

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

octubre 2000

boletín económico

octubre 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	Dracma griega
SE	Suecia	SEK	Corona sueca
UK	Reino Unido	GBP	Libra esterlina
JP	Japón	JPY	Yen japonés
US	Estados Unidos de América	USD	Dólar estadounidense

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

Abreviaturas y signos más utilizados

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

Índice

	<u>Páginas</u>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior de la zona euro	16
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	24
4. La economía española	33
5. Los flujos financieros de la economía española	52
Una estimación de primas de liquidez en el mercado español de deuda pública	63
La demanda de dinero de las empresas: estimaciones con datos de panel	71
Regulación financiera: tercer trimestre de 2000	79
Información del Banco de España	87
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación al día 30 de septiembre de 2000	89
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 19 de octubre de 2000	93
Publicaciones recientes del Banco de España	95
Indicadores económicos	99
Artículos y publicaciones del Banco de España	159

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

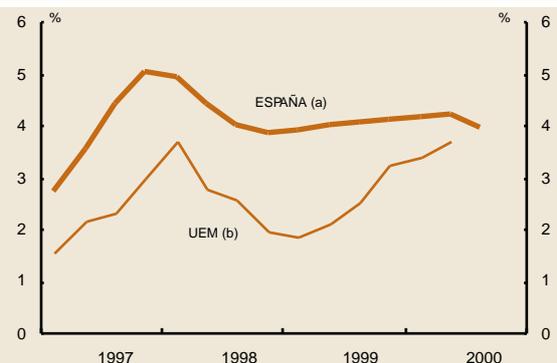
La economía española moderó su elevado ritmo de crecimiento interanual en el tercer trimestre del año 2000. Tras un primer semestre en el que la tasa de variación del producto interior bruto (PIB) real se mantuvo estabilizada en el 4,2 % —al conjugarse una modesta desaceleración de la demanda nacional con unos resultados más favorables del saldo neto exterior, aunque todavía negativos—, los datos más recientes muestran, en general, que está atenuándose el crecimiento del gasto interno, sin que se aprecien cambios importantes en la contribución de la demanda exterior. El contexto internacional continúa siendo positivo, aunque se aprecia una mayor incertidumbre asociada a la variabilidad de los mercados bursátiles y cambiarios y a la persistencia del elevado nivel alcanzado por el precio del crudo de petróleo. El clima expansivo en la zona de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha consolidado, a la vez que se ha producido un rebrote en el crecimiento de los precios de consumo como reflejo, básicamente, de las alzas experimentadas en el componente energético. En esta situación, el Banco Central Europeo (BCE) ha seguido aumentando, gradualmente, los tipos de interés.

Con las cautelas habituales, se estima que el crecimiento interanual del PIB real de la economía española en el tercer trimestre del año 2000 estuvo en torno al 4 %, alcanzando la demanda nacional una tasa ligeramente inferior al 4,5 % —4,8 % en el promedio del primer semestre— y siendo la contribución negativa de la demanda exterior neta del orden del medio punto porcentual, similar a la del trimestre precedente. La desaceleración de la demanda interna se aprecia tanto en la formación bruta de capital como en el consumo privado, aunque, posiblemente, sea más evidente en este último componente. Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, se desaceleraron, como consecuencia, sobre todo, de los resultados del sector turístico en los meses de verano, a la vez que las importaciones fueron acomodando su tasa de crecimiento a la de la demanda final, algo menos expansiva.

Como se aprecia en el gráfico 1, a lo largo de este ejercicio se están aproximando la tasa de crecimiento real de la economía española y la del conjunto de la UEM, donde, en el segundo trimestre —última información disponible—, se registró un crecimiento del PIB real del 3,7 %, tres décimas porcentuales más que en el período precedente. El estrechamiento del diferencial de crecimiento con la zona del euro debe interpretarse como una consecuencia lógica de la posición cíclica más avanzada de la economía española, que se encuentra ya en el cuarto año de crecimiento ininterrumpido. Por su par-

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



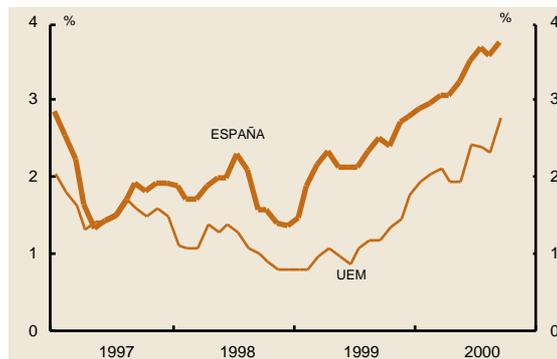
Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(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.

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y BCE.

te, el diferencial de inflación —medido a través de los índices armonizados de precios de consumo (IAPC)— fluctúa en torno al punto porcentual desde mediados de 1998 (véase gráfico 2). En septiembre fue de esa cuantía, tres décimas menos que en el mes anterior, debido, básicamente, a que la aceleración que experimentaron los precios energéticos en el conjunto de la zona fue muy superior a la que tuvo lugar en la economía española.

En este contexto de crecimiento económico y aumento de los riesgos inflacionistas, el tono de la política monetaria instrumentada para los países de la zona del euro ha ido haciéndose cada vez más estricto; la cotización del euro en los mercados se debilitó, para mejorar posteriormente. En cuanto a la política fiscal del área, sigue beneficiándose del clima expansivo, sin que, en términos generales, se aprecien esfuerzos adicionales de contención del gasto. En el caso de la economía española, el avance del cierre del año 2000 que acompaña a la presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado del 2001 supone un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas del 0,4 % del PIB, notablemente inferior al que se había programado, como paso para alcanzar el equilibrio presupuestario en el próximo ejercicio (véase recuadro 1), aunque la buena marcha de la ejecución ha permitido anunciar, con posterioridad, que el resultado final podría reducirse en una décima.

Como ya se ha señalado, los datos sobre la evolución del entorno internacional durante el tercer trimestre del año 2000 confirman que han seguido registrándose tasas de crecimiento

económico elevadas en la mayoría de las áreas, sin que, por el momento, se aprecie un impacto significativo sobre la actividad del aumento experimentado por los precios de los productos petrolíferos. La cotización del crudo, que parecía haberse moderado al comienzo de la primavera, inició una nueva escalada, hasta superar los 30 dólares/barril en los meses más recientes. En el caso de la economía de los Estados Unidos, este clima expansivo, particularmente prolongado, no está generando tensiones inflacionistas importantes, como consecuencia, entre otros factores, del elevado crecimiento de la productividad. En el sudeste asiático y en América Latina la evolución reciente es, en general, favorable y contribuye de forma significativa al aumento del comercio mundial.

Dentro de la UEM, ya se ha mencionado la tasa de crecimiento real alcanzada por el PIB real en el segundo trimestre del año —3,7 %—, destacando el efecto expansivo del gasto de los consumidores y el estancamiento de la inversión, sin que se hayan producido avances adicionales en el impulso positivo que ejerce la demanda exterior. En cuanto a los precios de consumo, la tasa del 2,8 % registrada por el IAPC en septiembre no tiene precedentes desde el comienzo de la UEM y se explica, básicamente, como ya se ha señalado, por el incremento de los precios energéticos, siendo de menor cuantía, hasta el momento, los efectos indirectos que parecen apreciarse en el resto de los componentes. Aunque la persistencia de los altos precios alcanzados por los productos petrolíferos en los mercados internacionales —mucho más allá de lo que en un principio se esperaba— está suponiendo un deterioro en las expectativas inflacionistas, la moderación que se aprecia en los incrementos salariales de la mayoría de los países de la zona y la consi-

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2001

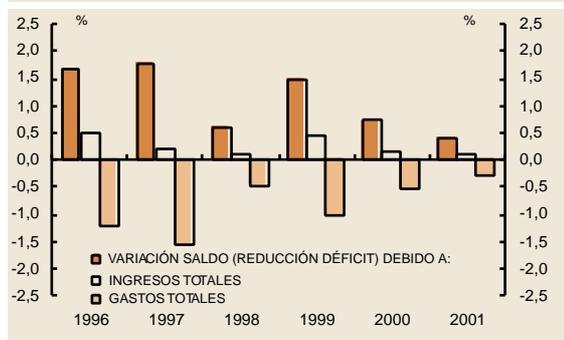
El Proyecto parte de un escenario macroeconómico, en el que el ritmo de crecimiento de la economía española va moderándose paulatinamente, hasta alcanzar, en el promedio del próximo ejercicio, una tasa de crecimiento del PIB real del 3,6 %, frente al 4,1 % previsto para el año actual. La desaceleración de la demanda interna es la causa del menor crecimiento del producto.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, se prevé que las cifras presupuestarias se traduzcan en un saldo equilibrado de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas en 2001, frente a un déficit del 0,4 % del PIB estimado para el año 2000. Esto supone adelantar un año la consecución del equilibrio presupuestario en relación con los objetivos de la Actualización del Programa de Estabilidad, aunque el recorte del déficit programado para 2001 en el Proyecto de Presupuestos es similar al que recogía la Actualización —en este último caso se partía de una previsión de déficit en el año 2000 más elevada (0,8 % del PIB)—. Por agentes, la mejora principal se registrará en las cuentas del Estado, con una reducción del déficit de tres décimas, hasta alcanzar el 0,3 % del PIB en 2001; las Administraciones Territoriales experimentarán un recorte de una décima del PIB en su saldo deudor, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario, y la Seguridad Social arrojará, por tercer año consecutivo, un superávit, estimado para ese año en el 0,3 % (véase cuadro adjunto).

Las cifras presupuestarias para el Estado prevén una tasa de aumento de los ingresos del 9 % (7,4 % en el año 2000) y una tasa de avance de los gastos del 4,5 % (4,8 % en el año 2000). En conjunto, se estima un déficit de 241 mm de pesetas, lo que supone un descenso del 77 % en relación con el presupuesto del año anterior. No obstante, el crecimiento estimado para los ingresos y los gastos en 2001 se reduce sustancialmente, hasta el 4,7 % y el 2,5 %, respectivamente, cuando la comparación se realiza en términos del avance oficial de liquidación del año 2000 (véase el apartado 4.4 de este Informe). En el caso de los ingresos, la desaceleración prevista en 2001 se debe a la moderación estimada en la recaudación de las distintas figuras impositivas, en un escenario de menor ritmo de crecimiento de la actividad y del empleo, y de congelación de las tasas y de los impuestos especiales. En este contexto, el mayor impulso a los ingresos provendrá de la actualización de la tasa por reserva del dominio radioeléctrico. Por el lado del gasto, los menores ritmos de crecimiento, en 2001, se explican por la contención en los pagos corrientes —principalmente en los gastos de funcionamiento del Estado y en los pagos por intereses—, mientras que se prevé una aceleración significativa en los gastos de capital. Por políticas de gasto, destacan los crecimientos programados, por encima del PIB nominal, en Justicia, Seguridad Ciudadana, Prestaciones Sociales, Sanidad, Educación, Infraestructuras e Investigación, áreas de gasto en las que el Gobierno ha manifestado que se concentran sus prioridades.

En resumen, los objetivos oficiales para 2001 suponen un nuevo recorte del déficit de las AAPP, aunque de magnitud algo inferior a la de años anteriores, que, en un contexto de expansión económica, se seguirá apoyando en una contribución positiva de los ingresos públicos y en la contención del gasto (véase gráfico adjunto). En este sentido, el riesgo principal de estas previsiones provendría de un escenario internacional más desfavorable, que se tradujera en una desaceleración más intensa de la actividad económica interna. Con todo, las cifras de los Presupuestos para 2001 presentan una situación de equilibrio presupuestario que resulta factible, con las previsiones económicas disponibles, y constituyen un avance importante respecto a los compromisos del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. Con todo, las finanzas públicas en España, como en la mayoría de países europeos, se enfrentan en el medio plazo a una serie de retos que exigen establecer los mecanismos que aseguren de forma duradera esta posición de equilibrio y garanticen su sostenibilidad. Estos retos son la necesidad, reconocida a nivel de la Unión Europea, de mejorar la calidad de las finanzas públicas (a través de reducciones selectivas de la carga fiscal y de cambios en la composición del gasto público) y de disponer de un margen de maniobra suficiente para financiar un gasto creciente ante el envejecimiento de la población. Para ello es necesario continuar avanzando en el proceso de control del gasto y de disciplina fiscal, haciendo un uso más restrictivo de las modificaciones de crédito y reforzando el compromiso de las distintas Administraciones Territoriales con el objetivo de equilibrio presupuestario, en línea con las medidas de la anunciada Ley de Estabilidad Presupuestaria, que entrará en vigor en el año 2002.

Descomposición de la variación del déficit de las Administraciones Públicas



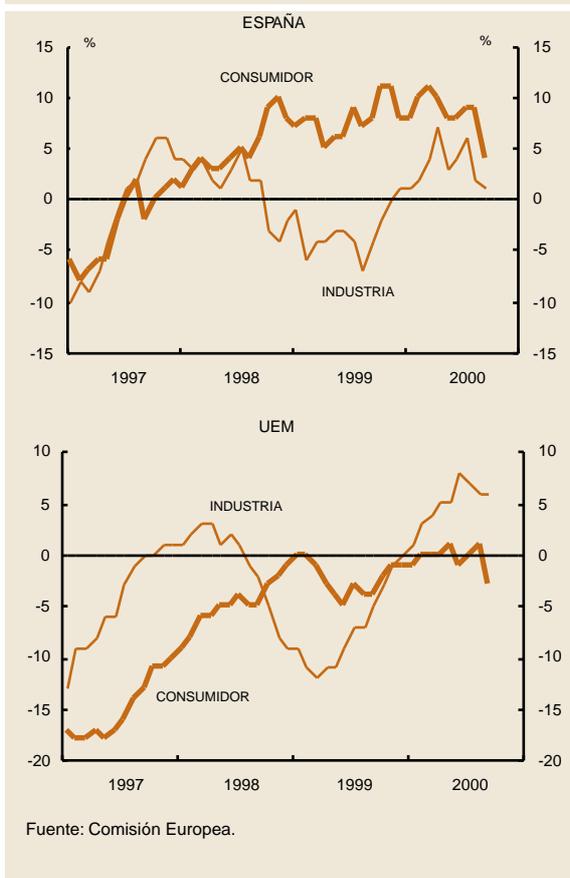
Capacidad / Necesidad de Financiación (% PIB)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
AAPP	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-0,4	0,0
Adm. Centrales	-5,7	-3,9	-2,7	-2,1	-1,1	-0,6	-0,3
Seguridad Social	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3
Adm. Territoriales	-0,7	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
PRO MEMORIA:							
Programa de Estabilidad (b)							
Saldo AAPP					-1,3	-0,8	-0,4
Adm. Centrales					-1,1	-0,8	-0,5
Seguridad Social					0,0	0,1	0,1
Adm. Territoriales					-0,2	-0,1	0,0

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.
 (a) Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2001.
 (b) Actualización del Programa (enero de 2000).

GRÁFICO 3

Indicadores de confianza



guiente contención en el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios —a la que contribuye también el crecimiento observado en la productividad— permitirán, si se mantienen, atenuar el crecimiento de los precios y facilitar una pronta desaceleración de la tasa de inflación, a lo que contribuirá también el tono más estricto que ha ido adoptando la política monetaria instrumentada por el BCE en el último año. En concreto, el 31 de agosto y el 5 de octubre pasados, el Consejo General del BCE acordó sendos aumentos de 25 puntos básicos en su tipo marginal de la subasta, hasta situarlo en el 4,75 %. Aunque la debilidad del euro en los mercados cambiarios ha seguido siendo —con algunos altibajos— la nota característica de los últimos meses, en los agregados monetarios y crediticios del conjunto de la zona se aprecian ya síntomas incipientes de desaceleración, cuando se comparan con los valores registrados en el segundo trimestre del año.

El cambio paulatino de las condiciones monetarias de la zona se aprecia igualmente en las variables de la economía española, aunque su alcance sigue siendo, por el momento, limitado (véase gráfico 4). Los activos financieros

líquidos del sector privado no financiero continúan creciendo a tasas moderadas, notablemente inferiores a las de la financiación recibida. No obstante, se detectan algunos indicios, todavía insuficientes, de moderación en el crecimiento de los pasivos, y un mayor dinamismo por el lado de los activos, lo que resulta coherente con el incremento que ha tenido lugar en los tipos de interés. En esta situación, los datos sobre la posición financiera neta de los agentes privados no financieros del segundo trimestre prolongaron las pautas de los trimestres precedentes, con un nuevo descenso del ahorro (negativo) de las empresas y de las familias (positivo), que, en este último caso, alcanza ya unos valores históricamente bajos; solo la mejora del saldo de las Administraciones Públicas supone un freno al deterioro del ahorro financiero neto de la nación.

En este sentido, los datos sobre la ejecución presupuestaria del Estado hasta el mes de septiembre se ajustan a la senda esperada. En relación con los datos del primer semestre, se aprecia que el dinamismo de la recaudación impositiva descansa en los impuestos directos —especialmente, en el de sociedades— en mayor medida que en los indirectos, donde los ingresos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) han desacelerado ligeramente sus altas tasas de crecimiento. Por el lado de los gastos no se aprecian diferencias relevantes.

Los factores externos y las decisiones de política económica determinan el entorno en el que transcurrió la actividad de la economía española durante el tercer trimestre del año 2000, en la que se aprecian, dentro de su notable dinamismo, signos de ralentización en la demanda nacional. Los principales factores moderadores del crecimiento, además de aquellos propios de una economía que se encuentra en una posición cíclica avanzada, provienen de la erosión en la renta real inducida por el aumento experimentado por los precios de los productos petrolíferos (véase recuadro 2); a lo que habría que añadir la propia incertidumbre inherente a este proceso (véase gráfico 3) y la influencia de una política monetaria necesariamente más cautelosa para hacer frente a los cambios en las perspectivas inflacionistas.

Entre los componentes de la demanda, la desaceleración del consumo privado real se explica, además de por los factores mencionados —desaceleración de la renta real disponible y aumento de los tipos de interés—, por el agotamiento del impulso expansivo que han ejercido las fuertes ganancias de riqueza acumuladas en los ejercicios precedentes sobre el gasto de los hogares, con una incidencia especialmente perceptible en los indicadores sobre el gasto en

La dependencia energética y el impacto de los precios del petróleo sobre la economía española

A mediados de 1997, los precios del petróleo comenzaron a desacelerarse de forma apreciable. Ante esta situación, los países de la OPEP decidieron llevar a cabo un recorte de sus cuotas de producción de petróleo que, en un contexto de recuperación de la economía mundial, acabó teniendo efectos sustanciales sobre la cotización del crudo en los mercados internacionales. Así, el precio del petróleo Brent ascendió a 32,5 dólares por barril en el promedio de septiembre, prácticamente el triple de los niveles mínimos de 10,5 dólares que había alcanzado en febrero de 1999. Adicionalmente, la trayectoria del euro frente a la divisa norteamericana ha agudizado el aumento de los precios de importación de crudo en los países del área del euro. Desde una perspectiva histórica, el aumento de los precios del petróleo ha alcanzado una magnitud similar a la observada durante la segunda crisis energética de finales de los setenta.

La influencia de un *shock* de esta naturaleza sobre el crecimiento económico y la inflación resulta difícil de cuantificar. En primer lugar, el encarecimiento del precio del petróleo provoca un deterioro de relación real de intercambio en aquellas economías importadoras de esta materia prima y, en consecuencia, un empeoramiento de sus balanzas comerciales y un encarecimiento de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo. La magnitud de este impacto directo sobre la balanza comercial puede variar sustancialmente entre las distintas economías, dependiendo de cuál sea la participación de las importaciones energéticas en el total de las importaciones. Como se puede observar en el cuadro adjunto, en el caso de la economía española el peso de las importaciones energéticas netas ha disminuido sensiblemente a lo largo de las últimas décadas, lo que determina que, aunque el alza de los precios energéticos sea de intensidad similar a la de finales de los setenta, su impacto sobre la balanza comercial sea inferior. De hecho, según las estimaciones realizadas, el aumento de la factura energética — que equivale al aumento del déficit comercial— podría aproximarse a 1,2 puntos porcentuales del PIB en el año 2000, mientras que las crisis de los setenta tuvieron, en ambos casos, un impacto próximo al 3 % del PIB. Además, según se desprende del cuadro mencionado, este impacto sería de mayor magnitud en España que en el promedio de las economías europeas.

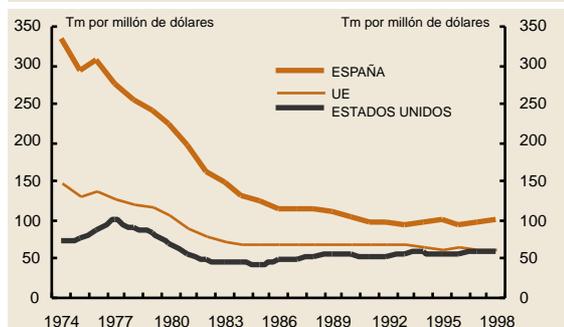
Por su parte, el impacto directo sobre los precios de consumo en las distintas economías dependerá del peso de los productos derivados del petróleo en la cesta de consumo, y de otros factores, como la existencia de precios regulados, la incidencia de la imposición indirecta aplicada sobre estos productos o el grado de competencia existente entre las empresas transformadoras y suministradoras. Aplicando las ponderaciones que se derivan de la estructura del IPC se ha estimado que el impacto directo sobre los precios de consumo de España podría ascender a 0,9 puntos porcentuales en el año 2000.

