros.

Por último, se amplían las áreas de actividad de los creadores a efectos de su evaluación mensual por parte del Tesoro, y se endurecen relativamente las circunstancias establecidas en la Resolución de 11 de febrero de 1999 para que se produzca la pérdida de la condición de creador de mercado.

En cuanto a la *entidad negociante* de deuda pública (en adelante, negociante) ya no continuará teniendo acceso exclusivo a la Red de Mediadores entre Negociantes de Deuda Pública Anotada, que ahora pasa a denominarse INFOMEDAS (34), pero se mantiene la posibilidad de acceder a la condición de creador de mercado en la forma y condiciones establecidas anteriormente para estos últimos.

Por otro lado, se modifican parcialmente las obligaciones establecidas en la Resolución de

(30) La Resolución de 11 de febrero fue posteriormente modificada por otra Resolución de 23 de julio de 1999 de la misma Dirección General.

(31) Véase nota 29.

(32) Referencia típica de bono.

(33) Bono segregable.

(34) Se deja la puerta abierta para que operen en INFOMEDAS otro tipo de entidades con un estatuto especial.

4 de marzo y se añaden otras nuevas. Respecto a las primeras, cabe reseñar el aumento del requisito de la participación de la entidad negociante en la negociación mensual en INFOMEDAS que pasa del 1 % al 2 % sobre el total negociado. Como novedad, también podrá considerarse, a efectos de cumplir esta obligación, la negociación de bonos y obligaciones del Estado en otras plataformas electrónicas que determine el Tesoro.

Referente a las nuevas obligaciones, deberán aportar la información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda pública en general y la actividad del negociante en particular, así como asegurar el buen funcionamiento del mercado, respetando las condiciones operativas que se establezcan. Finalmente, el Tesoro evaluará mensualmente a los negociantes el cumplimiento de sus obligaciones, previendo que, en circunstancias excepcionales de mercado podrá eximirles del cumplimiento de alguna de ellas.

11. MERCADO DE VALORES: FOLLETOS INFORMATIVOS PARA LOS CONTRATOS FINANCIEROS ATÍPICOS

La Ley 37/1998, de 16 de noviembre (35), de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (36), amplió su ámbito de aplicación, ya que, además de los valores negociables emitidos por personas o entidades públicas o privadas, incluyó determinados instrumentos financieros a los que les será de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables.

En los últimos tiempos, las entidades de crédito realizan con los inversores contratos financieros cuyas características económicas y jurídicas son diversas. Dentro de ellos, son numerosos los que vinculan los fondos captados a la evolución de uno o más valores cotizados o de un índice; mientras esto solo alcance a la remuneración de aquellos nos encontramos en el marco de operaciones de depósito con retribución variable, pero cuando la entidad de crédito no se compromete a la devolución íntegra e incondicionada del principal, sino que esta queda igualmente vinculada a la evolución del precio

de los valores, ya no es tan claro calificar como depósito la operación, que puede asimilarse a la venta de un instrumento financiero derivado y requerir instrumentos de protección del inversor análogos a los aplicados a estos. Asimismo, se ha puesto de manifiesto que los modelos de folletos establecidos para los valores negociables, en general, resultan poco adecuados para este tipo de productos, lo que hace necesario regular un nuevo modelo específico que se adapte mejor a sus características y al tipo de inversor al que se ofrece.

Por otro lado, el RD 2590/1998, de 7 de diciembre (37), que modifico el RD 291/1992, de 27 de marzo (38), sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, introdujo importantes novedades en la regulación de las emisiones y ofertas públicas de ventas de valores. De entre ellas, habilitó a la CNMV para aprobar los modelos de folletos informativos en función de las especiales características del emisor, de las cuantías de la emisión afectada o de las de los valores correspondientes. Haciendo uso de esta facultad, la CCNMV 2/1999, de 22 de abril (39), modificó algunos tipos de folletos actualmente regulados para su adaptación a las especiales características de las emisiones.