Por otro lado, el impacto indirecto discurre a través del aumento de costes de producción que experimentan las empresas que emplean el petróleo o sus derivados como *inputs* intermedios. La magnitud de este impacto dependerá, en una primera instancia, de cuál sea el grado de dependencia energética del tejido productivo. En este sentido, en el gráfico adjunto se puede comprobar que el grado de dependencia de la economía española —aproximado por el cociente entre las importaciones netas de petróleo y el PIB— se ha reducido sustancialmente, en consonancia con lo sucedido en otros países industrializados, aunque España aún presenta un grado de dependencia superior a estas economías.

En cualquier caso, el impacto final dependerá de cuál sea la reacción de los agentes económicos ante la pérdida de renta real que se deriva del aumento de los precios. En concreto, si los agentes económicos—(empresas y trabajadores— tratan de eludir este empobrecimiento mediante aumentos de márgenes e incrementos salariales, podría producirse un deterioro permanente de la situación inflacionista, con la consiguiente pérdida de competitividad y reducción del ritmo de crecimiento económico y de creación de empleo.

En definitiva, las políticas de ahorro energético han disminuido, sin duda, la vulnerabilidad de las economías industrializadas a las oscilaciones del precio del crudo. En cualquier caso, la intensidad de los aumentos registrados en el precio del crudo y su persistencia, mucho más allá de lo que en un principio se pensaba, plantean elementos de riesgo no desdeñables para el desarrollo de la economía internacional en un futuro próximo. En este sentido, la experiencia ganada durante los anteriores episodios de crisis energéticas, cuando la reacción de los agentes y de las políticas económicas acabó desencadenando un período de bajo crecimiento y altas tasas de inflación en la economía mundial, alerta sobre la necesidad de afrontar esta situación con la austeridad requerida para acomodar las pérdidas de renta procedentes del exterior, de forma que se minimice el impacto sobre la inflación y el crecimiento y se mantenga la confianza sobre la evolución a medio plazo de la economía.

Importaciones netas de petróleo por unidad de PIB (a)



Importaciones energéticas netas en porcentaje de las importaciones totales

	UE (b)	España
1970	7,2	10,5
1975	14,8	24,5
1980	15,7	36,1
1981	16,9	39,3
1985	12,0	28,6
1990	5,5	8,9
1991	5,3	8,9
1992	4,7	8,0
1993	4,5	8,7
1994	4,0	7,7
1995	3,6	6,8
1996	4,1	7,2
1997	3,9	6,8
1998	2,7	4,8
1999	2,8	5,0

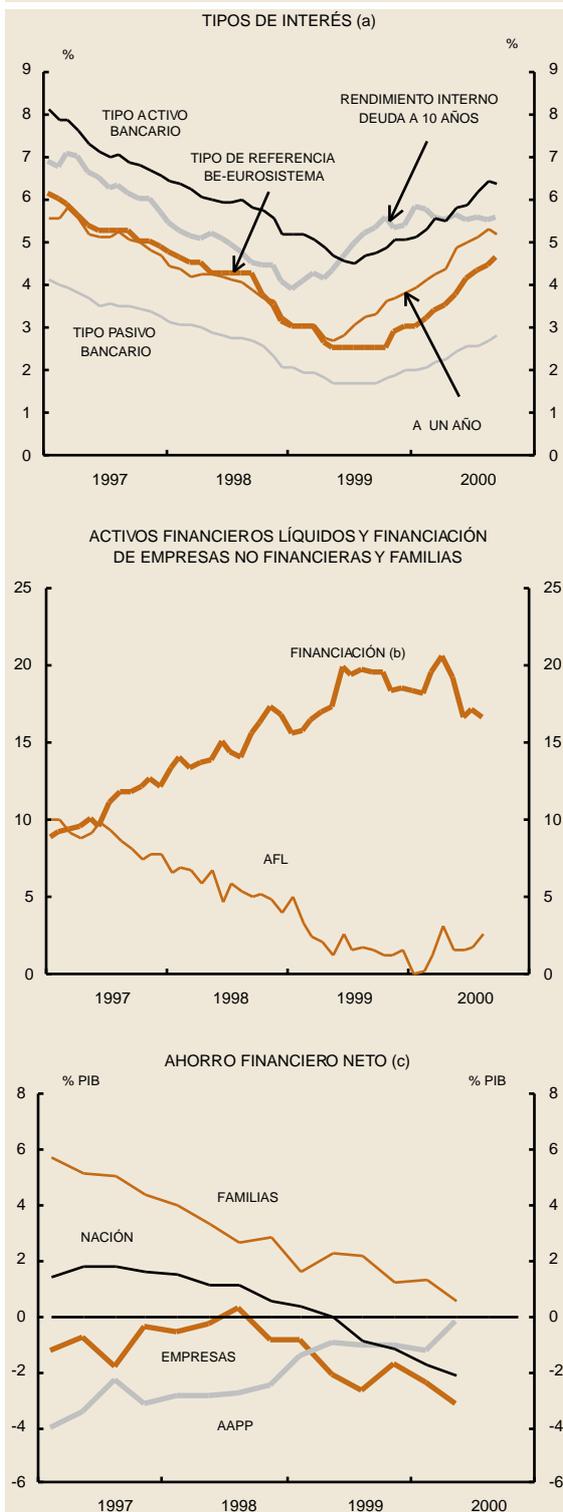
Fuentes: Agencia Internacional de la Energía, OCDE, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Departamento de Aduanas.

(a) Las series de PIB se han convertido a dólares de Estados Unidos utilizando las paridades de poder de compra del PIB del año 1990, según aparece en las publicaciones de la OCDE.

(b) Los datos anteriores a 1990 no incluyen a Austria, Suecia y Finlandia.

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.
 (a) Las series son medias de datos diarios.
 (b) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.
 (c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

bienes de consumo duradero. En cualquier caso, la tasa de crecimiento real estimada para el consumo de las familias en el tercer trimestre debe valorarse teniendo en cuenta el prolongado período de expansión de este agregado, con tasas muy por encima del 4 % desde la segunda mitad del año 1997; su registro en el último trimestre, que puede ser ligeramente inferior al 4 %, supera ampliamente los valores alcanzados en la zona del euro durante el trimestre inmediatamente anterior. Algunas de las razones anteriores pueden aplicarse también para explicar la evolución de la inversión en vivienda de las familias, cuyo ciclo expansivo podría haber alcanzado ya su punto álgido; en la obra pública, sin embargo, parece detectarse un mayor dinamismo, por lo que el crecimiento estimado para este agregado puede que no difiera significativamente del que se alcanzó en el segundo trimestre. En cuanto a la inversión en equipo, la pérdida de ritmo que reflejan los datos revisados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) ha sido superior a lo que se esperaba. Aunque los indicadores de confianza de la industria han empeorado en los últimos meses y se observa una ligera compresión de márgenes en algunos sectores, el crecimiento que sigue experimentando la demanda final y las buenas condiciones en las que se encuentran las empresas no parecen que justifiquen la prolongación de este proceso, al menos con la intensidad que muestran los datos publicados. El consumo público, por último, se espera que haya aumentado su modesto crecimiento en los meses del verano.

Ya se ha comentado que no se esperan cambios importantes en la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el tercer trimestre: la desaceleración estimada para las exportaciones procede, básicamente, de la que registraron los ingresos turísticos en la campaña veraniega, y su pequeño efecto contractivo se verá compensado por el menor crecimiento de las importaciones, en línea con la evolución de la demanda final. El crecimiento de las exportaciones de mercancías en los siete primeros meses del año —los que cubre la información disponible— continúa siendo el principal elemento impulsor de la demanda agregada de la economía; a pesar de ello, los resultados alcanzados hasta ahora podrían ser inferiores a los que se justificarían según sus determinantes últimos. La pérdida acumulada de competitividad frente al área de la UEM, como consecuencia de la persistencia de diferenciales de precios y costes que no pueden verse compensados a través del tipo de cambio, es el factor que explicaría que no se esté aprovechando plenamente el dinamismo de los mercados exteriores. Este factor ha influido también de forma evidente en los resul-

tados del sector turístico que acaban de mencionarse.

La tasa estimada para el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del año en curso —4 %, aproximadamente— se sustenta, desde el lado de las ramas productivas, en la fortaleza de la construcción, aunque tanto esta como la industria y los servicios de mercado parecen haber atenuado ligeramente sus ritmos de avance. El aumento del empleo sigue siendo notable, dentro de esa tónica de moderada desaceleración, con lo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se ha estancado por debajo del 1 %. En esta situación, y ante el repunte que se aprecia en la evolución de los salarios —debido, en gran medida, a la puesta en marcha de las cláusulas de revisión salarial acordadas en los convenios del año pasado—, el crecimiento de los costes unitarios laborales sigue superando significativamente al que registran los países de la UEM, que, como se mencionó con anterioridad, se caracteriza, en líneas generales, por su contención.

El aumento de la tasa de crecimiento interanual del índice de precios de consumo (IPC) nacional a lo largo del tercer trimestre del año ha sido apreciable, superando el valor del mes de septiembre (3,7 %) en tres décimas porcentuales al que se registró el pasado mes de junio. Todos los componentes, con la excepción de la energía —el agregado que registra, precisamente, un mayor aumento—, aceleraron su ritmo de avance durante el periodo. Los datos recogen incrementos transitorios en los precios de algunos productos alimenticios no elaborados y se aprecia, en los resultados del último mes, una reversión parcial del fuerte aumento que experimentaron algunos servicios turísticos en los meses del verano; los productos industriales no energéticos siguen acentuando, de forma paulatina, su ritmo de avance. La correc-

ción que se aprecia en el diferencial de inflación con los países de la zona del euro en el pasado mes de septiembre —hasta situarse de nuevo en un punto porcentual, según los índices armonizados— se debe, fundamentalmente, al diferencial negativo que se ha acumulado en el componente energético. En el resto de los agregados, los cambios han sido de menor entidad, destacando, por su persistencia, los diferenciales que se mantienen en los componentes de servicios y bienes industriales no energéticos.

Como ya se ha indicado, la persistencia de diferenciales significativos en las tasas de crecimiento de precios y costes con los países de la UEM determina, a medio plazo, la posición competitiva de la economía española en la zona, así como su capacidad para competir con estas economías en otros mercados, incluido el español. Este hecho resulta especialmente relevante en un momento como el actual, en el que la pérdida de renta real frente al resto del mundo, como consecuencia del incremento experimentado por los precios de los productos petrolíferos, debe ser asumido por los agentes económicos privados. Cualquier intento de evitarlo, mediante subidas en los salarios o en los márgenes de explotación, resultará, a la larga, vano, y revertirá en un menor ritmo de crecimiento del producto y el empleo. Las mismas consecuencias se obtendrán si el peso del ajuste se traslada al Estado. Es necesario, por tanto, que prosigan los esfuerzos encaminados a mejorar la competitividad de los mercados y que las negociaciones salariales del próximo año se planteen con moderación, teniendo presente, no la tasa de inflación pasada, que tenderá a flexionar a la baja desde finales de este año, sino el objetivo a medio plazo, que es compartido por todos los países miembros de la zona del euro, con la que tenemos que converger.

2. El entorno exterior de la zona euro

La última información disponible sobre la actividad económica del entorno exterior del área del euro señala el mantenimiento a lo largo del tercer trimestre del año de un ritmo de crecimiento elevado. No obstante, se han intensificado una serie de factores que pueden agudizar las tensiones inflacionistas de algunas áreas e incluso moderar las perspectivas de crecimiento de los próximos meses. En particular, la evolución del precio del crudo, que se ha situado en torno a los 30 dólares por barril a lo largo del mes de octubre, puede no solo afectar de modo negativo a la inflación y la actividad, sino, además, generar desequilibrios entre las distintas áreas geográficas, dependiendo de su grado de vulnerabilidad a las perturbaciones del mercado petrolífero (véase recuadro 3). El aumento estacional de la demanda de crudo con la llegada del invierno al hemisferio norte, la disminución del nivel de los *stocks* en los países consumidores, las elevadas tasas de utilización de la capacidad instalada en las diferentes etapas del proceso de obtención de productos derivados del petróleo y los acontecimientos políticos en Oriente Medio dificultan que los precios del petróleo evolucionen en los próximos meses dentro de la senda de referencia marcada por la OPEP. Las tensiones en el mercado del petróleo se han producido en un contexto de relativa inestabilidad de los tipos de cambio, donde el euro ha alcanzado mínimos históricos, y bursátil, como consecuencia de las fuertes correcciones sufridas, principalmente, por las cotizaciones de los valores de empresas de alta tecnología.

El PIB de Estados Unidos experimentó en el segundo trimestre del año una tasa de avance interanual del 6,1 %, notablemente superior al 5,3 % del primero, debido, en gran medida, a la importante acumulación de existencias y al dinamismo del gasto público, que compensaron la desaceleración del consumo (véase gráfico 5). La estimación preliminar de Contabilidad Nacional relativa al tercer trimestre indica una desaceleración del producto que, en términos intertrimestrales anualizados, ha crecido un 2,7 %, muy por debajo del 5,6 % del trimestre anterior. No obstante, con respecto al mismo período de 1999, la desaceleración ha sido más tenue, experimentando una tasa de crecimiento del 5,3 %. La moderación de la tasa de variación se ha debido a la menor fortaleza de la demanda interna, ya que el dinamismo de las exportaciones en los meses de verano, a pesar de la apreciación del tipo de cambio efectivo del dólar, ha supuesto que, por tercer trimestre consecutivo, disminuya la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB.

Por el lado de la demanda, todos los componentes, excepto el consumo, suavizaron sus ta-

La evolución de la dependencia del petróleo

A la vista de la fuerte elevación reciente del precio del petróleo, que se ha triplicado desde 1999, resulta útil explorar la evolución del grado de vulnerabilidad de las distintas áreas geográficas en los últimos años ante posibles perturbaciones en el mercado del crudo. Para ello, parece apropiado utilizar indicadores que permitan obtener información del previsible impacto sobre los precios y la actividad de las variaciones en el coste del petróleo. Así, en primer lugar, el consumo de petróleo (en unidades físicas) por unidad de PIB puede resultar un indicador informativo de la sensibilidad de los precios nacionales al encarecimiento del barril. Nótese que, aun cuando parte de la demanda interior pueda ser abastecida por producción nacional, en ausencia de subvenciones al consumo de energía, los precios de los productos petrolíferos estarán, en todo caso, fuertemente condicionados por la evolución de los precios internacionales. En segundo lugar, las importaciones netas de petróleo por unidad de PIB ofrecen una indicación de la posible incidencia de los incrementos en la cotización del crudo sobre la relación real de intercambio de la economía.

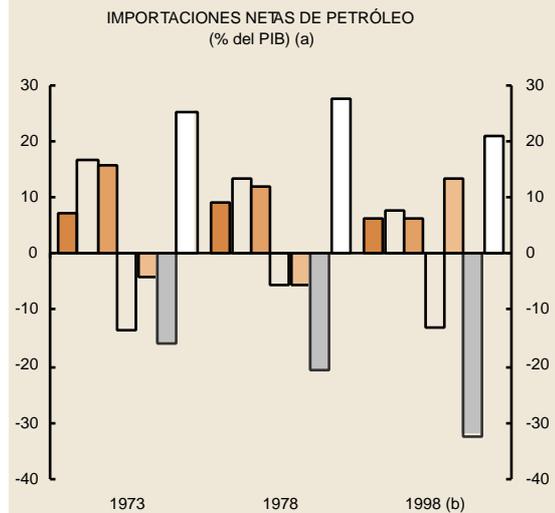
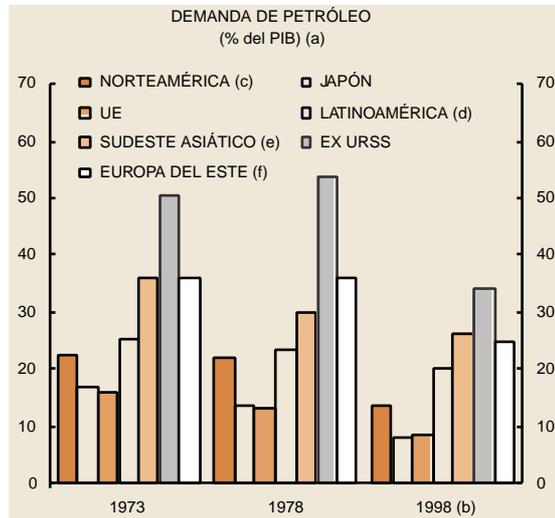
En el gráfico superior se presenta la evolución del primer indicador de dependencia para distintas áreas geográficas desde 1973. Como se observa, en el momento de producirse la primera crisis petrolífera la intensidad del consumo de petróleo difería sustancialmente entre las distintas áreas económicas, siendo relativamente reducida en América del Norte, América Latina, la actual Unión Europea y Japón, y notoriamente más elevada en las economías asiáticas, los países del este de Europa y la antigua Unión Soviética. Esta situación permaneció esencialmente estabilizada hasta la crisis de 1979, momento en que dio comienzo un proceso de diversificación y ahorro energético en la mayor parte de los países, que supuso una reducción sustancial y generalizada del consumo de petróleo por unidad de PIB.

Este proceso ha sido particularmente intenso en las economías que partían de ratios de dependencia más elevados, como las de Europa oriental y la ex-URSS. Más moderado ha sido, en cambio, el descenso de la demanda de petróleo por unidad de producto en las economías emergentes de Latinoamérica y del sudeste asiático, también muy dependientes, y en las economías industrializadas, cuya posición inicial era más favorable. El resultado es que, si bien la intensidad en la utilización del petróleo ha descendido sensiblemente en el conjunto de la economía mundial, al final del período considerado aún permanecen diferencias significativas en el grado de exposición de las distintas áreas geográficas a la evolución del mercado internacional del crudo. De hecho, el consumo por unidad de PIB se sitúa hoy en las economías emergentes y en transición en un nivel, en general, superior a los prevalecientes en las economías más desarrolladas en el período anterior a la crisis de la década de los setenta.

Tal y como señala el gráfico inferior, en consonancia con la moderación de la demanda de petróleo a lo largo de las últimas dos décadas, las importaciones netas de productos petrolíferos se han venido reduciendo, en términos de PIB, en las principales economías avanzadas y del este de Europa. En el caso de la UE, a esta evolución ha contribuido, también, la expansión de las actividades de extracción de petróleo en el mar del Norte. Por su parte, la Unión Soviética ha incrementado a lo largo de este período su capacidad exportadora de modo notorio. Menos favorable ha sido la evolución de este indicador en las regiones del sudeste asiático y de América Latina. En el sudeste asiático, la posición exportadora neta que reflejaban los datos correspondientes a 1973 y 1978 ha desaparecido, mostrando esta área, en 1998, una dependencia muy elevada del petróleo importado, que duplica las correspondientes a América del Norte, Japón y la Unión Europea, y que supone una notable sensibilidad de la renta nacional a la evolución de los precios internacionales de la energía. En lo que se refiere a Latinoamérica, la reducción de la dependencia petrolífera en el conjunto de la economía mundial se ha traducido en una cierta reducción de su capacidad exportadora —en todo caso concentrada en pocos países—, siendo sus ventas al exterior en 1998 algo inferiores, en términos del PIB, a las correspondientes a 1973, aunque superiores a las de 1978.

En fin, de la observación conjunta de los dos indicadores de dependencia propuestos se deduce que, en general, la economía mundial ha reducido en los últimos veinte años su vulnerabilidad ante las perturbaciones del mercado de petróleo, tanto en términos de su posible impacto inflacionista como en lo que respecta a variaciones en la relación real de intercambio. No obstante, mientras que en las economías industrializadas de Europa, América del Norte y Japón la situación en el momento actual es sensiblemente más sólida que la vigente en los años setenta, la evolución ha sido menos positiva en las economías emergentes y en transición, que mantienen una demanda de petróleo muy elevada en comparación con la de los países más desarrollados, en la mayor parte de los casos abastecida fundamentalmente mediante importaciones.

Demanda e importaciones netas de petróleo

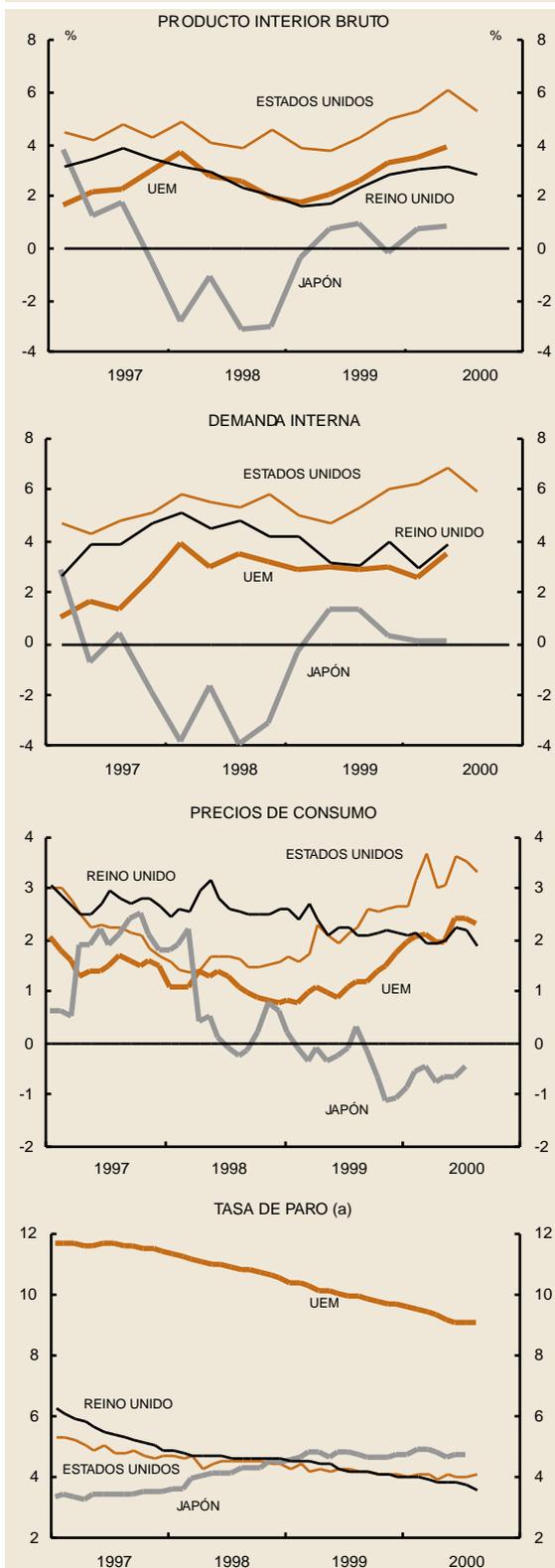


Fuente: OCDE.

- (a) Toneladas de petróleo sobre PIB real en dólares de 1990.
- (b) 1997 para los países no pertenecientes a la OCDE.
- (c) Estados Unidos y Canadá.
- (d) Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Cuba, Ecuador, Guatemala, Méjico, Perú y Venezuela.
- (e) Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia.
- (f) Chequia, Hungría, Polonia, Albania, Bulgaria, Rumania, Eslovaquia, Bosnia, Eslovenia y antigua Yugoslavia.

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación



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

Las tasas de crecimiento. La evolución intertrimestral del consumo sugiere una ligera reactivación de este agregado entre los meses de julio y septiembre, tras la desaceleración habida en el segundo trimestre del año, a la que ha podido contribuir la moderación de los tipos de interés reales a largo plazo (véase gráfico 6) y la evolución favorable de las cotizaciones bursátiles. Como consecuencia de ello, ha tenido lugar una nueva reducción de la tasa de ahorro, hasta alcanzar el -0,4 % de la renta disponible en agosto. No obstante, dada la elevada sensibilidad relativa del consumo en Estados Unidos a las variaciones de la riqueza derivadas de la evolución de las cotizaciones bursátiles, el empeoramiento que han registrado estas en el mes de octubre, en un contexto general de mayor incertidumbre económica y política en la escena internacional, podría incidir en una moderación del gasto privado en los próximos meses. En efecto, tras presentar los índices de la Bolsa de Nueva York una evolución alcista en los meses de verano, a mediados de septiembre comenzaron a decrecer, llegando a perder las cotizaciones del Nasdaq y del Dow-Jones un 15 % y un 9 %, respectivamente, desde mediados de septiembre hasta mediados de octubre.

Con respecto a la formación bruta de capital fijo privado, todos sus componentes se han desacelerado, aunque con especial intensidad la inversión residencial.

En cuanto al sector exterior, el déficit por cuenta corriente sufrió un deterioro adicional de una décima en el segundo trimestre, alcanzando el 4,3 % del PIB. Con respecto al tercer trimestre, la balanza comercial correspondiente al mes de agosto arrojó un déficit de 29,4 mm de dólares, ligeramente inferior a los 30 mm de junio, debido a la fortaleza que experimentaron las exportaciones en agosto.

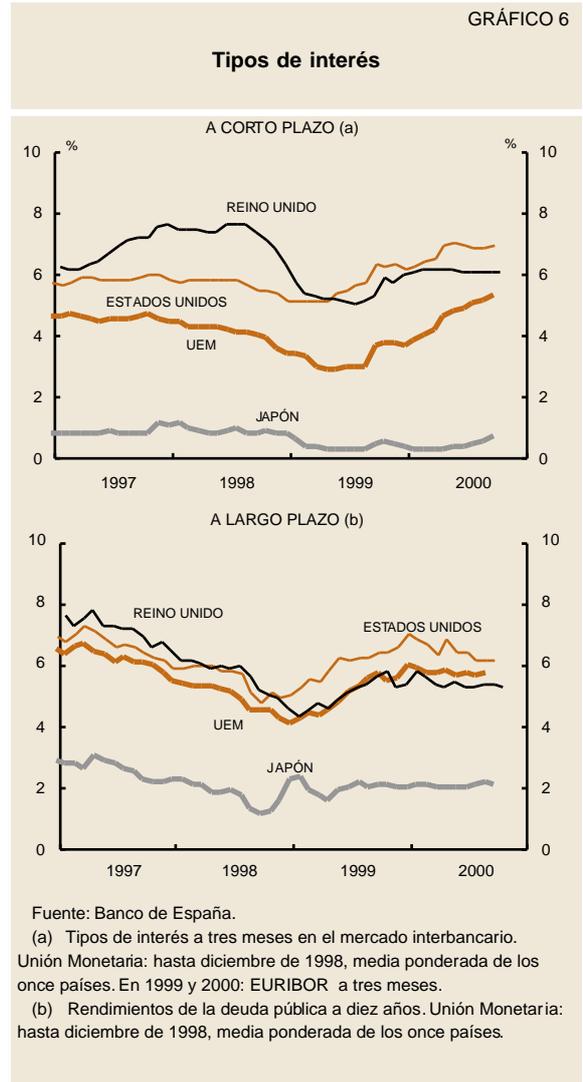
El ritmo de creación de empleo se suavizó en los meses de verano, tal como señala la disminución del volumen de contratación y de la tasa de crecimiento de las horas trabajadas. No obstante, el mercado de trabajo muestra todavía una tensión relevante, situándose la tasa de paro en el 3,9 % en septiembre. Los indicadores de precios y costes no muestran indicios significativos de empeoramiento a lo largo del tercer trimestre. Pese a la reducida tasa de paro, el aumento de la ganancia salarial por hora se mantiene estable, situándose en el 3,6 % en septiembre. Asimismo, es previsible que la productividad vuelva a mostrar en el tercer trimestre una tasa de crecimiento elevada, mitigando el efecto de los incrementos salariales sobre los costes interiores. La tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC,

se ha moderado a lo largo del tercer trimestre, desde el 3,7 % registrado en junio hasta el 3,5 % de septiembre. No obstante, el índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía se incrementó en el mismo período en dos décimas, hasta alcanzar el 2,6 % en septiembre.

La ausencia de presiones inflacionistas de costes y precios excesivos, junto con los signos de una incipiente moderación en la actividad, propiciaron que la autoridad monetaria haya mantenido sin cambios el tipo de interés objetivo de los fondos federales desde mayo, cuando lo situó en el 6,5 %. No obstante, en sus últimas comunicaciones públicas la Reserva Federal manifestó que los principales riesgos para la evolución futura de la inflación son al alza y están asociados al tensionamiento del mercado de trabajo y a la evolución de los precios energéticos. Por su parte, la ejecución de la política presupuestaria ha estado determinada por un crecimiento de los ingresos fiscales a tasas superiores a las del PIB nominal, muy por encima de las predicciones oficiales. Por ello, pese al considerable aumento del gasto, el superávit fiscal podría ser superior al 1,4 % de PIB previsto por el FMI.

El PIB de Japón registró una tasa de variación interanual en el segundo trimestre de 2000 del 0,8 %, una décima superior a la del trimestre precedente, manteniéndose una mayor contribución al crecimiento de la demanda externa que de la interna. Dentro de esta situación, el incremento moderado del consumo fue prácticamente contrarrestado por el deterioro de la formación bruta de capital fijo. Las reformas estructurales y las políticas macroeconómicas instrumentadas en los últimos dos años han contribuido, en un contexto internacional favorable, a que la economía japonesa haya recuperado y mantenido tasas de crecimiento positivas. No obstante, el aumento del PIB en los meses iniciales de 2000 muestra una cierta fragilidad, puesto que el gasto de las familias, que supone algo más del 60 % del PIB en la economía japonesa, no ha alcanzado todavía un ritmo de avance sostenido.

Los indicadores disponibles referidos al tercer trimestre señalan la prolongación de las pautas de ligera mejora de la inversión y atonía del gasto de consumo. El IPC ha mantenido en julio y agosto descensos interanuales, si bien los precios al por mayor parecen haber iniciado, en el tercer trimestre, una tendencia al alza, sustentada por el incremento de los precios de la energía en los mercados internacionales. Por último, es previsible que las exportaciones mantengan su elevado ritmo de crecimiento, a pesar del efecto negativo que



provendría de la apreciación del yen en términos efectivos durante el tercer trimestre, debido a la favorable evolución económica de los principales socios comerciales de Japón (véase gráfico 6).

El día 11 de agosto, el Banco de Japón decidió, por primera vez en los últimos cinco años, aumentar el tipo objetivo a un día desde el 0,10 % hasta el 0,25 %. La medida, que ya había sido anunciada en meses previos, fue justificada por la existencia de signos claros de recuperación que detendrían el proceso deflacionista en el plazo relevante para las decisiones de política monetaria. Los tipos de mercado a corto plazo reflejaron inmediatamente esta decisión, mientras que los tipos a largo plazo se elevaron gradualmente a lo largo de las semanas siguientes en un total próximo a los 10 puntos básicos. En el terreno fiscal se espera un nuevo paquete suplementario al presupuesto del año fiscal actual, que será introducido presumiblemente en noviembre, por valor de

La composición del ajuste fiscal en América Latina

A finales de 1999, la mayor parte de las economías de América Latina comenzaron a evidenciar los primeros síntomas de recuperación de la actividad tras la reciente crisis. Entre las posibles causas que justifican la rápida salida de la fase recesiva destaca, a diferencia de lo ocurrido en anteriores episodios de crisis, la aplicación de planes de ajuste compatibles con la estabilidad macroeconómica, constituyendo el mantenimiento de la disciplina fiscal un objetivo esencial dentro de las estrategias perseguidas por las autoridades económicas. Al margen de las medidas decretadas puntualmente, muchos países han tratado de introducir reformas de amplio alcance, orientadas al fortalecimiento de los sistemas impositivos, al control del gasto y a la implicación de los niveles inferiores de gobierno en los esfuerzos de disciplina fiscal, si bien estos intentos han tropezado con frecuencia (en particular, en el último caso) con dificultades para fraguar un amplio consenso favorable a las reformas entre los agentes afectados. Todo ello ha tenido lugar en el marco de los compromisos adquiridos con el FMI.

El ajuste fiscal se ha llevado a cabo en un contexto ciertamente complicado, caracterizado por el descenso de los ingresos públicos en porcentaje del PIB a causa de la ralentización de la actividad económica, y por la elevación autónoma de un importante componente de los gastos (los pagos por intereses de la deuda), derivada de las sucesivas crisis financieras y cambiarias que han sufrido estos países desde 1997. En efecto, como puede observarse en el cuadro adjunto, en casi todos los países tuvo lugar un incremento de los niveles de déficit público o una reducción del superávit total, a partir, en general, de 1997. El incremento ha venido impulsado, salvo en el caso de Chile, por el fuerte aumento de los pagos de intereses de la deuda que, entre 1997 y 1999, aumentaron en Argentina y Colombia en 1,1 y 1,4 puntos del PIB, respectivamente, y entre 1998 y 1999, en 0,4 puntos en Méjico. A esto habría que añadir la dismi-

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Argentina						
Saldo primario	-0,4	-1,1	0,3	0,5	-0,7	1,1
Saldo total	-2,3	-3,2	-2,0	-2,1	-4,1	-2,8
Ingresos totales	23,2	22,1	23,1	23,7	24,2	24,6
Gasto primario	23,6	23,2	22,8	23,2	24,9	23,5
Brasil						
Saldo primario	0,3	-0,1	-0,9	0,0
Saldo total	-4,8	-3,8	-4,2	-7,6
Ingresos totales	32,9	29,9	30,3	31,2
Gasto primario	32,6	30,0	31,2	31,2
Méjico						
Saldo primario	...	3,9	2,0	1,4	2,0	2,1
Saldo total	...	0,3	-0,8	-1,2	-1,0	-1,0
Ingresos totales	...	23,1	22,8	20,4	20,8	21,5
Gasto primario	...	19,2	20,8	19,0	18,8	19,4
Chile						
Saldo primario						
Saldo total	3,6	2,0	0,9	-1,2	-2,5	...
Ingresos totales	32,7	33,4	32,2	30,8	30,4	...
Gasto primario	29,1	31,4	31,3	32,0	32,9	...
Colombia						
Saldo primario	1,5	0,4	-1,2	-0,5	-2,3	0,6
Saldo total	-0,8	2,3	-3,8	-3,8	-6,3	-3,6
Ingresos totales	25,4	27,0	27,4	26,5	27,3	27,5
Gasto primario	23,9	26,6	28,6	27,0	29,6	26,9
Venezuela						
Saldo primario	0,2	12,8	5,4	-3,2	-3,0	-1,3
Saldo total	-6,9	7,2	1,9	-6,7	-7,0	-5,1
Ingresos totales	25,8	34,6	30,8	20,7	21,5	22,7
Gasto primario	25,6	21,8	25,4	23,9	24,5	24,0

Fuentes: FMI y estadísticas nacionales.

(a) Saldos primario y total: (+) superávit/(-) déficit. Datos referidos al conjunto del sector público (salvo en el caso de Brasil, donde la agregación son las Administraciones Públicas).

La composición del ajuste fiscal en América Latina (continuación)

nución del precio de las materias primas, que, en los casos de Chile, Venezuela y Méjico, explica buena parte de las caídas de los recursos públicos.

En este contexto, las autoridades han reaccionado, en general, en dos sentidos. Por un lado, se han instrumentado recortes del gasto público en aquellas partidas que controlan directamente: el conjunto de gastos corrientes en Méjico, las remuneraciones de los empleados públicos en Argentina, Brasil, Venezuela y Colombia, y las inversiones públicas en Argentina y Méjico. Sin embargo, al ser la *ratio* de gasto público sobre el PIB ya muy reducida, contracciones adicionales tienden a generar tensiones sociales (el caso de Argentina es el más relevante) que pueden reducir el consenso sobre las mismas. Por ello, la mayoría de los gobiernos han tratado de dar un nuevo impulso a las reformas estructurales aplazadas, con objeto de evitar que el ajuste fiscal continúe recayendo en medidas puntuales por el lado del gasto.

Así, las autoridades de la mayoría de los países de la zona han anunciado medidas tendentes a fortalecer la eficiencia del sistema impositivo, que, en particular, incluyen el aumento de las bases impositivas (en especial, del IVA), la reforma de las administraciones tributarias y la lucha contra el fraude fiscal. En el caso de Argentina, las reformas más recientes se han centrado en la elevación de las tarifas del impuesto sobre la renta y de determinados impuestos indirectos. En Brasil, continúa en la agenda el proyecto de reforma del sistema impositivo, sometido a discusión desde 1995, cuya medida más destacada sería la sustitución de los impuestos indirectos en cascada por un impuesto sobre el valor añadido. Sin embargo, las reformas estructurales en el ámbito de las finanzas públicas van más allá de las reformas impositivas. Así, la aprobación, a lo largo de 1999 y los primeros meses del presente año, de leyes de responsabilidad fiscal en Argentina y Brasil, y de un programa plurianual de gastos en Méjico, permitirían restringir, de modo legal, la capacidad del Gobierno de presentar presupuestos no equilibrados. En lo que respecta a la fase de ejecución presupuestaria, cabe mencionar el caso de Méjico, donde los presupuestos incluyen, desde el año 1999, reglas por las cuales los hipotéticos excesos de recaudación impositiva son destinados a la reducción del déficit, mientras que, de ser inferior la recaudación a la presupuestada, se establecen mecanismos automáticos de reducción del gasto.

Todas estas reformas se enfrentan, no obstante, a un reto verdaderamente complicado: disciplinar las cuentas de las Administraciones Públicas regionales y locales, cuyas atribuciones en materia de gasto e ingresos son muy elevadas, al ser Argentina, Brasil, Colombia y Méjico estados federales con un alto grado de descentralización. En efecto, el tono restrictivo y firme de la política fiscal de estos países se instrumenta a nivel federal, mientras que la contribución de las administraciones regionales a los esfuerzos de consolidación fiscal ha sido, frecuentemente, negativa. En Méjico y Colombia están en proceso de modificación las relaciones financieras entre los distintos niveles de gobierno. Estas reformas implican, en general, una mayor participación de las Administraciones Territoriales en los ingresos públicos, con una correlativa disminución de las transferencias desde la Administración Central. En Argentina, el gobierno central ha negociado programas de ajuste con las provincias más endeudadas, como contrapartida de su apoyo en la reestructuración de la deuda, y ha anunciado recientemente la promulgación de una ley que limitaría la capacidad de endeudamiento de los gobiernos locales, aunque, sin embargo, no ha sido puesta aún en marcha. Por último, la ley de responsabilidad fiscal brasileña, aplicable a todas las Administraciones Públicas del país, establece límites al déficit de cada una de las diversas administraciones —que no podrá superar los gastos de capital— y al endeudamiento neto, que no podrá rebasar los techos fijados, en proporción de los ingresos impositivos, por el poder legislativo. La ley, aprobada por el Senado a comienzos de octubre, no entrará, sin embargo, en vigor en tanto no se resuelvan los recursos de inconstitucionalidad que penden sobre ella.

3,8 billones de yenes, muy inferior al del anterior programa de gasto (6,8 billones de yenes).

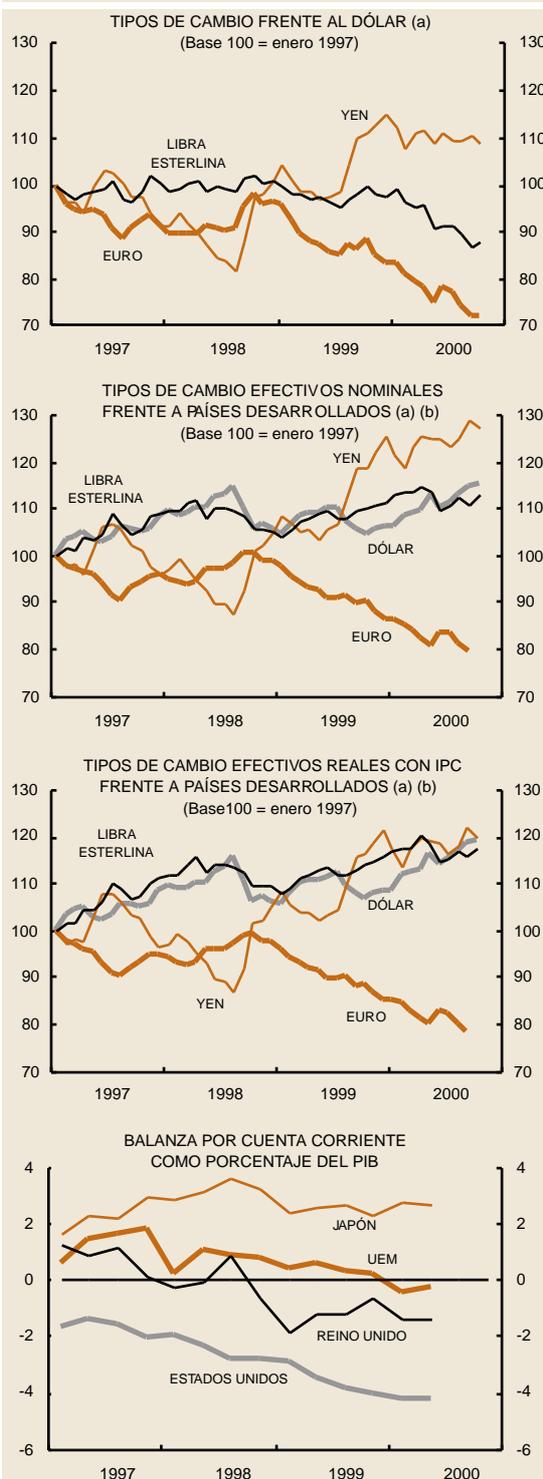
En el área del sudeste de Asia, el ritmo de crecimiento de las principales economías se ha mantenido elevado durante la primera parte de 2000, a medida que la recuperación de la demanda interna ha ido sustituyendo a la demanda exterior neta como elemento dinamizador principal. No obstante, esta zona presenta (véase recuadro 3) un grado muy elevado de vulnerabilidad ante las variaciones en los precios del petróleo, por lo que la evolución futura de la actividad económica está sometida a mayores incertidumbres que en otras áreas.

Los países latinoamericanos continúan recuperándose gradualmente de la fuerte desaceleración de la actividad sufrida a lo largo de 1999,

aunque persisten divergencias notables entre ellos. En particular, en Méjico el PIB creció al 7,9 % en el segundo trimestre, impulsado por el dinamismo del consumo y de las exportaciones. Los indicadores referidos al tercer trimestre sugieren la continuidad de la fase expansiva, a la vez que muestran nuevos avances en la corrección de la inflación. Por su parte, Brasil experimentó en el segundo trimestre un crecimiento notable del PIB (3,9 %), pronosticando la fuerte creación de empleo y el aumento de la producción industrial en los meses de verano la prolongación de esta tendencia en el tercer trimestre del año. El alza del precio del crudo y las malas cosechas están presionando al alza sobre la tasa de inflación, que, en todo caso, no debe superar el límite del 8 % establecido como objetivo máximo para el conjunto del año en curso. Por último, entre las economías que

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.

muestran un mayor dinamismo destaca Chile, que experimentó una tasa de crecimiento del PIB del 6,1 % en el segundo trimestre, derivada del gran vigor del consumo privado, que contrastó con la atonía de la inversión y, en menor medida, de las exportaciones. La bonanza económica que disfrutaron estos países, en un entorno de estabilidad en los mercados de deuda, ha favorecido el logro de avances en los procesos de consolidación fiscal (véase recuadro 4). Los éxitos que en este ámbito han presentado Brasil y Méjico les ha supuesto una revisión al alza de sus emisiones de deuda por parte de las agencias internacionales. Por el contrario, Argentina presentó un ritmo de crecimiento muy moderado en la primera parte del año (inferior al 1 %), como consecuencia de los elevados tipos de interés reales, las pérdidas acumuladas de competitividad y los continuos recortes del gasto público. Los indicadores referidos a los meses de verano no muestran un cambio de tendencia apreciable en ese periodo. Esta falta de dinamismo de la actividad ha dificultado el cumplimiento de los planes de reducción del déficit público, lo que, a su vez, ha propiciado el aumento del diferencial de tipos de interés entre el peso argentino y el dólar.