Recientemente, la CNMV ha publicado la CCNMV 3/2000, de 30 de mayo (BOE de 13 de junio), por la que se modifica la CCNMV 2/1999, con objeto de introducir el modelo de folleto informativo de los contratos financieros atípicos. La Circular los define como contratos no negociados en mercados secundarios organizados por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela asumiendo una obligación de reembolso consistente bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de la evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido.

Por otra parte, las entidades de crédito que suscriban con su clientela contratos financieros atípicos incorporarán necesariamente al contrato que firmen el texto del folleto informativo (modelo CFA1, que aparece en el anejo de la Circular) verificado por la CNMV.

(35) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 77-86.

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

(37) Véase nota 35.

(38) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1992, pp. 70-72.

(39) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1999, pp. 109 y 110.

12. CÓDIGO GENERAL DE CONDUCTA Y NORMAS DE ACTUACIÓN EN LA GESTIÓN DE CARTERAS DE INVERSIÓN Y MODELOS NORMALIZADOS DE CONTRATOS-TIPO DE GESTIÓN

La Ley 24/1988, de 28 de julio (40), del Mercado de Valores, recogía en su exposición de motivos la necesidad de instaurar en la legislación española unas normas mínimas de conducta de cuantos operan en los mercados de valores, encaminadas a defender, prioritariamente, los intereses de los inversores y velando, en todo momento, por la transparencia del mercado. El desarrollo de esos principios, se llevó a cabo mediante el RD 629/1993, de 3 de mayo (41), sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, cuyo objetivo era contribuir a la transparencia del mercado y a la protección de los inversores, estableciendo un código general de conducta que debe regir las relaciones entre las entidades operantes en el mercado y sus clientes. Asimismo, atribuyó a la CNMV la verificación de que los contratos-tipo reguladores de las actividades u operaciones del mercado de valores contengan toda la información exigida en la normativa vigente.

Posteriormente, la OM de 7 de octubre de 1999 (42) adaptó el código general de conducta y las normas de actuación del RD 629/1993 a las peculiaridades de la gestión de carteras de inversión, con el propósito de crear un cuerpo de normas de conducta dirigidas de forma específica a regir las relaciones entre las entidades gestoras de carteras y sus clientes. En concreto, estableció que las relaciones entre el cliente y el gestor de su cartera deberán estar debidamente formalizadas mediante contrato-tipo de gestión de cartera, conforme a lo establecido en la OM de 25 de octubre de 1995 (43) pero fijando un contenido mínimo más detallado que el reseñado en esta Orden. Asimismo, habilitó a la CNMV para desarrollar su contenido y en particular aprobar los modelos normali-

zados de contratos-tipo, así como establecer los plazos para adaptar los contratos firmados con anterioridad.

Haciendo uso de esa facultad, la CNMV ha promulgado la CCNMV 2/2000, de 30 de mayo (BOE de 13 de junio), que establece un modelo normalizado de contrato-tipo de gestión de carteras de uso voluntario por las partes. Al mismo tiempo, aprovecha para precisar determinados aspectos sobre el contenido mínimo de los contratos-tipo, sobre el depósito de activos financieros y sobre el archivo de justificantes de órdenes específicas recibidas de los clientes con contrato de gestión de carteras. Finalmente, la Circular establece los requisitos que deben cumplir las cuentas globales (cuentas ómnibus) para su utilización en el ámbito de la actividad de gestión de carteras.

Las entidades podrán adoptar como contrato-tipo de gestión de carteras el *modelo normalizado* que se adjunta en el anejo de la Circular, en cuyo caso deberán remitir a la CNMV un escrito que certifique que la entidad ha adoptado tal modelo normalizado. En otro caso, los contratos que elaboren las entidades deberán contener, al menos, los aspectos exigidos en las disposiciones reglamentarias vigentes en cada momento y, en todo caso, mencionarán de forma expresa si el contenido por el que la entidad ha optado se ajusta o no al modelo normalizado aprobado por la CNMV. El texto del modelo normalizado constituye un contenido mínimo de los contratos-tipo.