Por último, en cuanto a las economías de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB del Reino Unido se incrementó en términos interanuales un 3,2 % en el segundo trimestre de 2000, una décima por encima de la tasa del primer trimestre. Por componentes, en el segundo trimestre avanzó la aportación de la demanda interna —como consecuencia, fundamentalmente, de la notable aceleración del consumo público—, deteriorándose, simultáneamente, la contribución de la demanda exterior neta. Los indicadores más recientes ofrecen señales ambiguas sobre la evolución del PIB en el tercer trimestre (1), si bien sugieren una cierta contención del consumo privado, lo que sería coherente con la evolución reciente de algunos de sus factores determinantes, en especial con el menor crecimiento salarial —que está siendo compatible con reducciones adicionales de la tasa de paro— y con la moderación de los precios de los activos reales. Por otra parte, la ligera depreciación de la libra en términos efectivos, en el tercer trimestre, podría favorecer un mayor dinamismo de las ventas al exterior.

Con respecto a la inflación, la moderación salarial observada en el segundo trimestre, junto con la importante recuperación de la productividad, condujo a una reducción notable del crecimiento de los costes laborales unitarios, que

(1) Según información provisional del Instituto Nacional de Estadística del Reino Unido, el PIB creció un 2,9 % en tasa interanual en el tercer trimestre de 2000.

se situó, por primera vez desde 1998, por debajo del aumento del deflactor del PIB. Finalmente, el crecimiento de los precios de consumo se mantuvo estable a lo largo del tercer trimestre, repitiendo en septiembre el índice que excluye los intereses de hipotecas el registro de junio, del 2,2 % (1 % en términos del índice armonizado con el resto de la UE). Hay que hacer notar, sobre todo, la fuerte desaceleración registrada por los precios de los inmuebles,

cuya tasa interanual de crecimiento se ha reducido a la mitad en seis meses. La ausencia de presiones inflacionistas significativas ha impulsado al Banco de Inglaterra a mantener invariado el tipo de interés oficial desde febrero, fecha en que lo dejó establecido en el 6 %. Sin embargo, la mayor laxitud fiscal, que se manifiesta en el fuerte aumento del consumo público, podría condicionar el tono de la política monetaria en el futuro cercano.

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

3.1. Evolución económica

Los datos más recientes sobre la evolución de la actividad en el área del euro subrayan la fortaleza del crecimiento económico en el tercer trimestre del año. El incremento de los precios del petróleo ha tenido, hasta la fecha, un escaso efecto contractivo. En el terreno de los precios, en cambio, el encarecimiento del crudo y la depreciación del euro, en un contexto de solidez de la demanda interna, han influido de forma adversa sobre la situación y las perspectivas inflacionistas. En este contexto, el Banco Central Europeo ha aumentado los tipos de interés desde principios de junio en tres ocasiones, en una cuantía total de 100 puntos básicos.

Según la segunda estimación de Eurostat de la Contabilidad Nacional del área del segundo trimestre, el PIB aumentó, en ese período, a un ritmo interanual del 3,7 %, lo que supone una aceleración de tres décimas respecto al primero (véase gráfico 8). A diferencia de lo sucedido en los trimestres precedentes, en los que el impulso al crecimiento provino fundamentalmente del aumento de la contribución neta del sector exterior, la aceleración del producto se debió, en esta ocasión, al aumento en una décima de la contribución de la demanda interna, que se situó en 3 puntos porcentuales (pp), y a la desaparición de la aportación negativa de la inversión en existencias (de -0,3 a 0 pp). Resulta destacable la aceleración del consumo privado, que creció un 3 % en términos interanuales; en cambio, el ritmo de aumento de la inversión en capital fijo disminuyó casi 1 pp. Por su parte, el sector exterior detuvo la tendencia de recuperación iniciada a comienzos de 1999, reduciendo en una décima su aportación al crecimiento, hasta alcanzar 0,7 pp. Esta evolución es el resultado de una aceleración de las importaciones mayor que la que experimentaron las exportaciones, si bien estas últimas continúan creciendo a ritmos elevados, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio y del dinamismo de la actividad en el resto de la economía mundial.

Aunque el crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año para el área en su conjunto ha sido elevado, la evolución de la actividad en algunos países miembros de la Unión Monetaria no ha mostrado un perfil tan expansivo. En particular, en Italia se produjo una notable reducción del ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2000, derivado, fundamentalmente, del fuerte aumento de las importaciones, en parte ocasionado, posiblemente, por problemas estadísticos en la medición de esta partida. En Francia, la moderación del consumo en el segundo trimestre, según los datos de Contabilidad Nacio-

nal, más allá de lo que justificarían, en principio, sus factores determinantes, ha determinado que esta economía crezca en el período por debajo de las previsiones. Por el contrario, Alemania, España, Holanda, Bélgica y Finlandia presentaron unos resultados muy favorables en el segundo trimestre.

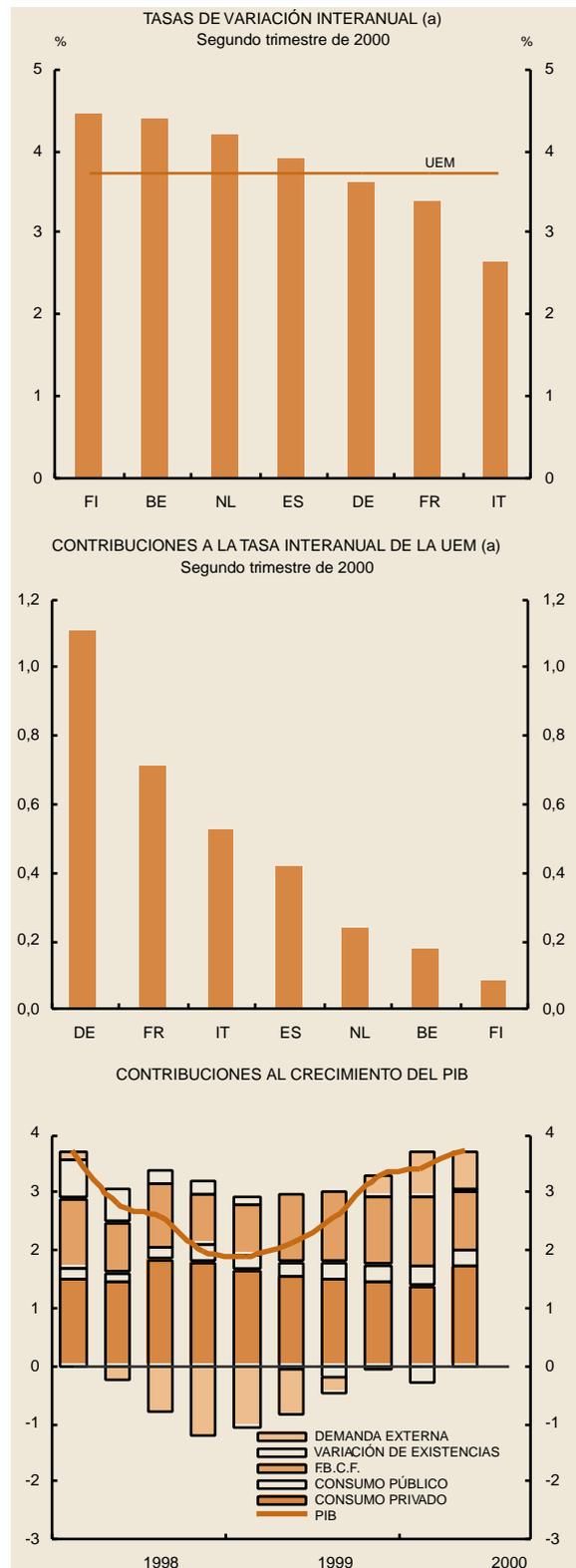
La mayor parte de los indicadores coyunturales del área del euro referidos al tercer trimestre (véase gráfico 9), todavía muy escasos, apoya, en general, la continuidad de la actual fase de crecimiento económico, aunque se atisba en los meses más recientes algún síntoma de estabilización o ligera moderación de este proceso. Desde el punto de vista de los indicadores de oferta, el índice de producción industrial del área reanudó en julio la tendencia creciente iniciada en 1999, si bien a un ritmo ligeramente más bajo que en el primer trimestre. Por su parte, el indicador de confianza industrial, que muestra una elevada correlación con la tasa de variación del PIB, se ha mantenido relativamente estable a lo largo del tercer trimestre. En cuanto a los indicadores de consumo, las ventas al por menor del área aumentaron en julio un 2,7 % en tasa interanual, un ritmo algo más moderado que el que se registró en el segundo trimestre (en torno al 3,4 %). Por último, el indicador de confianza de los consumidores y el de confianza de los minoristas retrocedieron en los meses de verano, aunque se mantienen en niveles cercanos a los máximos históricos.

En todo caso, la evolución en los últimos meses de la mayoría de los factores determinantes de la demanda permite augurar el mantenimiento de un ritmo de crecimiento del gasto elevado en el tercer trimestre del año. En particular, la incidencia favorable sobre la renta disponible del crecimiento del empleo, el nivel reducido del tipo de interés real a largo plazo y las rebajas anunciadas o aplicadas de la imposición directa pueden compensar la pérdida de poder adquisitivo de las rentas derivada del aumento de los precios al consumo y del deterioro de la relación real de intercambio. Asimismo, la depreciación del euro y la bonanza del clima económico internacional deben seguir favoreciendo el crecimiento de las ventas al exterior.

En el mercado de trabajo, no se dispone, todavía, de información completa sobre la evolución del empleo en el área durante el segundo trimestre, aunque, según la estimación del BCE, este creció a un ritmo en torno al 2,2 % en tasa interanual, superior en casi medio punto al registro del primer trimestre. Por sectores, los datos provisionales correspondientes a los cuatro primeros meses del año apuntan a una ligera desaceleración del ritmo interanual de creación

GRÁFICO 8

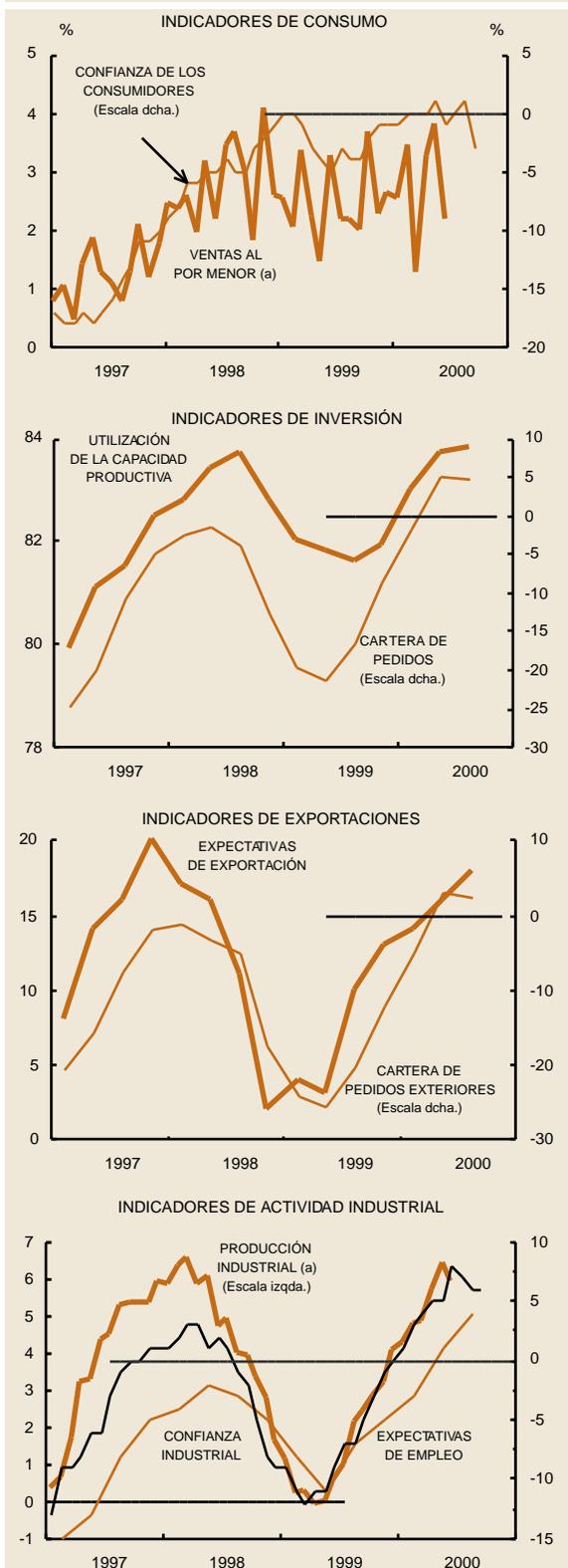
PIB en la UEM



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

GRÁFICO 9

UEM. Indicadores reales



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

de empleo en el sector de la construcción, mientras que en el resto de los sectores industriales habría aumentado, en tasa interanual, por primera vez desde el cuarto trimestre de 1998. La tasa de paro de agosto se situó en el 9 %, prolongando el proceso de reducción que se viene observando desde el otoño de 1997. En cuanto a los gastos salariales, el indicador de costes laborales por hora de Eurostat creció un 3,5 % interanual durante el segundo trimestre, una décima menos que el trimestre anterior. No obstante, según la estimación del BCE, la remuneración por asalariado se desaceleró en el segundo trimestre en cinco décimas, hasta el 1,7 %, lo que permitiría mantener estabilizado el crecimiento de los costes laborales unitarios en torno al 0,5 %, a pesar de la moderación del aumento de la productividad aparente del trabajo. La evolución favorable en los costes laborales unitarios ha permitido atenuar el ritmo de crecimiento del deflactor del PIB, que alcanzó el 0,8 % en el segundo trimestre.

La inflación en el área del euro ha continuado subiendo durante los últimos meses, especialmente en septiembre, como consecuencia del encarecimiento del petróleo y de la depreciación del euro, que, en términos efectivos nominales frente a los países desarrollados, ha sido superior al 5 % entre junio y septiembre. En este último mes, la tasa de variación interanual del IAPC se elevó al 2,8 % (véase gráfico 10), como resultado, fundamentalmente, del fuerte crecimiento de los precios energéticos (16 %). No obstante, el incremento de alguno de los componentes más estables, como los alimentos elaborados y los bienes industriales no energéticos, registraron sendos aumentos de 2 décimas entre septiembre y junio, en consonancia con la trayectoria alcista de los precios de producción de estos bienes. Los precios de los servicios, aunque continúan avanzando a ritmos moderados, vienen reflejando una cierta aceleración desde hace varios meses, como consecuencia, en gran medida, del impacto del encarecimiento del petróleo sobre los servicios de transporte, a pesar de la continuada disminución de los precios de los servicios de telecomunicaciones. Por todo ello, el índice IPSEBENE —que excluye los bienes de consumo alimenticios no elaborados y energía— mostró en septiembre un crecimiento del 1,4 %, dos décimas por encima del dato de junio. Por países, el diferencial entre las tasas de inflación máxima y mínima se situó en septiembre en 3,3 puntos porcentuales, después de haber alcanzado los 3,9 puntos porcentuales en los dos meses previos. Por otro lado, los precios industriales crecieron un 5,6 % en agosto, la misma tasa de los dos meses anteriores, debido a la desaceleración registrada por los bienes intermedios y los de capital,

mientras que la tasa de variación de los bienes de consumo aumentó una décima con respecto a julio.

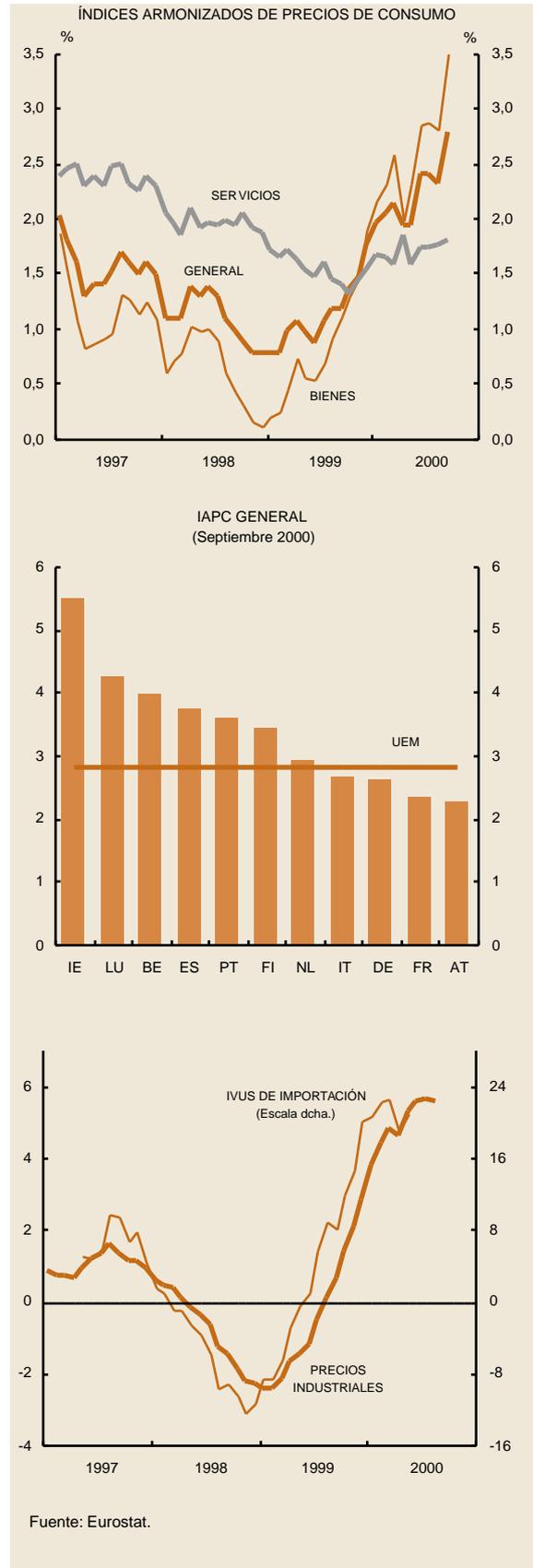
Según datos del BCE, la balanza por cuenta corriente del área mostró, en los siete primeros meses del año 2000, un déficit acumulado de 14 mm de euros, lo que supone un empeoramiento importante del saldo en comparación con el superávit acumulado de 21,4 mm referido al mismo período del año anterior. Ello fue debido, principalmente, al descenso del superávit de la balanza de bienes y al aumento de los déficit de la balanza de servicios y de las cuentas de rentas y transferencias corrientes. El notable descenso del saldo de la cuenta de bienes, resultado de un aumento nominal de las importaciones (32 %) muy superior al de las exportaciones (21,9 %), ha de atribuirse, fundamentalmente, al deterioro de la relación real de intercambio como consecuencia del encarecimiento del petróleo y del debilitamiento del euro.

En cuanto a la evolución de las finanzas públicas del área, los datos disponibles acerca de la ejecución presupuestaria en los meses transcurridos del año, así como las previsiones oficiales más recientes, permiten anticipar que, incluso si se excluyen los ingresos excepcionales procedentes de la venta de licencias de telefonía móvil, el ejercicio se cerrará, en casi todos los países, con saldos más favorables que los previstos originalmente en los respectivos presupuestos y programas de estabilidad nacionales (véase cuadro 1). Esta evolución se explica, en su mayor parte, por el fuerte dinamismo de la actividad económica y del empleo, que ha posibilitado un aumento de la recaudación impositiva y de los ingresos por cotizaciones sociales superior al previsto, así como una contención significativa del gasto en prestaciones por desempleo. No obstante, más allá de la mejora de los saldos observados, inducida por la contribución positiva del ciclo económico, existen indicios de un previsible empeoramiento, en el año 2000, de los saldos estructurales en un gran número de países.

Los planes presupuestarios para 2001 de muchos Estados miembros incluyen rebajas sustanciales de impuestos, que pueden contribuir a mitigar los elementos distorsionadores presentes en los sistemas impositivos de los países del área. No obstante, en la medida en que dichas rebajas no vayan acompañadas de medidas de reducción permanente del gasto, podrían suponer una ralentización del proceso de consolidación fiscal en un contexto en el que una gran parte de países todavía mantienen saldos estructurales deficitarios y una deuda pública superior al 60 % del PIB. Por otra parte,

GRÁFICO 10

**UEM. Indicadores de precios
Tasas de variación interanuales**



Estado. Ejecución presupuestaria (a)

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

Fuentes: Comisión Europea y notificaciones oficiales de los países miembros, en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo.

(a) Déficit (-) / superávit (+).

(b) Previsiones de otoño.

(c) Incluyen los ingresos por concesiones de licencias UMTS.

(d) Sin incluir los ingresos por concesiones de licencias UMTS.

cualquier reforma fiscal que induzca un incremento del déficit público otorgará un tono procíclico a la política fiscal que resulta particularmente inoportuno en un momento en el que los riesgos inflacionistas se han incrementado sensiblemente en el área del euro.