Por otro lado, las entidades deberán adaptar los contratos firmados con anterioridad al contenido en la OM de 7 de octubre de 1999 en el plazo máximo de cinco meses desde la entrada en vigor de la Circular, que fue el pasado 14 de junio, aunque la CNMV podrá autorizar la ampliación de este plazo hasta un máximo de otros tres meses adicionales.

Por otra parte, las *cuentas de valores e instrumentos financieros y de efectivo* afectas a la gestión deberán identificarse en las cláusulas del contrato-tipo o bien en sus anejos. El depósito o registro de dichos activos deberá realizarse en cuentas individuales abiertas a nombre del cliente contratadas directamente por él o a través de la entidad gestora mediante poder específico. Las cuentas de efectivo deberán estar abiertas en una entidad de crédito. No obstante, cuando se trate de cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio también podrán estar abiertas en sociedades y agencias de valores.

Finalmente, la adquisición o enajenación de valores o instrumentos financieros por cuenta

(40) Véase nota 36.

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

(42) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2000, pp. 71 y 72.

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

de los clientes podrá registrarse en *cuentas globales* (cuentas ómnibus) cuando la entidad opere en mercados extranjeros en los que la práctica habitual exija la utilización de cuentas globales de valores o instrumentos financieros para clientes de una misma entidad. Con carácter previo a la apertura de cuentas globales, deberán cumplirse los siguientes requisitos: a) la unidad de control de la entidad gestora emitirá, por cada entidad financiera en que pretenda abrirse, un informe sobre su calidad crediticia y sus riesgos; b) existirá una separación absoluta entre la cuenta propia de la entidad y la de terceros, no pudiendo registrarse posiciones de la entidad y de sus clientes en la misma cuenta; c) la entidad establecerá un procedimiento interno que permita individualizar contablemente la posición de cada cliente, y d) será necesario obtener la autorización escrita de cada cliente, informándole de los riesgos que asume como consecuencia de esta operativa, así como de la identidad y calidad crediticia de la entidad financiera que actúe como depositaria de las cuentas globales.

13. MEDIDAS URGENTES DE ESTÍMULO AL AHORRO FAMILIAR, A LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA Y A LA COMPETENCIA, Y MEDIDAS DE LIBERALIZACIÓN DE DETERMINADOS SECTORES

Con el fin de garantizar el crecimiento estable de la economía española y prevenir posibles rebrotes inflacionistas, se han promulgado varios reales decretos-ley por los que se aprueban un paquete de medidas liberalizadoras y de incentivo a la competencia que afectan a determinados sectores, así como un conjunto de medidas fiscales que favorecen el ahorro familiar.

A continuación se hace una breve exposición de los aspectos más importantes de aquellas medidas que tengan un carácter financiero y fiscal, que están contenidas en el *Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio* (BOE del 24), por el que se aprueban un paquete de medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro y a la pequeña y mediana empresa, y en el *Real Decreto-Ley 6/2000, de 23 de junio* (BOE del 24), de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios (44).

(44) Para un mayor detalle, el resto de las medidas urgentes adoptadas que afectan, entre otros, a la pequeña y mediana empresa, a los sectores inmobiliario y de transporte, al gasto farmacéutico, a los mercados de bienes y servicios, y al sector de telecomunicaciones, véanse los recuadros 1 y 2 en el artículo «Informe trimestral de la economía española», en este mismo Boletín.

13.1. Sistema financiero

En el ámbito financiero, se aumenta la transparencia en los folletos informativos relativos a la formalización de *préstamos hipotecarios* destinados a la adquisición de viviendas que se suscriban con personas físicas, posibilitando a los prestatarios el derecho a participar en la designación de los agentes intervinientes en la operación. De este modo, las entidades de crédito y las demás entidades financieras deberán hacer constar en el folleto informativo el derecho que asiste al prestatario para designar, de mutuo acuerdo con la parte prestamista, la persona o entidad que vaya a llevar a cabo la tasación del inmueble objeto de la hipoteca, la que se vaya a encargar de la gestión administrativa de la operación, así como la entidad aseguradora que, en su caso, vaya a cubrir las contingencias que la entidad prestamista exija para la formalización del préstamo.