3.2. Evolución monetaria y financiera

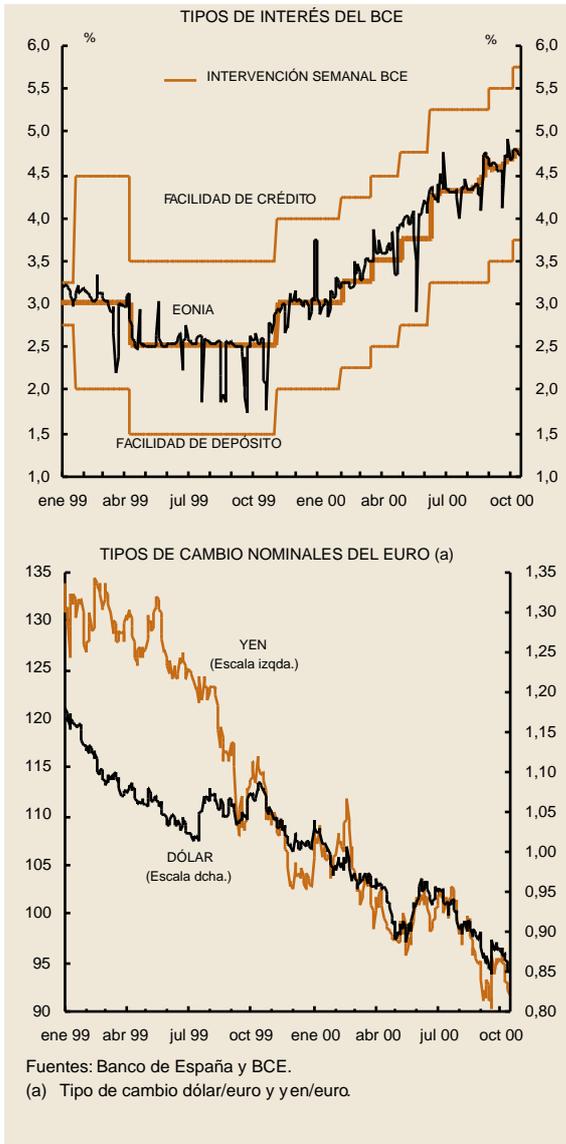
A lo largo del tercer trimestre del año, el Eurosistema siguió con la pauta de progresivas subidas de los tipos de intervención iniciada en noviembre de 1999. Esta tendencia en los tipos de interés se justifica por la existencia de un panorama económico de elevado crecimiento y de cierto deterioro de las perspectivas inflacionistas, como consecuencia, sobre todo, de la evolución del precio del petróleo y de la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. El Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar su tipo de intervención el 31 de agosto por una cuantía de 25 puntos básicos, y, ya en el último trimestre del año, volvió a aumentar este tipo en la misma magnitud el 5 de octubre, con lo que este se sitúa actualmente en el 4,75 %. De esta forma, desde noviembre del año pasado se acumula una subida de los tipos de intervención de 225 puntos básicos

(véase gráfico 11). En cualquier caso, aun teniendo en cuenta las últimas decisiones del BCE, los tipos de interés reales muestran todavía unos niveles históricamente bajos, y las condiciones monetarias y financieras —determinadas tanto por el nivel de los tipos de interés como del tipo de cambio— resultan relativamente holgadas.

En España, las condiciones monetarias y financieras son algo más expansivas que en el conjunto de la UEM, si bien el aumento del crecimiento económico en los principales países europeos y el mayor grado de restricción monetaria han aproximado esas condiciones a las que exigiría la situación cíclica española. Asimismo, es preciso destacar que la tasa de inflación más alta que se observa en nuestro país no puede achacarse totalmente a la mayor intensidad del crecimiento económico, pues se explica, en buena medida, por la existencia de algunas rigideces por el lado de la oferta, que la política monetaria no puede corregir. En el caso español, esas condiciones monetarias y financieras se han reflejado en un bajo nivel de los tipos de interés reales —calculados sobre la base de la inflación observada— y en un crecimiento bastante intenso del crédito concedido al sector privado.

GRÁFICO 11

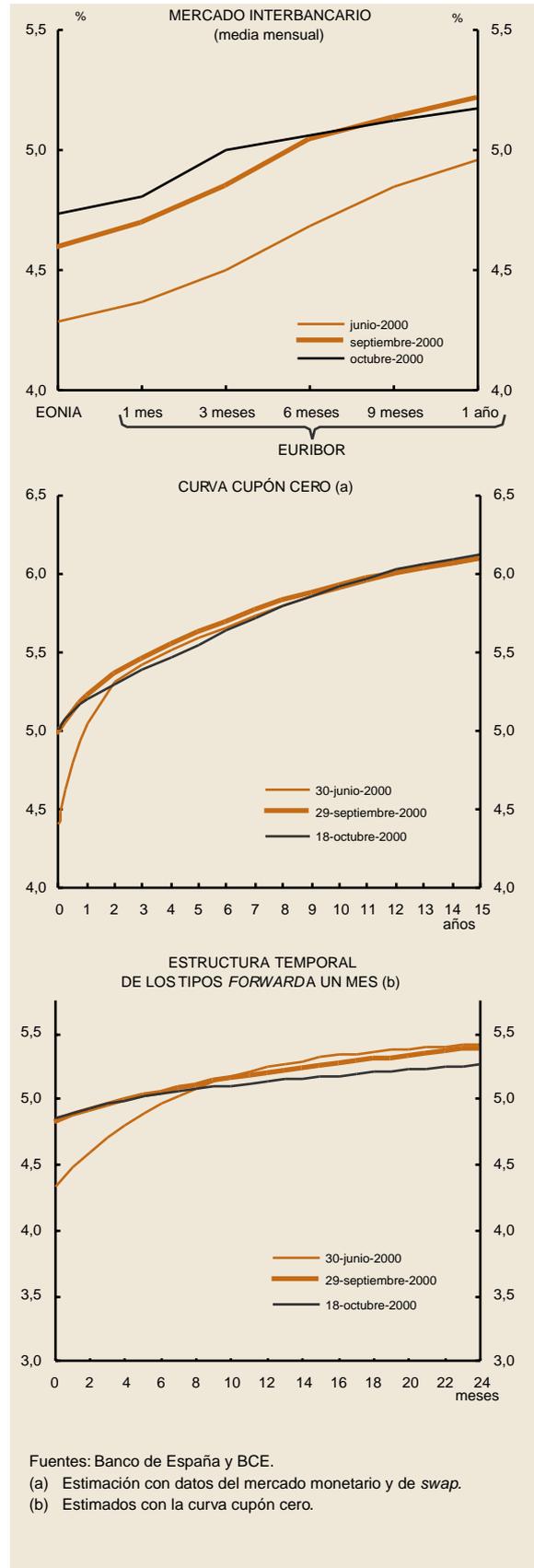
Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro



La evolución de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro muestra que los mercados descontaban, en buena parte, las decisiones de subidas de tipos adoptadas por el BCE. De esta forma, el diferencial que presentaban los tipos *forward* a un mes entre el plazo de un mes y el de dos años —que era de 100 puntos básicos a finales de junio— se vio reducido a 50 puntos básicos tras las dos últimas subidas de los tipos de intervención (véase la parte inferior del gráfico 12). Tras estos movimientos, la curva de tipos *forward* a un mes muestra un mayor aplanamiento que en junio, como consecuencia de tipos más elevados en los plazos más cortos (tras las subidas practicadas por el BCE) y tipos inferiores más allá de los ocho meses.

GRÁFICO 12

**Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos**



Situación monetaria y financiera de la UEM y España

	1998	1999	2000					
	DIC	DIC	MAR	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	4,7	6,1	6,5	5,3	5,2	5,6	5,5	
M1	9,2	10,0	10,0	6,8	6,7	7,1	6,6	
Crédito al sector privado	9,6	10,3	10,9	9,9	9,8	10,1	10,8	
ESPAÑA								
Activos financieros líquidos	4,0	1,5	1,3	1,5	1,8	2,6	4,4	
Medios de pago	12,1	12,7	12,1	8,3	7,5	6,8	7,6	
Financiación al sector privado	16,8	18,5	19,4	16,5	17,3	16,9	17,8	
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	3,25	3,04	3,51	4,29	4,31	4,42	4,59	4,74
EURIBOR a tres meses	3,25	3,44	3,75	4,50	4,58	4,78	4,85	5,00
Deuda pública								
<i>Rendimiento bonos a diez años UEM</i>	3,95	5,31	5,49	5,35	5,45	5,40	5,46	
<i>Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM</i>	0,74	1,06	0,88	0,85	0,69	0,52	0,42	
<i>Diferencial bonos a diez años España-Alemania</i>	0,21	0,22	0,22	0,26	0,26	0,29	0,29	0,27
Tipos de interés bancarios en España								
<i>Tipo sintético pasivo</i>	2,06	1,98	2,17	2,53	2,56	2,65	2,77	
<i>Tipo sintético activo</i>	5,15	5,03	5,55	5,85	6,16	6,43	6,35	
Tipo de cambio dólar/euro	1,172	1,011	0,964	0,949	0,940	0,904	0,872	0,867
Renta variable (d)								
<i>Índice Dow Jones EURO STOXX amplio</i>	29,8	39,5	6,0	2,0	2,5	4,4	-1,2	-5,0
<i>Índice General Bolsa de Madrid</i>	37,2	16,2	7,5	-3,4	-3,1	0,5	1,0	-6,1

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.

El aumento reciente en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, como consecuencia de la consolidación de unos precios del petróleo más altos de lo esperado y del conflicto en Oriente Medio, ha tenido repercusiones sobre los mercados de valores y de divisas. En general, puede decirse que este contexto ha conducido a una mayor preferencia por los activos de renta fija y denominados en dólares. Pese al repunte de la inflación observada, se ha observado una notable estabilidad de los tipos de interés a largo plazo en los mercados de renta fija, que puede ser el resultado tanto de la mayor preferencia de los inversores por estos instrumentos como de la favorable evolución de las finanzas públicas en la zona del euro (véase la parte intermedia del gráfico 12).

Durante el tercer trimestre ha persistido una elevada volatilidad en los mercados bursátiles, que se ha visto incrementada en las últimas se-

manas con la crisis de Oriente Medio. El índice Dow Jones EURO STOXX amplio mostraba, a mediados de octubre, una rentabilidad anual acumulada del -5 %, mientras que el Índice General de la Bolsa de Madrid había descendido un 6 % en el mismo período (véase cuadro 2). La publicación de datos no muy favorables sobre la evolución de los beneficios de las empresas del sector de nuevas tecnologías introdujo un motivo adicional de incertidumbre, cuyas repercusiones alcanzaron a la mayoría de los sectores bursátiles. El índice del IBEX Nuevo Mercado, creado en abril de este año y que agrupa las acciones de empresas de este sector, acumulaba a mediados de octubre unas pérdidas del 37 %, similares a las de otros índices europeos equivalentes y notablemente mayores de lo observado para los índices globales. En cualquier caso, esta trayectoria de los precios de las acciones debe ser puesta en relación con los sustanciales incrementos acumu-

lados en los años anteriores: en el período 1997-1999, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió aumentó un 148 %, y el Índice General de la Bolsa de Madrid, un 127 %.

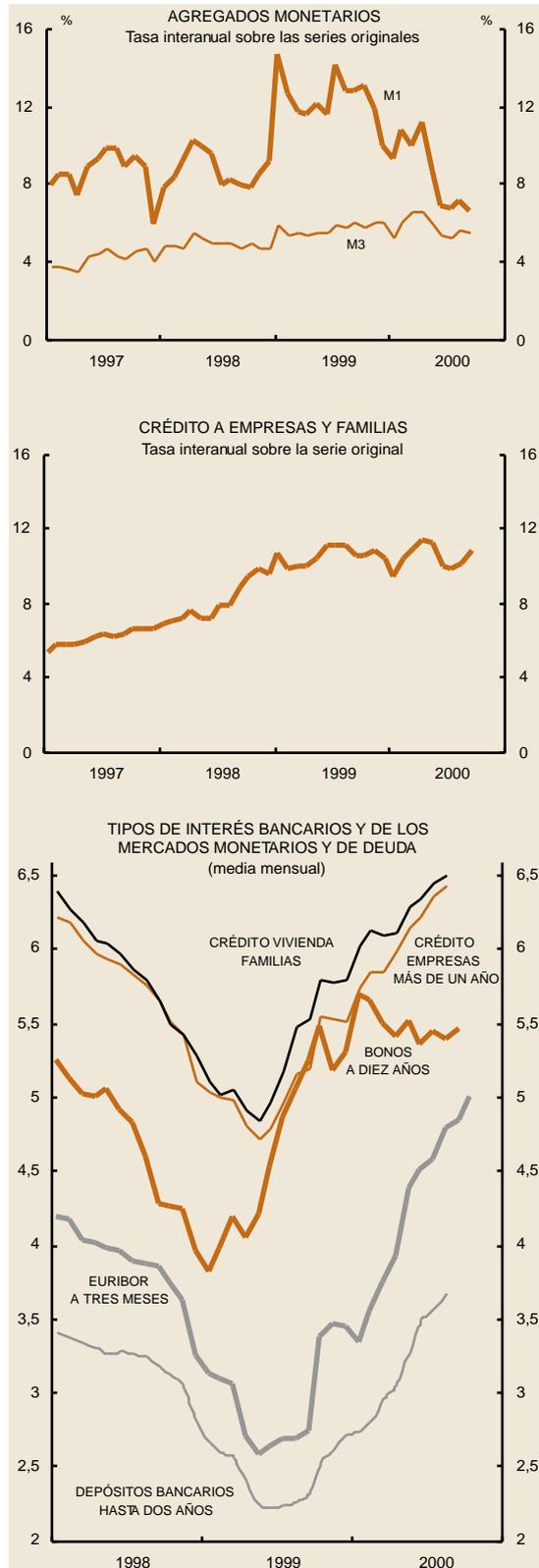
Pese a la aproximación entre las posiciones cíclicas de la UEM y Estados Unidos y la progresiva reducción del diferencial en los tipos de interés entre ambas zonas, el tipo de cambio del euro respecto al dólar siguió deslizándose a la baja durante el tercer trimestre de este año. Esta tendencia justificó que el día 22 de septiembre tuviera lugar una intervención concertada a favor del euro del Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco de Japón y otros bancos centrales. Durante unas semanas, esta medida contribuyó a estabilizar el tipo de cambio en torno a 0,88 dólares por euro, aunque, posteriormente, el conflicto político en Oriente Medio ha inducido una depreciación del tipo de cambio del euro, al refugiarse los capitales en activos denominados en dólares, como suele ocurrir en épocas de tensión internacional.

Los tipos de interés del crédito y de los depósitos aplicados por las entidades financieras a sus clientes en la zona del euro continuaron reflejando los incrementos de los tipos de la política monetaria. En agosto, los tipos de interés del crédito para empresas y familias acumulaban un incremento cercano a 175 puntos básicos desde los niveles mínimos alcanzados a mediados de 1999 (véase la parte inferior del gráfico 13). En España, los tipos de interés aplicados por las entidades de depósito en sus operaciones de pasivo y activo mostraron un comportamiento similar al observado en la zona del euro: el tipo de interés sintético del crédito al sector privado se incrementó 50 puntos básicos entre junio y septiembre, con lo que el aumento acumulado desde los mínimos de 1999 es de 185 puntos básicos. Por su parte, el tipo de interés sintético del pasivo se elevó 25 puntos básicos entre junio y septiembre, lo que supone un incremento acumulado desde 1999 de 110 puntos básicos. Parece, por tanto, que, como cabe prever en las fases de política monetaria más restrictiva, las entidades bancarias están ampliando su margen de intermediación.

El comportamiento de los agregados monetarios en la zona del euro durante el tercer trimestre ha sido relativamente moderado, siguiendo la tónica observada en los meses anteriores. El crecimiento interanual de M3 fue del 5,5 % en septiembre, sensiblemente inferior a las tasas observadas en los primeros meses de este año, aunque todavía lejos del 4,5 % de referencia. Los agregados monetarios más líquidos mostraron un comportamiento más sensible a la evolución de los tipos de interés en la

GRÁFICO 13

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



Fuentes: Banco de España y BCE.

zona del euro y su crecimiento se desaceleró en mayor cuantía. La tasa de expansión de M1 se situó en septiembre en el 6,6 %, lo cual representa casi tres puntos porcentuales menos que las tasas de principios de año.

En España, los Activos Financieros Líquidos (AFL) repuntaron en el tercer trimestre, con una tasa de crecimiento interanual del 4,4 %. Esta evolución relativamente moderada es consecuencia de la disminución de las colocaciones en los fondos de inversión del mercado monetario y de renta fija, que se incluyen en la definición de AFL, y de la creciente demanda de instrumentos financieros que no se consideran líquidos, como las participaciones en fondos de inversión internacionales y algunas operaciones de seguro. Los activos financieros más líquidos, que se incluyen en la categoría conocida como medios de pago, mostraron unos ritmos de crecimiento superiores a los de los AFL, si bien en los últimos meses ha tenido lugar una desaceleración intensa en su tasa de expansión, que del 12 % observado al final del primer trimestre pasó a estar por debajo del 8 % en septiembre.

El crédito concedido al sector privado en la UEM continuó mostrando tasas de crecimiento elevadas. El efecto de la consolidación de un ritmo de crecimiento económico más alto en la zona del euro ha podido verse compensado por el encarecimiento del crédito: así, se observa que esta variable muestra desde 1998 unos rit-

mos de expansión relativamente estables, en torno al 10 %. En todo caso, debe destacarse que el progresivo encarecimiento de los tipos aplicados al crédito, unido a la desfavorable evolución de los mercados bursátiles y la estabilidad de los tipos de interés a largo plazo, ha incentivado que las empresas europeas aumenten su recurso a los mercados de renta fija. De hecho, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de valores de renta fija emitidos por empresas no financieras de la UEM se situó, en agosto, en el 17 %, notablemente por encima del ritmo de avance del crédito bancario.

La financiación al sector privado en España continuó creciendo a tasas notablemente más elevadas que las de la zona del euro. La tasa de expansión interanual —que, en septiembre, fue de casi el 18 %— es similar a la del segundo trimestre, pero ligeramente inferior a los ritmos cercanos al 20 % observados en los primeros meses del año. Esta suave desaceleración puede venir explicada tanto por factores de demanda como de oferta. En el primer caso, el encarecimiento del crédito ha desincentivado la toma de nuevos préstamos, mientras que, en cuanto a la oferta, es posible que las entidades sean más cautelosas en la concesión de créditos, entre otros factores, por la entrada en vigor de la nueva provisión estadística —que obliga a dotar fondos en mayor medida en la parte alta del ciclo— y porque la *ratio* de morosidad, aunque todavía se sitúa en unos niveles muy bajos, comenzó a aumentar en julio y agosto.

4. La economía española

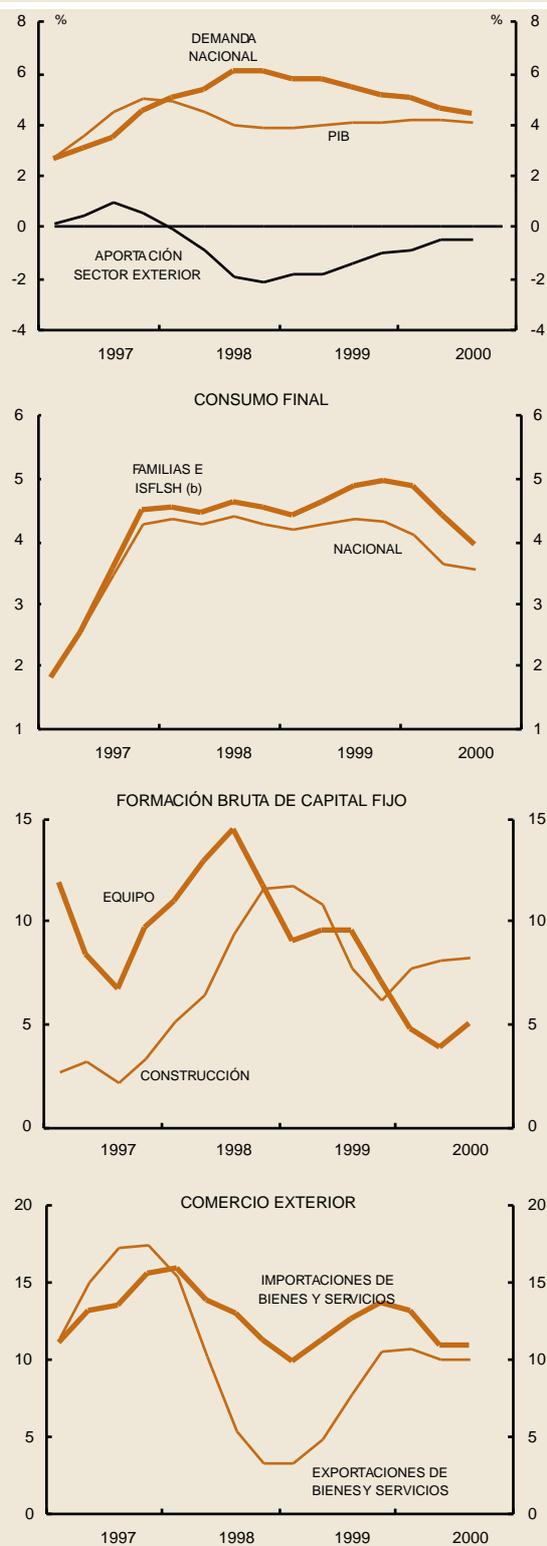
Las últimas estimaciones de la contabilidad trimestral (CNTR), que abarcan hasta el segundo trimestre del año 2000, han incorporado una revisión significativa de las tasas de crecimiento de la economía española para los últimos años y, en especial, para 1998 y 1999. En concreto, el perfil del PIB para el año 1999 implica unas tasas de crecimiento real más elevadas, pero con una aceleración más suave que la estimada anteriormente; dicha aceleración culmina en el primer semestre del año 2000, período en el que el ritmo de crecimiento real de la economía se mantuvo estabilizado en el 4,2 % (2), registrándose todavía un diferencial de crecimiento positivo con la zona del euro (véase gráfico 1). Los nuevos datos del INE confirman la notable expansión experimentada por la demanda nacional desde 1997, aunque con una trayectoria de moderada desaceleración desde el inicio de 1999, que ha continuado en el año 2000. Así, en el segundo trimestre de este año el crecimiento interanual de la demanda nacional, en términos reales, fue del 4,6 %, frente al 5 % del trimestre precedente, y la información coyuntural disponible para el tercer trimestre apunta, en general, hacia una nueva desaceleración de este agregado, hasta el 4,4 % (véase gráfico 14). Esta desaceleración se explica, fundamentalmente, por la evolución del consumo privado, afectado por el menor crecimiento de la renta disponible real y por el incipiente endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras de la economía, ya que la formación bruta de capital fijo ha mantenido un ritmo de avance más estable desde finales de 1999, resultado de una aceleración de la construcción y de una desaceleración de la inversión en bienes de equipo. Por su parte, el sector exterior continuó reduciendo su contribución negativa al crecimiento real del PIB en el segundo trimestre, pasando de -0,9 puntos porcentuales a -0,5, resultado que combina una suave desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios con una caída más intensa del ritmo de crecimiento de las importaciones; en el tercer trimestre, la aportación negativa del sector exterior se habría estabilizado en ese nuevo nivel. En consecuencia, se estima que la tasa de crecimiento del PIB en el tercer trimestre se situó en el 4 %, iniciando así una senda de suave desaceleración.

Desde el punto de vista de la actividad productiva, el perfil del PIB coincide, en líneas generales, con el del conjunto de las ramas industriales y energéticas, apreciándose también aquí síntomas de ligera pérdida de dinamismo en los indicadores del tercer trimestre. Por otra

(2) 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.

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.

parte, la generación de empleo, que conserva un impulso significativo (con un aumento interanual del 3,3 % en el segundo trimestre de 2000), viene dando signos de moderación desde hace ya varios trimestres. Esta tendencia se prolongó en el tercer trimestre, continuando la recuperación del ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo hacia tasas más acordes con su evolución histórica.

Por su parte, la remuneración por asalariado ha empezado a repuntar, con un incremento cercano al 3,5 % en el primer semestre. Esta tasa refleja tanto los mayores incrementos salariales negociados en convenio como los deslizamientos originados, entre otras causas, por la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios. El efecto de este mayor incremento de los salarios sobre los costes laborales unitarios se está viendo contrarrestado por las ganancias de productividad derivadas de la desaceleración del empleo, especialmente acusadas en los sectores más abiertos a la competencia.

A pesar de la relativa contención de los costes laborales unitarios —que, no obstante, siguen creciendo más que en el conjunto de la UEM—, la tasa de inflación española ha continuado incorporando los efectos —directos e indirectos— derivados del fuerte incremento de los precios de importación, consecuencia, a su vez, del encarecimiento del petróleo y de la depreciación del euro. Entre los principales indicadores de precios, la tasa de crecimiento interanual del IPC alcanzó un aumento del 3,6 % en el conjunto del tercer trimestre, frente al 3,2 % del trimestre anterior. En el marco de la CNTR, se estima que tanto el deflactor del consumo privado como el del PIB han seguido un curso similar al del IPC, permitiendo una nueva ampliación de los márgenes unitarios de explotación. En conjunto, no se aprecian signos claros de que los agentes económicos se estén ajustando al empobrecimiento relativo que ha supuesto la subida en los precios del petróleo.

4.1. Demanda

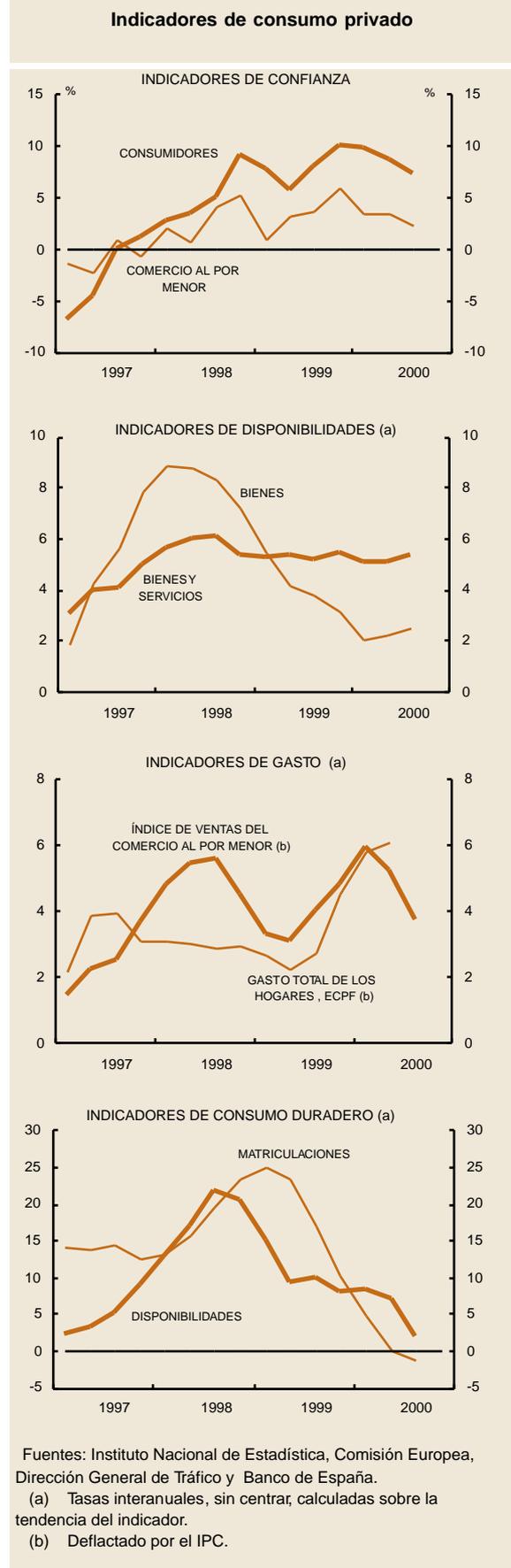
Como se acaba de señalar, la senda de moderación de la demanda nacional ha venido determinada, en gran medida, por la evolución del gasto en consumo final de los hogares. En el segundo trimestre de 2000, el consumo privado creció un 4,4 %, en términos reales, frente al 4,9 % del trimestre anterior, y la mayor parte de los indicadores tiende a confirmar una nueva flexión a la baja en las tasas de crecimiento de este agregado en el tercer trimestre. Entre los componentes del consumo, esta evolución se explica, principalmente, por el comportamiento

de las compras de bienes duraderos, en especial de los automóviles, así como por el menor crecimiento del gasto en otros bienes de consumo, con la excepción del gasto en alimentos, que ha tendido a recuperarse, tras haber mostrado un comportamiento muy deprimido en el ejercicio precedente; el consumo de servicios ha seguido creciendo a un ritmo estable.

Como se ha señalado, el consumo de los hogares ha continuado reduciendo su ritmo de avance en el tercer trimestre, en línea con el perfil mostrado por el índice de confianza de los consumidores. Este indicador ha registrado en el tercer trimestre un descenso respecto a los niveles de los trimestres anteriores, apreciándose un empeoramiento en la valoración tanto de la situación económica general como de la de los propios hogares, por parte de los consumidores (véase gráfico 15). El índice de disponibilidades de bienes y servicios mantuvo una trayectoria estable en el tercer trimestre (período para el que solo se dispone de información parcial), destacando el ligero avance experimentado por el componente de bienes alimenticios. Por su parte, las matriculaciones de automóviles registraron una fuerte desaceleración hasta septiembre, confirmando la tendencia descendente del gasto en bienes duraderos. Asimismo, el índice de ventas del comercio al por menor y el indicador de confianza del sector minorista, que también aparecen representados en el gráfico 15, reflejan un menor dinamismo del gasto en el pasado verano y unas perspectivas de moderación para los próximos meses.

La mayor parte de los determinantes del consumo ha contribuido a la progresiva moderación de este agregado, en particular el comportamiento desacelerado de la renta real de las familias, los menores efectos derivados de la revalorización de su riqueza financiera y el endurecimiento de las condiciones de la financiación del gasto. Con la información parcial disponible sobre las cuentas sectoriales, se estima que la renta real de los hogares está creciendo en el año 2000 a un ritmo menor que en el período precedente, como consecuencia de la detracción de poder adquisitivo a que ha dado lugar el aumento de la tasa de inflación; en términos nominales, se estima, sin embargo, un crecimiento de la renta más elevado que en 1999, derivado del mayor dinamismo que ha adquirido la masa salarial, a pesar del menor ritmo de creación de empleo. Asimismo, la contribución de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta real está siendo menos expansiva que en 1999, debido al agotamiento del efecto de la reforma del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas (IRPF) que se llevó a cabo a comienzos de ese año. En este con-

GRÁFICO 15



texto, como en años anteriores, el consumo continúa creciendo por encima de la renta real, prolongando el proceso de disminución de la tasa de ahorro. Este comportamiento, a su vez, viene explicado por los efectos —ya muy reducidos— derivados de la revalorización de la riqueza financiera que tuvo lugar en años anteriores, por la revalorización de la riqueza inmobiliaria que se ha producido en el período más reciente, y por el nivel elevado de confianza que aún mantienen los consumidores, aunque con tendencia al descenso, como se ha comentado anteriormente. En cualquier caso, y siempre según estas estimaciones provisionales, la tasa de ahorro de las familias y, en mayor medida, la capacidad de financiación de este sector —una vez tenido en cuenta el gasto en inversión residencial— han alcanzado ya niveles muy reducidos en porcentajes del PIB.

Según las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2000 el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un crecimiento interanual, en términos reales, del 1 %, frente al 1,5 % del primer trimestre. La información disponible para el tercer trimestre —referida exclusivamente a la evolución de los ingresos y gastos del Estado— y los planes presupuestarios para el año 2000 del conjunto de las Administraciones Públicas confirman la evolución moderada de esta partida del gasto, aunque con tasas de variación superiores a las estimadas provisionalmente para el primer semestre.

En el segundo trimestre de 2000, la formación bruta de capital fijo estabilizó su ritmo de avance en tasas similares a las alcanzadas en los dos trimestres anteriores, registrando un incremento interanual del 6,5 %. Esta evolución fue consecuencia de un comportamiento dispar de sus dos componentes: por una parte, el gasto en construcción experimentó un nuevo impulso, incrementando su ritmo de avance interanual en cuatro décimas, hasta situarse en el 8,1 %, mientras que la inversión en equipo redujo su crecimiento alrededor de un punto porcentual, en relación con el trimestre precedente, hasta el 3,8 %. Respecto a este último componente de la inversión, cabe resaltar que tanto la evolución de los principales indicadores coyunturales como la situación económica y financiera de las empresas parecen sustentar una evolución algo más positiva de la que se desprende de las estimaciones de la CNTR. En parte como reflejo de esta constatación, y teniendo en cuenta la escasez de la información disponible, se estima que en el tercer trimestre de 2000 la formación bruta de capital fijo ha registrado una tasa de crecimiento ligeramente más elevada que en el precedente, como resultado de un ritmo de avance estable y elevado

de la inversión en construcción y de un freno en la desaceleración de la inversión en bienes de equipo.

Entre los principales indicadores coyunturales de la inversión en bienes de equipo, el indicador de disponibilidades, elaborado con datos hasta julio, continúa mostrando un perfil de suave desaceleración a lo largo del año, aunque menos pronunciada que la estimada por el INE para el primer semestre, como se puede observar en el gráfico 16. La evolución del indicador fue consecuencia del menor vigor que, desde principios de año, vienen reflejando las importaciones de este tipo de bienes, ya que la producción interior ha registrado una recuperación en relación con las reducidas tasas alcanzadas a finales de 1999.

La evolución de los principales factores determinantes de la inversión en equipo muestra el mantenimiento de un entorno favorable para el desarrollo del proceso inversor. Por un lado, continúan registrándose unos ritmos de crecimiento altos de la demanda nacional y de las exportaciones, como reflejan las cifras de negocios de la Central de Balances Trimestral (CBT), referidas al segundo trimestre de 2000, que han permitido mantener la utilización de la capacidad productiva en niveles superiores al 80 %. Los resultados de las encuestas de opinión dirigidas a los empresarios del sector industrial siguen reflejando un nivel elevado de la cartera de pedidos y de la confianza en la industria —aun cuando se haya producido un cierto retroceso en agosto y septiembre— que sustentaría el impulso inversor (véase gráfico 16). Además, las empresas continúan registrando altas tasas de rentabilidad de su activo, y, a pesar de las subidas de tipos de interés, la *ratio* de apalancamiento —que mide la diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste de financiación ajena— siguió ampliándose en el segundo trimestre, según los datos de la CBT.

La inversión en construcción creció un 8,1 % en el segundo trimestre de 2000, prolongando el episodio de recuperación que inició el trimestre anterior. Según los resultados de la encuesta coyuntural del sector (ECIC), el empuje de la construcción en el segundo trimestre se apoyó en un mejor comportamiento de la obra civil, a pesar de registrar aún tasas de variación negativas, y en el notable vigor que mantiene el gasto en edificación, que continuó experimentando tasas de crecimiento muy elevadas, aunque más modestas que en el trimestre precedente (véase gráfico 16). En el tercer trimestre se estima que la inversión en construcción ha mantenido, en líneas generales, las mismas pautas de comportamiento, prosiguiendo la recuperación del gasto en obra civil y manteniéndose el

crecimiento elevado de la inversión en edificación, tanto residencial como no residencial. No obstante, el fuerte incremento de los precios de la vivienda, un 14,3 % interanual en el segundo trimestre, y los recientes repuntes de los tipos de interés podrían moderar el avance de la inversión en vivienda en los próximos meses.

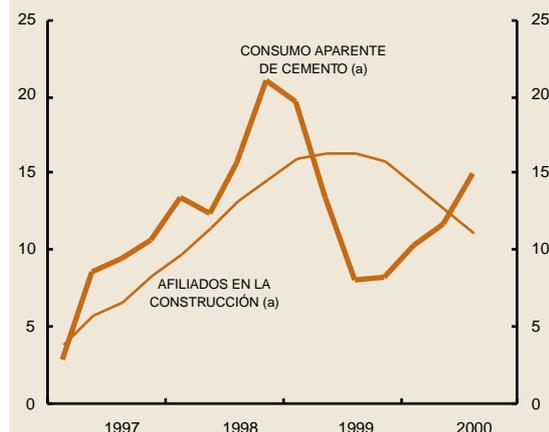
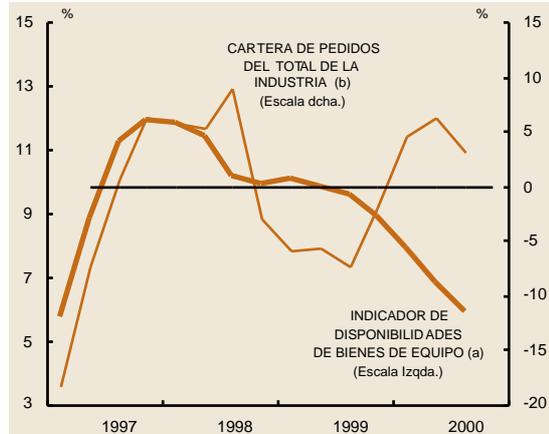
Los indicadores más actualizados del tercer trimestre, todavía muy parciales, confirman la fortaleza de la inversión en construcción, en un contexto de optimismo de los constructores, según reflejaban los datos de las encuestas de opiniones hasta agosto; no obstante, en septiembre se ha producido un brusco y notable deterioro del indicador de confianza. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento registró en julio un crecimiento del 12,1 %, superior al 7,8 % alcanzado en el segundo trimestre, en línea con el mejor comportamiento de la obra civil, muy intensiva en cemento en sus primeras fases de ejecución. Los indicadores de empleo en el sector registraron un ritmo de crecimiento elevado, manteniendo el perfil de desaceleración que han experimentado desde el segundo semestre del año anterior. En concreto, los afiliados en la construcción se incrementaron un 9,8 %, entre julio y septiembre, tasa interanual similar al del segundo trimestre, y el paro registrado en este sector también estabilizó su ritmo de descenso en el tercer trimestre, en relación con el trimestre anterior. En cuanto a los indicadores relacionados con la iniciación de obras, parecen proyectar una moderada desaceleración del gasto en los próximos trimestres. La licitación oficial en obra civil registró un incremento medio del 0,2 % en el período enero-mayo, frente a una caída del 12,8 % en 1999, pero los indicadores adelantados de edificación del sector privado —superficie a construir según licencias concedidas por los ayuntamientos y visados de los colegios de arquitectos— han aminorado su ritmo de avance respecto a las tasas de crecimiento alcanzadas en el conjunto de 1999. En concreto, la superficie a construir, según los visados de dirección de obras, creció un 14,6 % en los cuatro primeros meses del año, por debajo del 22 % el año anterior.

Según los últimos datos de la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva al crecimiento del PIB en el primer semestre del año 2000, asociada a los buenos resultados previstos de la cosecha de cereales, y que, según el SEC 95, deben ser considerados productos en curso de elaboración, hasta su recogida en la segunda parte del año.

La evolución de los intercambios con el exterior en los meses centrales de 2000 se ha enmarcado en un entorno internacional de creci-

GRÁFICO 16

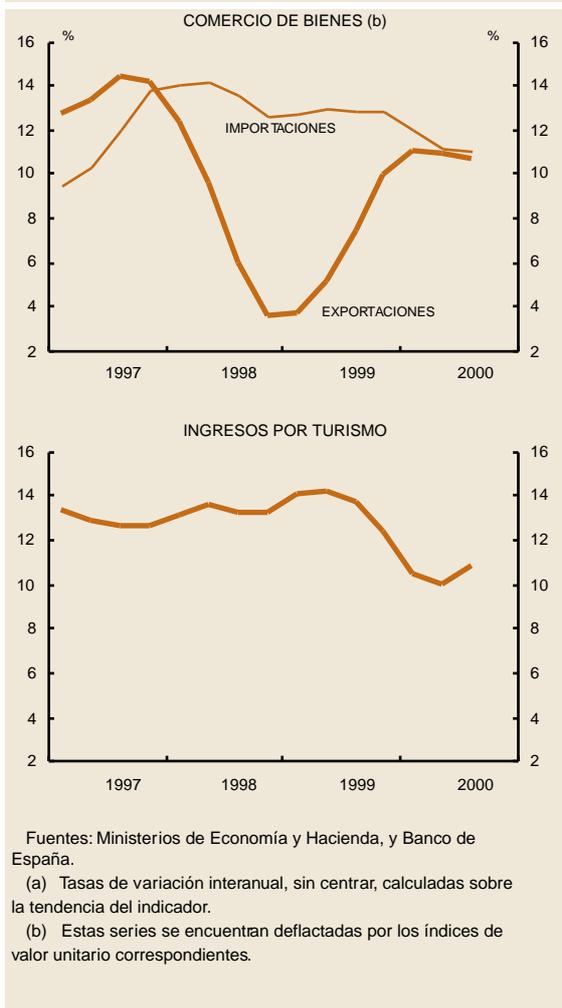
Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 (b) Saldos, serie ajustada de estacionalidad.
 (c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



miento generalizado de la actividad en los países industrializados y de clara recuperación en otras áreas geográficas; no obstante, se ha generado una incertidumbre creciente en torno a las consecuencias que pudieran tener las continuas subidas del precio del petróleo y la depreciación del euro sobre este entorno tan positivo. En este contexto, en el período marzo-junio la demanda exterior neta, en términos reales, mejoró en cuatro décimas su aportación al crecimiento del PIB, que quedó situada en -0,5 puntos porcentuales. Este resultado tuvo lugar a la vez que los flujos reales de comercio exterior de bienes y servicios registraban una cierta pérdida de dinamismo: las exportaciones cedieron siete décimas en su tasa interanual (que se situó en el 10 %), en relación con el primer trimestre, y las importaciones se desaceleraron 2,3 puntos porcentuales (hasta el 10,9 %). En el tercer trimestre de 2000, período en el que se agudizaron algunas de las incertidumbres mencionadas al inicio de este párrafo, la esca-

sa información disponible sobre el comportamiento del comercio exterior apunta hacia una estabilización en la aportación negativa del saldo neto exterior, acompañada de un ritmo estable de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones, acorde con lo señalado por los indicadores reales de los flujos de comercio de bienes (véase gráfico 17). Otros indicadores, como la cartera de pedidos exteriores, avalan el este comportamiento de las exportaciones, sustentado en la evolución de sus principales determinantes: un ritmo elevado de crecimiento del comercio mundial y una mejora de la competitividad de los productos españoles, en cuyo origen se encuentra la depreciación del euro. En este sentido, es relevante señalar que España mantiene diferenciales positivos de crecimiento de precios y costes frente a sus principales competidores, cuyos efectos sobre la competitividad no se ven mitigados por el tipo de cambio en los intercambios con la zona euro, su principal mercado, lo que podría poner en peligro el avance sostenido de las exportaciones españolas en ese mercado. Por lo que se refiere a las importaciones, su crecimiento durante el tercer trimestre del año fue consecuencia del avance de la demanda final, a pesar de la ligera desaceleración estimada para este agregado, y de la producción industrial.