13.2. Inversión colectiva

En lo referente a los *fondos de inversión* y considerando la fuerte caída de los tipos de interés y la reducción del espectro de monedas de emisión de activos, se reducen los límites máximos a las comisiones de gestión.

En cuanto a los *fondos de pensiones*, en primer lugar, se elevan los límites generales de reducción en la base imponible por aportaciones a planes de pensiones y mutualidades de previsión, así como los aplicables en el caso de partícipes de mayor edad y de personas con minusvalía. En concreto, los límites generales aumentan de 1.100.000 PTA a 1.200.000 PTA, y del 20 % al 25 % de los rendimientos netos del trabajo y de actividades económicas. En el caso de personas de mayor edad, se elevan los límites máximos de aportación en 300.000 PTA y en 20 puntos porcentuales, quedando situados, respectivamente, en 2.500.000 PTA y el 40 % de los rendimientos. Finalmente, en el caso de personas con minusvalías, se eleva el límite absoluto en 300.000 PTA, quedando situado en 2.500.000 PTA.

En segundo lugar, se produce una extensión del régimen fiscal de los planes de pensiones a aquellos cónyuges que trabajan dentro del hogar familiar. La medida incorporada al proyecto implica un favorecimiento del ahorro familiar y responde a una demanda social existente en la actualidad. Con la modificación que se incorpora se permite que las aportaciones efectuadas a los planes de pensiones de los que sean titulares los cónyuges que obtengan rendimientos del trabajo y de actividades económicas inferiores a 1.200.000 PTA puedan ser objeto de re-

ducción en la base imponible del otro cónyuge, con el límite máximo de 300.000 PTA anuales.

Finalmente, con las mejoras introducidas en el régimen fiscal de los planes de pensiones, se mejora la tributación de las prestaciones derivadas de seguros de vida, aumentando los coeficientes reductores aplicables para la determinación del rendimiento neto correspondiente.

13.3. Reformas en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF)

En lo que respecta al *IRPF*, se mejora el tratamiento fiscal de las ganancias y pérdidas patrimoniales. Así, en primer lugar, se establece la inclusión en la parte especial de la base imponible del impuesto de aquellas derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales adquiridos con más de un año de antelación, lo que supone una rebaja del plazo de dos años hasta ahora vigente. Al mismo tiempo, se reduce el tipo impositivo aplicable a este tipo de ingresos que pasa del 20 % al 18 %, equiparándolo así con el tipo mínimo al que se grava la parte general de la base imponible. En segundo lugar, y en coherencia con el nuevo tipo de gravamen, se rebaja del 20 % al 18 % el porcentaje de retención aplicable a las rentas obtenidas como consecuencia de las transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva. En tercer lugar, con el objetivo de culminar la reforma del *IRPF* en lo que se refiere al tratamiento de la vivienda habitual y teniendo en cuenta el carácter complementario de aquel que debe tener el Impuesto sobre el Patrimonio, se establece la exención en este último impuesto de la vivienda habitual del contribuyente, al menos, en la medida en que su valor fiscal no exceda de 25.000.000 de pesetas. Finalmente, se establece el régimen en el *IRPF* y en el Impuesto sobre Sociedades del préstamo de valores, con el objeto de facilitar la realización de estas operaciones en los mercados financieros españoles.

14. IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES: PROCEDIMIENTO PARA REALIZAR LA RETENCIÓN A CUENTA O SU EXCLUSIÓN

La Ley 41/1998, de 9 de diciembre, sobre la renta de no residentes y normas tributarias, reguló, de forma unitaria, la tributación de los no residentes en los impuestos sobre la renta. La norma determinaba los sujetos obligados a practicar la retención e ingreso a cuenta, respecto de las rentas sujetas a este impuesto, se-

ñalando sus límites o, en su caso, las normas establecidas en un Convenio para evitar la doble imposición que resultara aplicable.

El sistema actual de retenciones e ingresos a cuenta exige que, en el pago de intereses o dividendos derivados de la emisión de valores negociables, los retenedores deben conocer la condición del receptor como contribuyente del impuesto sobre la renta de no residentes por obtención de rentas sin mediación de establecimiento permanente, así como, cuando proceda, el país de residencia fiscal del mismo, para hacer efectiva bien la práctica de la retención o ingreso a cuenta sobre los intereses y dividendos, bien su exclusión por tratarse de rentas exentas. Sin embargo, el hecho de que los valores negociables se encuentren depositados, con carácter general, en determinadas entidades financieras origina problemas prácticos en la aplicación de la retención, ya que el retenedor-emisor abona los rendimientos a las entidades financieras depositarias para que estas, a su vez, los abonen a los titulares de los valores, sin conocer el emisor la condición de los receptores finales ni su país de residencia.

Para superar dichos problemas, se ha publicado la *OM de 13 de abril de 2000* (BOE del 18), por la que se establece un procedimiento para hacer efectiva la práctica de retención, al tipo que corresponda en cada caso, o la exclusión de la misma, sobre los intereses o dividendos derivados de la emisión de valores negociables obtenidos sin mediación de establecimiento permanente por contribuyentes del impuesto sobre la renta de no residentes, cuando en el procedimiento de pago intervengan entidades financieras domiciliadas, residentes o representadas en España que sean depositarias o gestionen el cobro de las rentas de dichos valores. Se excluyen del ámbito de aplicación de la citada Orden los intereses procedentes de valores de Deuda Pública a los que se aplique un procedimiento específico con una finalidad similar a la establecida en esta norma.

El procedimiento para hacer efectiva la exclusión de retención, o la práctica de la misma a un tipo reducido por aplicación de los límites de imposición establecidos en los Convenios para evitar la doble imposición suscritos por España, deberá ajustarse a determinados requisitos. Así, la entidad emisora transferirá a las entidades depositarias en cada fecha de vencimiento de los intereses o en el momento de la distribución de los dividendos el importe líquido que resulte de la aplicación del tipo general de retención vigente en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sobre sociedades (en estos momentos, es el 18 %). Antes del día 10 del mes siguiente al mes en

que venza el cupón o se distribuya el dividendo, las entidades depositarias deberán presentar ante la entidad emisora una *relación* detallada de los titulares contribuyentes por el impuesto sobre la renta de no residentes por obtención de rentas en territorio sin mediación de establecimiento permanente que deberá contener determinados datos, como son el NIF del titular de los valores, el código del país de residencia fiscal y el porcentaje e importe retenido en exceso de cada titular. La entidad emisora, tan pronto como reciba la relación detallada de estos titulares, transferirá a las entidades depositarias el importe retenido a los contribuyentes con derecho a aplicar la exclusión de retención o el importe retenido en exceso sobre los límites de imposición establecidos en los respectivos Convenios. Finalmente, las entidades depositarias lo abonarán inmediatamente a los contribuyentes afectados.

Para acreditar su residencia fiscal, los citados titulares deberán presentar un certificado expedido por las autoridades fiscales del país de residencia en el que se justifiquen las razones de la exclusión de la retención, bien por aplicación de la normativa interna española, bien por la aplicación de un determinado convenio.

Igualmente, se deberán cumplir requisitos similares respecto al procedimiento para hacer efectiva la práctica de retención al tipo general de gravamen del art. 24.1.a) de la Ley 41/1998 (fijado en el 25 %), cuando la entidad emisora ha practicado inicialmente la retención al tipo general vigente en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sobre sociedades.