Según la CNTR, las exportaciones de bienes crecieron un 11,1 %, en términos reales, en el segundo trimestre de 2000, frente al 11,8 % del trimestre precedente. Esta ligera pérdida de tono de las exportaciones se observó también en las cifras de comercio de aduanas para el mismo período; no obstante, en el conjunto de los siete primeros meses del año las ventas al exterior, según esta estadística, aumentaron un 12 %, en términos reales, frente al 2,9 % observado en el mismo período de 1999. Todos los grupos de productos mostraron incrementos elevados de las exportaciones, destacando la ligera aceleración de las exportaciones de bienes de consumo (especialmente, de bienes de consumo alimenticio) y de bienes intermedios no energéticos. Las exportaciones de bienes de equipo, que durante el segundo trimestre habían recuperado el auge que perdieran en los primeros meses del año, volvieron a presentar tasas de crecimiento muy reducidas en los dos últimos registros mensuales. Atendiendo al destino por áreas económicas, las cifras de aduanas mostraron una pérdida de peso relativo de las ventas destinadas a la zona del euro, en relación con las dirigidas al «resto del mundo», en el conjunto de los siete primeros meses del año. El pulso de las exportaciones fuera de la zona del euro ha estado determinado por el auge de las ventas a los Estados Unidos (cuya economía sigue registrando ritmos de crecimiento notables y está experimentando, ade-

más, una apreciación continuada de su moneda de referencia, el dólar) y a otras áreas geográficas, incluida América Latina, los países asiáticos y el Este de Europa. Es preciso apuntar, sin embargo, que la información relativa al mes de julio ha modificado las tasas de avance de las ventas a algunas de estas áreas económicas, registrándose, en particular, una fuerte pérdida de ritmo de las ventas a América Latina.

Las exportaciones de servicios, en términos reales, avanzaron un 7,6 % en el segundo trimestre, en tasa interanual, frente al 8,2 % del trimestre precedente, siempre según cifras de la CNTR. Este resultado refleja la pérdida de auge del turismo, que, con un aumento interanual del 4,1 % en términos reales, en el segundo trimestre (1,4 puntos porcentuales menos que en el trimestre anterior), ha prolongado el deterioro observado desde que comenzara el año 2000. Esta atonía ha quedado recogida también en la evolución de los indicadores de viajeros alojados y turistas entrados para el año en curso. En el período enero-septiembre, los viajeros extranjeros alojados en hoteles españoles crecieron un 1,7 %, tasa similar a la experimentada por las entradas de turistas por fronteras entre enero y agosto, lo que supone una fuerte ralentización en relación con el avance superior al 9 % observado en el mismo período del año anterior. Por países de procedencia, las entradas de alemanes y británicos, que representan aproximadamente el 50 % del turismo no residente, registraron un avance muy moderado en el primer semestre del año (4 % y 1 %, respectivamente), si bien el turismo británico ha empezado a recuperarse a partir del mes de junio; el turismo procedente de otros mercados emisores creció de forma generalizada, en especial el de Italia y Portugal. Los excelentes resultados obtenidos en los tres ejercicios anteriores podrían estar indicando que se ha alcanzado un techo en la recepción de turismo internacional con las características del actual. No obstante, existen otros factores de tipo más coyuntural que han influido también en el bajo tono del turismo: la escalada de los precios de los carburantes, que ha reducido considerablemente las entradas por carretera; la fuerte competencia ejercida por otros países del Mediterráneo, que han logrado atraer a los turistas con precios bajos, una vez superados algunos factores de inestabilidad interna; y el fuerte incremento que vienen registrando, en España, los precios de los hoteles y de los servicios turísticos.

Por otra parte, los datos de la CNTR señalan que, en el segundo trimestre de 2000, el ritmo de avance de las importaciones reales de bienes se moderó hasta el 9,8 %, frente al

12,2 % del trimestre anterior. Las cifras de Aduanas, también en términos reales y referidas al mismo período, han confirmado esta ralentización de las compras de bienes al exterior, que es atribuible, al menos en parte, al notable incremento experimentado por los precios de los productos importados. La moderación de las compras al exterior, que con datos de enero a julio aumentaron un 9,7 %, frente al 13,3 % del año anterior, se trasladó, con distinta intensidad, a todos sus componentes, con la excepción de las compras de productos energéticos. En particular, destaca la ralentización de las importaciones de bienes de equipo, especialmente importante en el mes de julio, y la de bienes de consumo no alimenticio, que, no obstante, mantienen tasas de crecimiento elevadas; las compras de bienes intermedios no energéticos, que en el trimestre precedente habían mostrado un impulso notable, alentadas por la progresiva reactivación de la producción industrial y la pujanza de las exportaciones, también se han desacelerado sustancialmente con posterioridad, lo que pudiera estar adelantando una cierta ralentización de la actividad industrial. Las importaciones de alimentos se han visto afectadas por un registro anómalo en julio, que dificulta su análisis, aunque en el conjunto de los siete primeros meses crecieron a un ritmo real similar al del mismo período de 1999. Finalmente, las compras de bienes intermedios energéticos experimentaron un crecimiento sustancial en el segundo trimestre de 2000, tras haberse estabilizado en el trimestre anterior, ya que los operadores aceleraron el ritmo de sus compras, al confirmar que el precio del petróleo seguía una trayectoria alcista, incluso en los mercados de futuros.

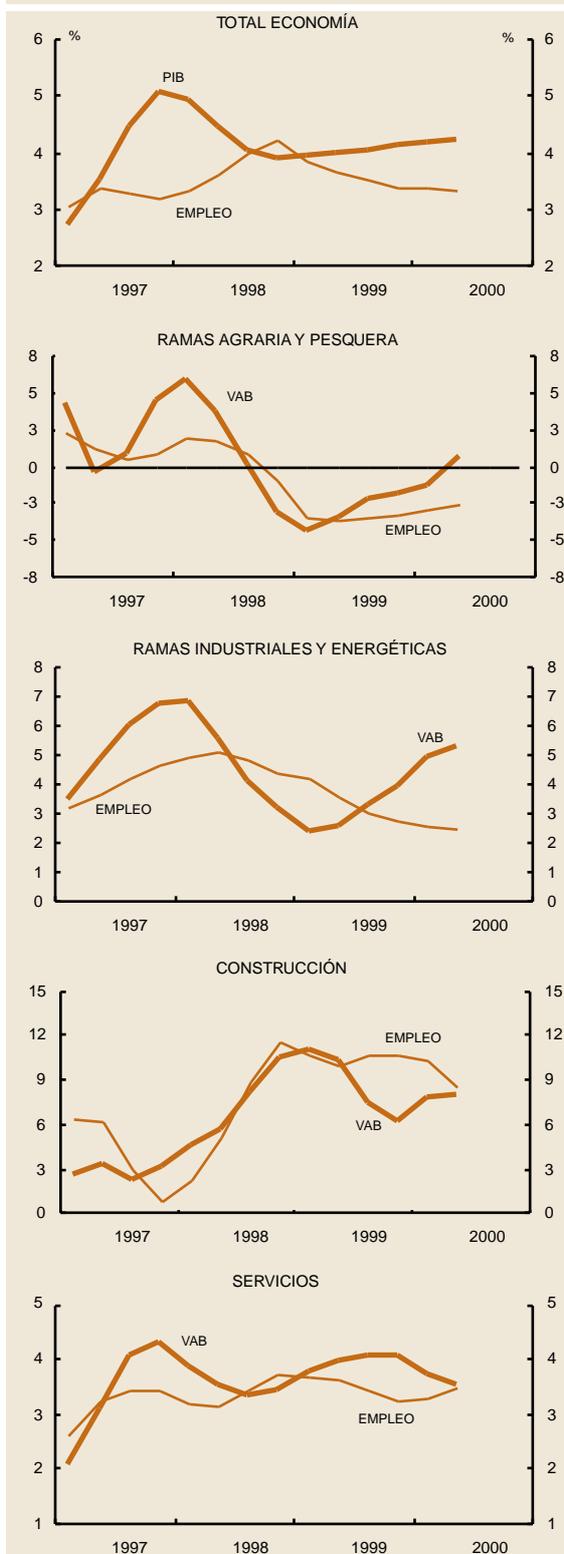
Las importaciones reales de servicios, por su parte, moderaron ligeramente su tasa de avance real hasta el 16,9 %, en el segundo trimestre. Las importaciones de turismo crecieron a un ritmo real del 12,3 %, prolongando el perfil de suave ralentización del trimestre anterior, influidas probablemente por la progresiva depreciación del euro. En cualquier caso, siguieron manteniendo tasas de aumento importantes, en sintonía con el elevado nivel de confianza que mantienen los consumidores españoles, en un contexto de notables avances del empleo y de la producción.

4.2. Producción y empleo

Como ya se ha señalado, el PIB creció a una tasa interanual del 4,2 % en el segundo trimestre, tasa similar a la del primero. Desde el punto de vista de la actividad, este comportamiento se correspondió con una evolución diferenciada por ramas productivas. Así, mientras

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.

que la construcción mantuvo el empuje que le viene caracterizando desde el inicio del año, siendo la actividad más dinámica, la agricultura —cuya evolución está ligada a la climatología— y la energía registraron recuperaciones importantes en sus tasas de crecimiento; la industria y los servicios, sin embargo, se desaceleraron ligeramente, aun manteniendo ritmos de avance elevados. Se estima que la desaceleración del PIB en el tercer trimestre del año, hasta un crecimiento del 4 %, habrá tenido su contrapartida en la prolongación de la suave tendencia a la moderación de la actividad en la industria y los servicios. La generación de empleo mantuvo un impulso notable en el segundo trimestre, alcanzando un crecimiento del 3,3 %, en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, una décima menos que en el trimestre anterior. De esta forma, la productividad aparente del trabajo mantuvo la trayectoria de paulatina recuperación de sus tasas de crecimiento, desde que alcanzara registros próximos a cero, en los primeros trimestres del año anterior (véase gráfico 18).

El valor añadido de las ramas primarias, favorecido por la sensible mejora de las condiciones climatológicas, registró un crecimiento interanual del 0,7 % en el segundo trimestre de 2000, dos puntos porcentuales más que en el trimestre anterior y primera tasa de variación positiva desde finales de 1998. Este mayor dinamismo fue el resultado, principalmente, del aumento de los niveles de la producción agrícola, ya que los cultivos vegetales, especialmente cereales y leguminosas, se beneficiaron de la abundante pluviosidad de primavera. Por su parte, la actividad ganadera está inmersa en un proceso de desaceleración desde mediados de 1999: la leve mejoría en la producción de carne —concentrada en el ganado bovino y ovino— no fue suficiente para compensar la reducción de la producción de leche y huevos. Para el tercer trimestre, los indicadores de coyuntura del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación señalan nuevas mejoras en la producción agraria (a pesar de que la extrema escasez de lluvias en el período estival ha supuesto un cierto recorte de las excelentes expectativas que había respecto a las cosechas de uva y aceituna) y una moderada recuperación de la ganadería, cuyo valor añadido bruto se ha beneficiado de una notable reducción en los costes de sus insumos.

Durante la primera parte del año 2000, la actividad industrial se desarrolló en un entorno económico de sólido crecimiento, tanto en su vertiente interna como externa, a pesar de la subida progresiva de los precios del petróleo y del encarecimiento de su factura en euros. En este contexto, el valor añadido bruto del con-

junto de las ramas de industria y energía, que venía adquiriendo impulso desde el inicio de 1999, alcanzó un crecimiento interanual del 5,2 % en el segundo trimestre. La aceleración fue más intensa en la energía, concretamente, en las ramas de producción de energía hidroeléctrica y gas, que mantuvieron un elevado dinamismo. Sin embargo, en la industria no energética el valor añadido se desaceleró ligeramente. Según la información proporcionada por el índice de producción industrial (IPI), las actividades de transformación de metales y el conjunto de otras manufacturas tendieron a recuperar sus ritmos de crecimiento, aunque desde tasas más elevadas en el primer caso; por el contrario, la industria extractiva y química se vio sometida a una fuerte desaceleración, prolongando la atonía observada en los trimestres anteriores. La información coyuntural referida al tercer trimestre apunta hacia una nueva desaceleración de la actividad en la industria, que estaría así captando un punto de giro en su actual fase expansiva. El indicador de confianza industrial, que venía manteniendo una valoración positiva tanto de la situación presente como futura, descendió en agosto y septiembre, al caer la valoración de la cartera de pedidos total y de la tendencia de la producción. El IPI ha mostrado una suave desaceleración de la producción en julio y agosto, con un perfil similar al de las afiliaciones a la Seguridad Social en el conjunto del tercer trimestre. La utilización de la capacidad productiva en la industria, aun manteniendo niveles elevados, ha tendido a flexionar ligeramente.

Según las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre del año 2000 la actividad constructora avanzó a un ritmo interanual del 8 %, tres décimas más que en el trimestre anterior. Como ya se señaló al hablar de la inversión en construcción, cabe destacar el elevado dinamismo mantenido por la edificación residencial, si bien la obra civil comenzó también a recuperarse. La información coyuntural disponible para el tercer trimestre proyecta un perfil de estabilización, o ligera ralentización, del alto ritmo de crecimiento de esta actividad; cabe citar en este sentido, la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social y el indicador de confianza de los empresarios de la construcción, cuyo promedio para el tercer trimestre fue inferior al del segundo.

Finalmente, la actividad de los servicios prolongó el perfil de desaceleración que ya se dibujaba en el primer trimestre de 2000, aunque de forma más moderada. El ritmo de crecimiento interanual estimado por la CNTR para el segundo trimestre del año se situó en el 3,5 %, dos décimas menos que en los primeros tres meses del año. Este comportamiento se obser-

vó tanto en los servicios de mercado como en los servicios no de mercado, que se desaceleraron, en ambos casos, dos décimas. Dentro de los servicios de mercado, algunas ramas mostraron un comportamiento expansivo, entre las que deben destacarse las telecomunicaciones, los servicios inmobiliarios y los servicios a empresas. Por el contrario, el comercio y la hostelería redujeron sus tasas de crecimiento sensiblemente. La escasa información coyuntural disponible para el tercer trimestre tiende a prolongar el tono de paulatina pérdida de ritmo, que se extiende a la mayor parte de las actividades que se incluyen en los servicios de mercado. El índice de ventas del comercio al por menor y el indicador de clima del comercio minorista registraron un debilitamiento en los meses más recientes, y algunas estadísticas de ocupación hotelera han mostrado tasas de variación negativas en sus últimos registros. Las afiliaciones a la Seguridad Social también se desaceleraron ligeramente en el tercer trimestre, a pesar de su fuerte crecimiento en septiembre.

Como se apuntaba en la introducción de este epígrafe, las cifras de la CNTR muestran que el empleo, medido por el número de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa, se desaceleró ligeramente en el segundo trimestre, creciendo un 3,3 %. En el análisis desagregado por ramas de actividad, cabe destacar el dinamismo de la creación de empleo en la construcción y los servicios, donde creció a ritmos del 8,5 % y del 5,3 %, respectivamente; no obstante, en la construcción el empleo se desaceleró en más de un punto porcentual. En la industria, el empleo se estabilizó en tasas del 2,5 %, mientras que en la agricultura y los servicios no de mercado, donde se había destruido empleo en el trimestre anterior, el ritmo de descenso se redujo, con lo que contribuyeron a una menor desaceleración del empleo agregado. En coherencia con la ligera moderación del empleo, y en un contexto de estabilidad del crecimiento del producto, la productividad aparente del trabajo experimentó una nueva recuperación de su tasa de variación, especialmente intensa en las ramas de energía y de construcción, donde más se moderó el ritmo de avance del empleo. Analizando el tipo de empleo generado, en el segundo trimestre la creación neta de empleo siguió estando concentrada en el colectivo de asalariados, que registró un avance interanual del 4,2 % y que tuvo su contrapartida en un nuevo descenso del número de trabajadores por cuenta propia. Los indicadores de empleo disponibles para el tercer trimestre de 2000 apuntan hacia una nueva moderación en su crecimiento. En concreto, los afiliados totales a la Seguridad Social crecieron un 5 % entre julio y septiembre, ligeramente menos que entre abril-junio, y el ritmo de reducción del

paro registrado en el INEM también perdió empuje en el tercer trimestre —descendiendo un 4,2 % interanual, frente al 7,2 % de los trimestres anteriores— y lo hizo en todas las ramas, aunque en la construcción en menor medida.

El análisis detallado del proceso de creación de empleo se realiza habitualmente con las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA). Debe recordarse, en primer término, que la actualización de las secciones censales llevada cabo en el primer trimestre (3) afectará a las comparaciones con el año 1999 durante todo este año. Teniendo esto en cuenta, los resultados del análisis del empleo realizado con datos de la EPA no difieren significativamente de los obtenidos en términos de la CNTR, con la posible salvedad de la tasa de avance del empleo en la industria, que, con las cifras de ocupación de la EPA, se incrementó en el segundo trimestre y, con la serie de ciclo-tendencia de la CNTR, se estabilizó. En términos desagregados, y atendiendo a la duración del contrato de los trabajadores por cuenta ajena, la EPA del segundo trimestre reflejó una moderación del empleo indefinido, al tiempo que se intensificaba el ritmo de crecimiento del empleo temporal; por ello, la *ratio* de temporalidad aumentó en cuatro décimas, alcanzando el 32,1 % del total de asalariados. La desaceleración del empleo indefinido, que, no obstante, aumentó un 7,6 % en tasa interanual, pudo ser consecuencia de la reducción en el número de conversiones de contratos temporales a indefinidos, debido a la limitación de los conceptos que posibilitan esta conversión, que han quedado reducidos a los contratos formativos o de relevo (4). Según la longitud de la jornada, la *ratio* de parcialidad se mantuvo estable en el segundo trimestre, mientras que, en términos de tasas interanuales, los ocupados a tiempo parcial crecieron a una tasa menor que en el trimestre anterior.

Como en trimestres precedentes, el ritmo de incorporación de la población al mercado laboral, y en especial el de la población femenina,

(3) Cabe recordar que en el primer trimestre de 2000 el INE llevó a cabo una actualización de las secciones censales consideradas en la elaboración de esta encuesta. No obstante, 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 año 2000, que son las que se utilizan en este Informe. En cualquier caso, al realizar la comparación con los ritmos de variación del empleo observados a lo largo de 1999, debe tenerse en cuenta que estas tasas pueden estar afectadas por los cambios metodológicos introducidos con la EPA a comienzos de ese año.

(4) En el artículo «La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2000», *Boletín económico*, septiembre 2000, se analizan con mayor detalle estos aspectos.

continuó siendo muy elevado en el segundo trimestre. En concreto, según la EPA, la población activa creció un 2,9 % con respecto al mismo trimestre del año precedente y la tasa de actividad de la población entre 16 y 64 años alcanzó el 64,7 %, tres décimas por encima de la observada entre enero y marzo, acercándose a la media europea. En este marco, cabe destacar el avance observado en la tasa de actividad de los más jóvenes (menores de 20 años), que compensó la ligera disminución registrada en el tramo de 20 a 29 años. Finalmente, la tasa de desempleo se redujo en un punto porcentual entre el primer y segundo trimestres, quedando cifrada en un 14 % de la población activa. Como se observó en los trimestres anteriores, la disminución de la tasa de paro fue más acusada para el colectivo femenino, cuyo nivel (20,4 %) duplica, sin embargo, al masculino (9,6 %). El recorte de la tasa de desempleo se observó en, prácticamente, todos los grupos de edades, y la incidencia del paro de larga duración (más de un año) volvió a reducirse.

4.3. Precios y costes

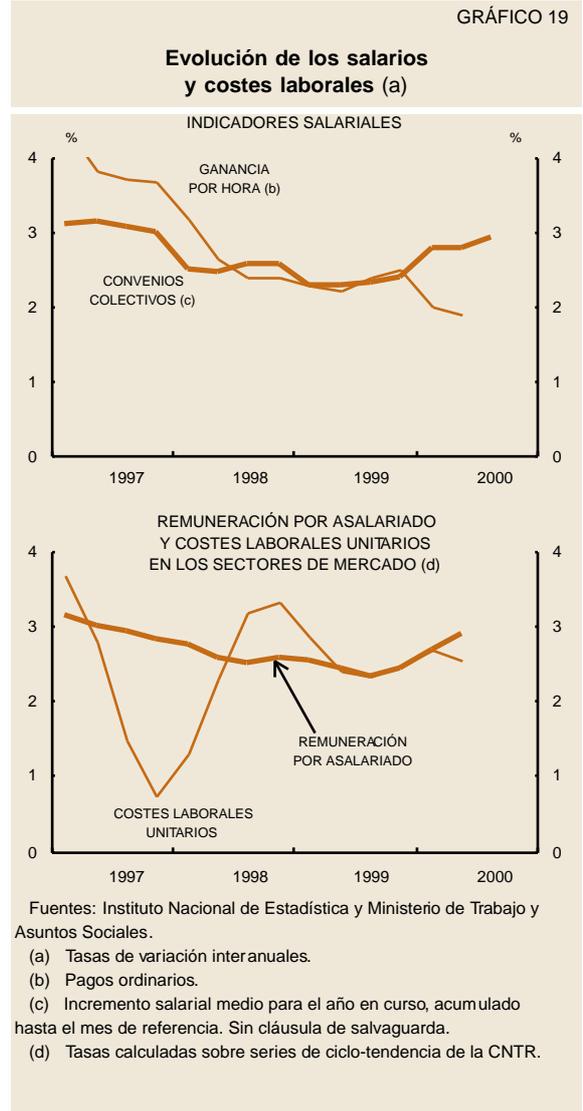
Los principales indicadores de precios de la economía española han mostrado una tendencia ascendente en el período transcurrido del año 2000, como consecuencia, principalmente, de las tensiones inflacionistas provenientes del exterior y reflejadas en el fuerte encarecimiento de los productos importados. No obstante, los indicadores ilustrativos de la inflación de origen interno también se han acelerado. Concretamente, el deflactor del PIB registró en el segundo trimestre un crecimiento interanual del 3,1 %, similar al del trimestre anterior, pero por encima de los incrementos observados en 1999. Entre los componentes del deflactor, el coste laboral unitario alcanzó una tasa de crecimiento del 2,6 %, dos décimas menos que durante el primer trimestre, reflejando el mayor dinamismo de la productividad y una ligera desaceleración de la remuneración por asalariado. La contribución de los impuestos netos por unidad de producto al avance del deflactor del PIB también fue significativa en el curso del primer semestre, de forma que el deflactor del valor añadido de la economía, que excluye estos impuestos, se incrementó un 2,8 % en el segundo trimestre, por debajo del deflactor del PIB. Por último, el excedente de explotación, aproximado por la diferencia entre el deflactor del valor añadido y el coste laboral por unidad de valor añadido, se aceleró ligeramente, dando lugar a una ampliación del margen bruto de explotación medido de esta forma.