10.7.2000.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de junio de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	5,25	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO.....	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	5,63	33,18	29,00	32,53	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
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	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR	4,00	10,62	—	18,10	—
BANESTO BANCO DE EMISIONES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	4,25	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA.....	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN	—	—	—	—	—
BBVA 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
COMERCIO	6,75	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
CREDIT 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.....	—	—	—	—	—
MAPFRE.....	4,50	10,62	—	10,62	—
MARCH	6,00	30,60	—	29,86	—
MURCIA	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NEGOCIOS ARGENTARIA	9,75	33,18	—	32,31	—
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—

(Continuación) 2
Situación al día 30 de junio de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
OPEN BANK, S.A.	—	9,54	9,15	9,54	9,15
PASTOR.	5,25	21,34	19,50	31,08	28,00
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.	5,75	28,82	27,00	29,86	27,00
POPULAR HIPOTECARIO.	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS.	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS.	—	—	—	—	—
PUEYO.	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL.	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA.	6,00	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.	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
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>5,78</i>	<i>25,82</i>	<i>24,45</i>	<i>25,90</i>	<i>24,21</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.	3,70	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.	5,50	28,07	25,00	28,07	25,00
B.N.P.-ESPAÑA.	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANCOVAL.	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOA.	4,00	29,00	—	29,00	—
BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANQUE PSA FINANCE, S.E.	6,20	—	—	—	—
BARCLAYS BANK.	5,25	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.	4,75	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.	—	—	—	20,31	—
CARIPO S.P.A., S.E.	3,80	8,35	8,05	—	(2,00)
CDC URQUIJO.	4,25	29,97	26,50	29,97	26,50
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA.	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A., S.E.	9,75	20,00	—	20,00	—
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.	5,75	13,65	13,00	(5,88)	(5,75)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00

(Continuación) 3
Situación al día 30 de junio de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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.	4,40	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.	5,97	10,62	—	5,97	—
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.	4,78	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.	5,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	—	—	—	—	—
INVERSION	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.	5,00	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	5,75	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.	4,53	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.	—	—	—	—	—
PRIVAT BANK	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
RABOBANK NEDERLAND, S.E.	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ROMA, S.P.A., S.E.	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK CANADA EUROPE, S.E.	5,15	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.	4,50	24,32	—	(2,02)	—
UBS ESPAÑA	4,50	10,63	10,14	10,63	10,14
URQUIJO	4,25	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	3,75	10,63	11,06	10,63	11,06
<i>Media simple</i>	5,07	16,98	16,85	19,42	18,15
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,40	21,47	21,05	23,43	22,30

(Continuación) 4
Situación al día 30 de junio 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.....	6,14	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.....	5,00	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.....	4,58	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.....	6,00	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL.....	5,25	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.....	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU.....	4,50	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.....	6,40	19,50	17,95	19,50	18,22
PENEDÉS.....	3,88	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.....	5,75	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL.....	6,00	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA.....	4,75	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ.....	7,25	22,50	—	—	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA.....	5,75	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.....	4,85	14,93	—	14,93	—
UNICAJA.....	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE.....	3,79	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>	5,20	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»
4/2000, de 28 de junio	Entidades de crédito. Modificación de la Circular 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros.	1 de julio de 2000

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 20 de julio de 2000

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0015	BANCA CATALANA, S.A.	28.06.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (0182).
0127	BANCO DE ALICANTE, S.A.	28.06.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (0182).
0208	CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A.	07.07.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (2104).
0073	OPEN BANK, S.A.	11.07.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR PATAGÓN INTERNET BANK, S.A.
0229	BANCOPOPULAR-E, S.A.	12.07.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VELÁZQUEZ, 34.-28001 MADRID.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8804	COFIBER FINANCIERA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, SOCIEDAD ANÓNIMA	27.06.2000	CAMBIO DE COMICILIO SOCIAL A CALLE ANTONIO MAURA, 4.-28014 MADRID.
8808	ABACÁ CRÉDITO Y FINANCIACIÓN, E.F.C., S.A.	12.07.2000	BAJA POR TRANSFORMACIÓN EN BANCOPOPULAR-E, S.A. (0229).

	Nombre	Fecha recepción comunicación	Concepto
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE)			
	SANPAOLO IMI	26.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
	BANCA INTESA SPA	28.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
	CARIPLO SPA	28.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
	VONTOBEL BANK AKTIENGESELLSCHAFT	29.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: AUSTRIA.
	NATEXIS BANQUE	06.07.2000	BAJA.
	NATEXIS BANQUES POPULAIRES	06.07.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
	UNICREDITO ITALIANO	12.07.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
	MERRILL LYNCH INTERNATIONAL BANK LTD	18.07.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.

Código	Nombre	Fecha	Concepto
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1732	QUISQUEYANA IBERIA, S.A.	03.07.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE OLIVO, 25.-28023 MADRID.
1733	EL IMPERIO DEL ENVÍO IMPERENVÍOS, S.A.	03.07.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE CANARIAS, 34 (LOCAL).-28045 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4432	VALTASAR SOCIEDAD DE TASACIONES, S.A.	19.07.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE MARQUÉS DE URQUIJO, 7 (PL. 1).-28008 MADRID.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 20 de julio de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
CAJAS DE AHORROS		
2057	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA	FUSIÓN.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO		
8583	FINANZIA SERVICIOS FINANCIEROS, E.F.C., S.A.	FUSIÓN.
8809	ARGENTARIA SERVICIOS FINANCIEROS E.F.C., S.A.	FUSIÓN.
8722	PROMOTORA DE FINANCIACIÓN CATALANA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.
8901	ARGENTARIA FACTORING, E.F.C., S.A.	FUSIÓN.
8902	CATALANA DE FACTORING, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	FUSIÓN.
SOCIEDADES DE TASACIÓN		
4310	CATALANA INTERNACIONAL DE VALORACIONES, S.A.	CIERRE.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Michael Binder, Cheng Hsiao and M. Hashem Pesaran

ESTIMATION AND INFERENCE IN SHORT PANEL VECTOR AUTOREGRESSIONS WITH UNIT ROOTS AND COINTEGRATION

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0005

Este trabajo considera la estimación y la inferencia de vectores autorregresivos en panel (VAP) con efectos fijos cuando la dimensión temporal del panel es finita y la dimensión de corte transversal es grande. Se propone un estimador de máxima verosimilitud (MV), basado en una función de verosimilitud transformada, que resulta ser consistente y con una distribución asintótica normal independientemente de las propiedades de raíz unitaria y de cointegración del modelo VAP subyacente. La función de verosimilitud transformada también se utiliza para obtener contrastes de raíz unitaria y de cointegración en paneles con dimensiones temporales reducidas; el atractivo de estos contrastes es que se basan en estadísticos de distribución normal y chi-cuadrado estándar. Al examinar la estimación mediante el método generalizado de momentos (MGM) como alternativa al estimador MV propuesto, se muestra que los estimadores MGM convencionales basados en las condiciones de ortogonalidad estándar sufren una ruptura si las series temporales subyacentes contienen raíces unitarias. Además, la utilización de estimadores MGM ampliados mediante el empleo de variantes de homocedasticidad y restricciones estacionarias, como sugiere la literatura en un contexto univariante, es susceptible de ofrecer dificultades. Se proporciona evidencia de Monte Carlo, que indica que el estimador MV y los contrastes de cointegración y de hipótesis de los parámetros basados en él se comportan bien en muestras pequeñas, lo que contrasta marcadamente con el comportamiento de los estimadores MGM en este tipo de muestras.

Enrique Alberola and Luis Molina

FISCAL DISCIPLINE AND EXCHANGE RATE REGIMES, A CASE FOR CURRENCY BOARDS?

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0006

La evidencia empírica no permite observar que los regímenes de tipo de cambio fijo su-

pongan una mayor disciplina fiscal, a pesar de que, en principio, la fijación cambiaria impone importantes restricciones sobre los ingresos por señoriaje. Un análisis más profundo del concepto de señoriaje permite explicar las vías por las que la financiación monetaria de los déficit es posible en el corto y medio plazo, incluso bajo un régimen de tipos de cambio fijo. En particular, se subraya que el concepto tradicional de señoriaje puede llevar a equívocos y que el señoriaje fiscal, definido como los ingresos efectivos transferidos al gobierno por el Banco Central, es una variable clave para determinar el grado de disciplina fiscal. El trabajo muestra que una versión particular de los regímenes fijos, los llamados *currency boards*, puede contribuir a fomentar la disciplina fiscal, puesto que eliminan la capacidad de financiación del Banco Central. Estas hipótesis se confirman a través del análisis empírico de la relación entre disciplina fiscal y los conceptos alternativos de señoriaje.

Soledad Núñez Ramos y Miguel Pérez-García
Mirasierra

LA RAMA DE SERVICIOS EN ESPAÑA: UN ANÁLISIS COMPARADO

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0007

Este trabajo pretende señalar los principales rasgos que la rama de servicios presenta en la economía española. 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 —entre las distintas ramas que componen los servicios—. El período de análisis abarca desde 1980 hasta 1997, y los datos utilizados provienen de la Contabilidad Nacional, según la metodología del SEC-79, y se han obtenido de Eurostat.

Del análisis realizado se desprende que la rama de servicios en España presenta las regularidades empíricas generalmente observadas en las economías avanzadas: una mayor inflación, un menor crecimiento de la productividad, una mayor generación de empleo y, en los ser-

vicios 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 de servicios en España ha seguido pautas comunes a las de las principales economías de su entorno. Las diferencias observadas son, con la excepción

del carácter anticíclico de la productividad, más de grado que de tendencia: 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 que en el conjunto de la UE.

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	Regulación financiera: primer trimestre de 2000	Abr	135
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	Evolución reciente de la economía española	May	9
La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000	May	23
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33	Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía	May	31
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43	Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999	May	43
Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57	Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69	Evolución reciente de la economía española	Jun	17
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000	Jun	31
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Precios del petróleo e inflación en el área del euro	Jun	45
Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35	Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable	Jun	55
Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41	La rama de servicios en España: un análisis comparado	Jun	65
El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
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 finanzas públicas europeas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: algunas cuestiones a debate	Jul-Ago	55
Informe trimestral de la economía española	Abr	21	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1999	Jul-Ago	63
La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	Abr	67	Las entidades de tasación: información estadística 1999	Jul-Ago	73
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	Abr	77	Regulación financiera: segundo trimestre de 2000	Jul-Ago	81

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

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

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN 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)

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)

35. M^{ra} 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).

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

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

- 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.
- 0005 MICHAEL BINDER, CHENG HSIAO AND M. HASHEM PESARAN: Estimation and Inference in Short Panel Vector Autoregressions with Unit Roots and Cointegration.
- 0006 ENRIQUE ALBEROLA AND LUIS MOLINA: Fiscal discipline & Exchange Rate Regimes. A case for currency Boards?
- 0007 SOLEDAD NÚÑEZ Y MIGUEL PÉREZ: La rama de servicios en España: un análisis comparado.
- 0008 OLYMPIA BOVER AND NADINE WATSON: Are There Economies of Scale in the Demand for Money by Firms? Some Panel Data Estimates.

EDICIONES VARIAS (1)

- RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (***).
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).
- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (*).
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).
- SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^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).

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

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

Informe anual (ediciones en español e inglés):

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

Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

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

Balanza de pagos de España (edición bilingüe: español e inglés):

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

Central de Anotaciones en Cuenta:

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

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

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

Economic bulletin (2):

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

Boletín estadístico (en disquetes, mensual) (3):

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

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (4):

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

Circulares a entidades de crédito:

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

Circulares del Banco de España. Recopilación:

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

Publicaciones de la Central de Balances:

- *Monografía anual*:
— España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.
- *Estudios de encargo*:
— Precio según presupuesto adaptado a cada petición (5).
- *Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised)*:
— España: consultar a la Central de Balances.

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

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

Documentos de trabajo:

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

Memoria del Servicio de Reclamaciones

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

Ediciones varias (6).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.
- (2) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las *Cuentas financieras de la economía española*, de la edición en inglés del *Informe anual*, y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) La suscripción al *Boletín estadístico* en disquetes incluye la información contenida en dicha publicación, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (4) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (5) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (6) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

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