Entre los componentes del coste laboral unitario, la remuneración por asalariado se desa-

celeró ligeramente en el segundo trimestre: su aumento se cifró en el 3,4 %, frente al 3,5 % del primer trimestre. Esta desaceleración de la remuneración por asalariado, más acusada cuando se calcula sobre la serie de datos brutos de la CNTR, se explica, en parte, por la aplicación en los primeros meses de 2000 de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 1999, que se hicieron efectivas como consecuencia de la desviación de la inflación en ese año con respecto a la previsión oficial. La encuesta de salarios también recogió una desaceleración de la ganancia media por persona y hora en el segundo trimestre de 2000, que, en el concepto de pagos totales, alcanzó un crecimiento del 2,2 %, dos décimas menos que en el primer trimestre; sin embargo, el aumento de las ganancias por persona y mes fue superior al del trimestre anterior (2,5 %). En cualquier caso, los resultados de la encuesta continúan estando afectados por la renovación parcial de la muestra que se hizo al inicio del año, como resultado de la cual han ganado peso aquellas ramas, como la construcción, donde los niveles de salarios son más bajos. Por ramas productivas, el hecho más llamativo fue la aceleración de las ganancias por persona y mes en los servicios. El mayor incremento de las ganancias por persona y hora se produjo en la construcción (4,2 %), cifra elevada que puede estar reflejando un problema de escasez de mano de obra. Por su parte, en la industria el aumento fue de un 2,6 %, y en los servicios, de un 2,5 %.

Frente a los resultados de la encuesta de salarios, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de septiembre fue del 2,9 %, cinco décimas por encima del incremento pactado en 1999, antes de incluir la cláusula de salvaguarda (véase gráfico 19). Cabe señalar que en el último trimestre el incremento pactado ha aumentado significativamente, en línea con el avance de la inflación. La mayor parte de los convenios registrados en el período transcurrido del año han sido convenios revisados, que incorporan un incremento de las tarifas del 2,9 %; por su parte, en los convenios de nueva firma el incremento pactado es del 3 %. Por ramas de actividad, los mayores aumentos salariales se han pactado en la agricultura y en la construcción (un 3,4 %), sectores que representan en torno a un 20 % de los trabajadores afectados por la negociación colectiva, mientras que en los servicios y en la industria el incremento ha sido del 2,9 %. En la construcción se produjo un aumento de casi un punto respecto al salario pactado en julio.

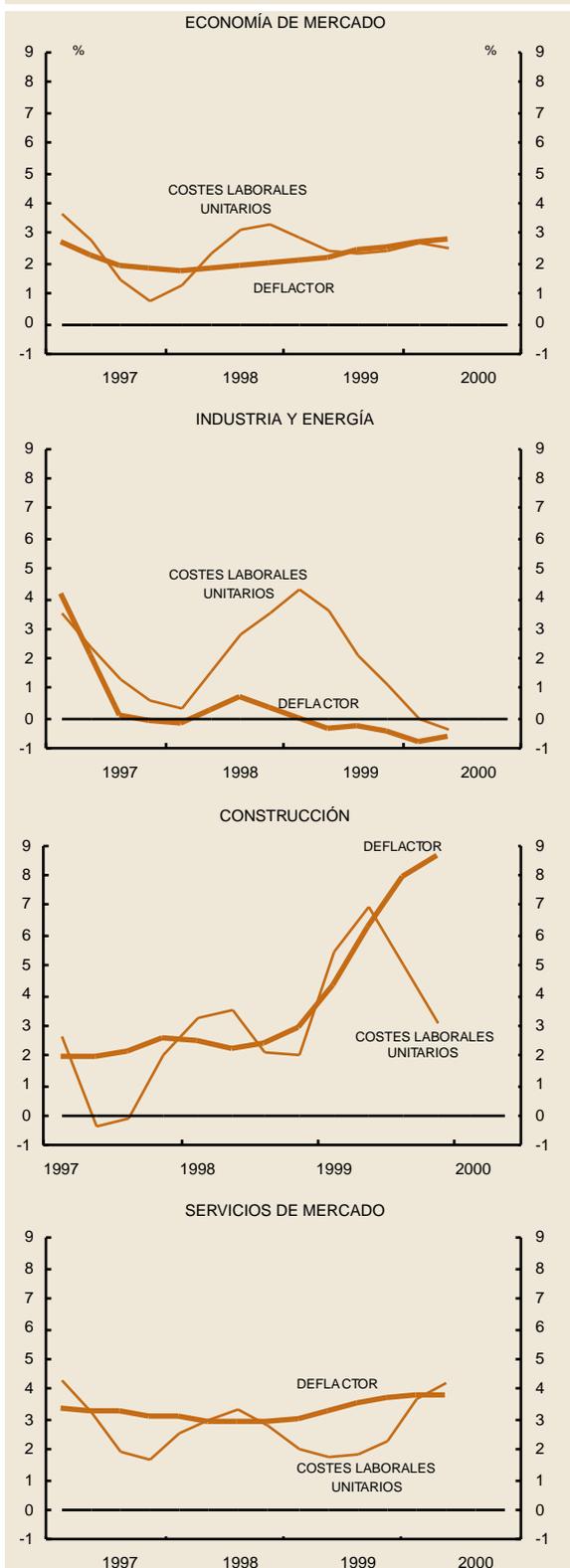
El deflactor del valor añadido bruto de las ramas que constituyen la economía de mercado creció un 2,8 %, una décima más que en el



trimestre anterior, lo que propició una ligera recuperación de los márgenes de explotación (véase gráfico 20). Por ramas de actividad, el comportamiento de precios y márgenes fue desigual. En el conjunto de ramas de la industria y la energía, el deflactor del valor añadido mantuvo una variación negativa similar a la del trimestre anterior, mientras que los costes laborales unitarios continuaron su trayectoria de moderación, como consecuencia, principalmente, del dinamismo de la productividad, a la vez que la remuneración por asalariado registró un crecimiento reducido; en consecuencia, la contracción del margen bruto de explotación unitario fue ligeramente menor que en los trimestres anteriores. La información desagregada entre industria y energía apunta a que en la actividad energética sigue produciéndose una ampliación de márgenes, mientras que en el resto de las ramas industriales se registró un fuerte deterioro de los mismos. En cualquier caso, estas tendencias deben ser tomadas con cierta cautela,

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

ya que otros indicadores no han reflejado tasas de crecimiento tan negativas de los precios en la industria como las estimadas por la CNTR. Por otra parte, en la rama de los servicios de mercado el deflactor mantuvo un crecimiento similar al del trimestre anterior, mientras que los costes laborales unitarios se aceleraron ligeramente, como consecuencia del mayor aumento de la remuneración por asalariado; de esta forma, se produjo una pequeña compresión de márgenes. Por último, en el sector de la construcción se registró una nueva expansión de los márgenes de explotación, derivada del fuerte crecimiento del deflactor y de la reducción de los costes laborales unitarios, en un contexto de mejora de la productividad y de mantenimiento de la remuneración por asalariado.

La evolución del deflactor del PIB en el segundo trimestre de 2000 vino acompañada de una notable expansión de los precios de importación, de forma que la tasa interanual del deflactor de la demanda final ascendió al 4,6 %, cuatro décimas por encima de la registrada en el período precedente. El deflactor de las importaciones de bienes y servicios alcanzó un incremento anual del 10,2 % en ese período, intensificando la aceleración registrada en los trimestres precedentes. Este comportamiento se encuentra fuertemente condicionado por los precios de las importaciones energéticas, impulsados por la trayectoria alcista del petróleo en los mercados internacionales; no obstante, los indicadores de valor unitario de las importaciones de productos no energéticos también han registrado una aceleración significativa, propiciada por la depreciación del euro y por el encarecimiento de los precios internacionales, alcanzando, respecto al mismo período del año anterior, un crecimiento del 6,5 % en los siete primeros meses del año 2000.

En la línea marcada por el deflactor de la demanda final de la CNTR, los principales indicadores de precios finales de la economía española han acentuado su trayectoria alcista en la primera mitad del año, registrando una aceleración adicional en el tercer trimestre. La tasa interanual del IPC se situó en el 3,7 % en septiembre, tres décimas más que la registrada en junio; este incremento vino motivado por la evolución del componente de alimentos no elaborados y por los servicios, mientras que el componente energético mostró un perfil de ligera desaceleración, aunque con tasas altas de crecimiento. La inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, que agrupa los precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos, mostró también un deterioro en el trimestre, con un crecimiento en septiembre del 2,7 %, frente al 2,3 % en junio.

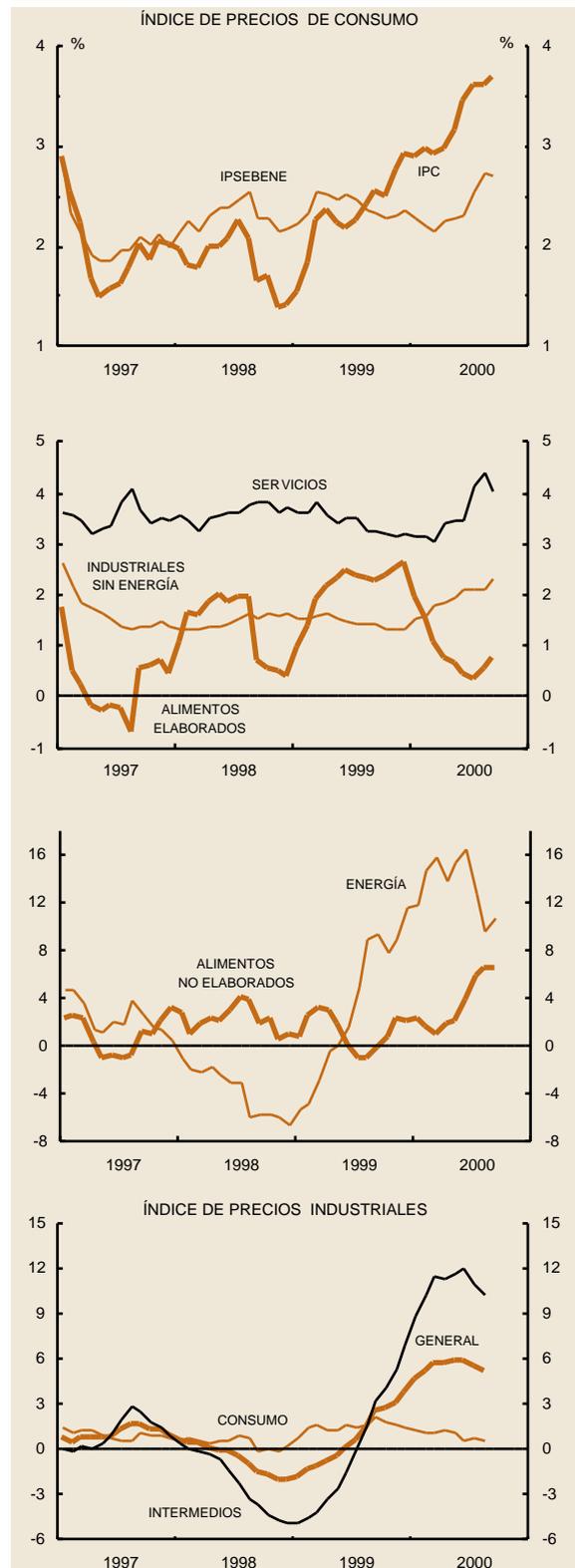
Aunque el componente energético continuó registrando las tasas más elevadas —un 10,6 % en septiembre—, en el conjunto del tercer trimestre se redujo el crecimiento interanual desde los máximos alcanzados en junio, como consecuencia de la aceleración registrada por este componente en la segunda mitad de 1999. Asimismo, el encarecimiento del crudo en los mercados internacionales en el tercer trimestre (32,5 dólares por barril en septiembre) no se reflejó por igual en el precio final de los distintos componentes energéticos, con un mayor incremento en los combustibles de calefacción que en el conjunto de los carburantes. Por su parte, los alimentos no elaborados son los que registraron una aceleración mayor, hasta alcanzar un crecimiento del 6,4 % en septiembre, frente al 3,9 registrado en junio, como consecuencia de la evolución de los precios de algunas carnes.

Dentro de los componentes que usualmente muestran una evolución más estable, hay que destacar, sin embargo, la aceleración mostrada por los precios de los servicios en el tercer trimestre. El crecimiento interanual de este componente pasó de un 3,5 % en junio, a un 4 % en septiembre, evolución que se explica, fundamentalmente, por el fuerte crecimiento de los precios de los servicios turísticos, sector con una gran presión de demanda, y, en menor medida, por la rúbrica de teléfonos, como consecuencia del aumento de la cuota de abono de Telefónica, y por los precios del transporte, donde se aprecia el efecto de la revisión al alza de las tarifas de algunas compañías aéreas. El resto de componentes agrupados en el IPSEBENE también se aceleró, aunque de forma menos intensa. Por un lado, los alimentos elaborados registraron en septiembre un crecimiento del 0,8 %, frente a un 0,5 % en junio, como consecuencia del incremento en el precio del tabaco, que contrarrestó la favorable evolución del precio del aceite de oliva. Por otro, los bienes industriales no energéticos elevaron en septiembre su crecimiento en dos décimas, situándose en el 2,3 %, tras tres meses de relativa estabilidad; este repunte tuvo su origen en el aumento de precios de las publicaciones periódicas y de la enseñanza secundaria.

La comparación de la tasa de inflación entre España y la UEM, realizada con los índices armonizados de precios de consumo (IAPC), muestra un diferencial de un punto porcentual en septiembre, una décima menos que el registrado en junio. El motivo de este estrechamiento ha sido el sustancial aumento de la inflación en la UEM en el mes de septiembre, ya que en España, como ya se ha indicado, la inflación ha aumentado. Por componentes, destaca el empeoramiento del diferencial de inflación en la

GRÁFICO 21

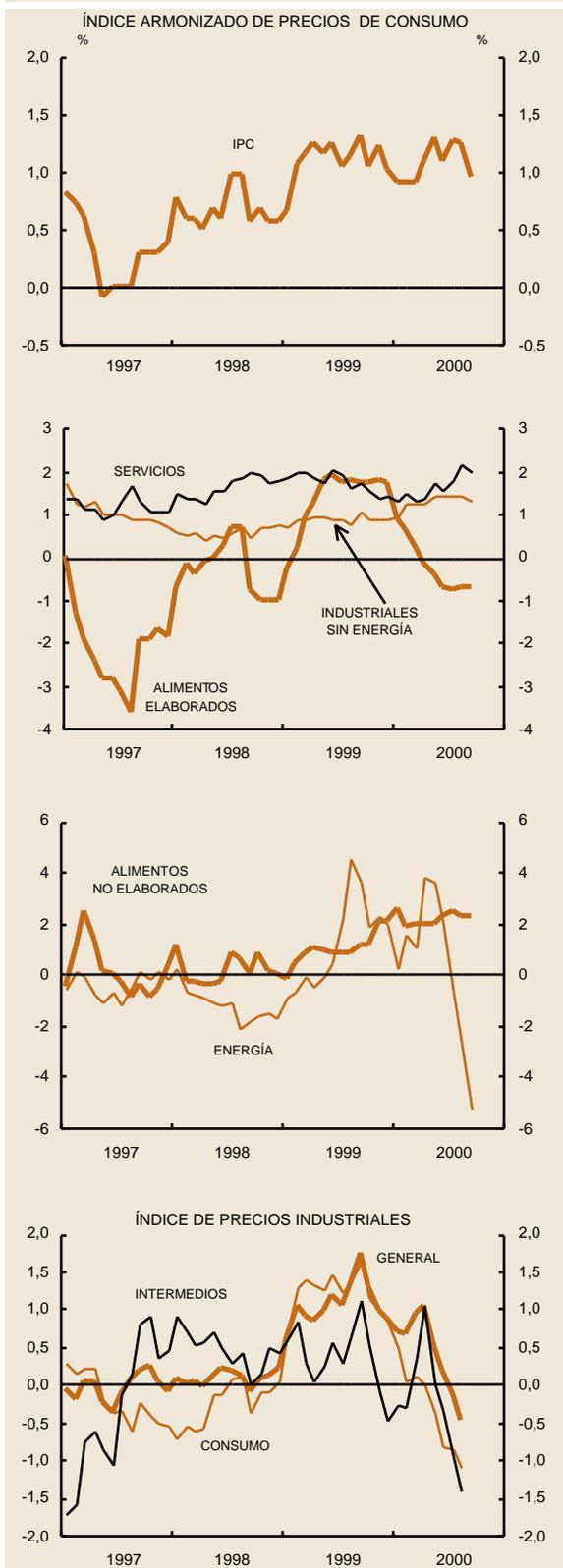
Indicadores de precios (a)
España



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.

rama de servicios, hasta los dos puntos porcentuales, y el mantenimiento en niveles altos del diferencial de los bienes industriales no energéticos y alimentos no elaborados. Por el contrario, la desaceleración registrada por el componente energético en el tercer trimestre de 2000, superior a la de los países de la UEM, ha dado lugar a un amplio diferencial negativo en dicho período (véase gráfico 22).

Por último, respecto al índice de precios industriales (IPRI), su evolución en España ha sido bastante más favorable que la de precios finales, al reducirse su tasa de variación interanual desde el 5,8 % de junio, hasta el 5,1 % en agosto. Esta evolución se explica por el comportamiento de los bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, y por los bienes de equipo, mientras que los bienes de consumo estabilizaron su crecimiento. Sin embargo, el índice de precios percibido por el agricultor registró una fuerte expansión en los meses de junio y julio, tras varios meses de variaciones negativas, que ya ha comenzado a trasladarse a los precios de los alimentos perecederos.

4.4. La actuación del Estado

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2001 incorpora un avance de la liquidación de los ingresos y gastos para el año corriente, que permite analizar con mayor precisión los datos disponibles sobre la ejecución presupuestaria del Estado. Esta información, que se presenta en el cuadro 3 (columnas 3 y 4), sustituye a las cifras del presupuesto inicial para 2000 que se utilizaron en informes anteriores. Según este avance, el Estado ingresará un 4,1 % más —765 mm de pesetas— y gastará un 1,9 % más —380 mm de pesetas— que lo presupuestado inicialmente. Ello permitirá una reducción del déficit de caja del Estado en el año 2000 del 39,3 %, mucho más intensa que la prevista en el presupuesto inicial (2,8 %). Según estos datos, los excesos de recaudación provendrán, principalmente, de los impuestos directos (tanto por IRPF como por el Impuesto sobre Sociedades) y de los mayores ingresos patrimoniales, en parte como consecuencia del ingreso extraordinario por la concesión de licencias de telefonía móvil. Por el lado del gasto, las principales desviaciones se producirían en las transferencias corrientes —principalmente a familias— y en los gastos financieros, por las operaciones de canje de deuda

Las cuentas del Estado mantuvieron una evolución favorable durante el tercer trimestre de 2000, en línea con las estimaciones oficiales

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación	Variación	Avance	Variación	Liquidación	Liquidación		
	1999	porcentual 1999/1998	liquidación 2000	porcentual 2000/1999	ENE-JUN Variación porcentual 2000/1999	1999	2000	Variación
	1	2	3	4=3/1	5	ENE-SEP	ENE-SEP	porcentual
						6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	18.364	4,8	19.507	6,2	4,4	13.254	13.847	4,5
Impuestos directos	7.817	4,7	8.438	7,9	3,8	5.593	5.979	6,9
<i>IRPF</i>	5.098	2,0	5.361	5,2	3,7	3.740	3.881	3,8
<i>Sociedades</i>	2.436	9,9	2.772	13,8	-2,8	1.643	1.808	10,1
<i>Otros (a)</i>	283	15,2	304	7,5	31,8	210	290	38,2
Impuestos indirectos	7.951	13,4	8.593	8,1	13,3	5.868	6.418	9,4
<i>IVA</i>	5.114	17,1	5.600	9,5	16,8	3.757	4.181	11,3
<i>Especiales</i>	2.567	7,3	2.689	4,8	5,9	1.912	2.013	5,3
<i>Otros (b)</i>	270	5,9	304	12,6	13,6	199	224	12,5
Otros ingresos	2.597	-14,6	2.476	-4,6	-19,7	1.793	1.450	-19,1
2. Pagos no financieros	19.421	4,2	20.149	3,7	3,8	14.435	15.197	5,3
Personal	2.979	-2,4	2.765	-7,2	-10,2	2.170	1.978	-8,8
Compras	436	12,3	379	-13,1	-10,9	305	279	-8,5
Intereses	3.178	-4,7	2.947	-7,3	-6,8	2.678	2.656	-0,8
Transferencias corrientes	10.809	9,1	12.126	12,2	14,6	7.883	8.892	12,8
Inversiones reales	957	6,6	950	-0,7	-8,7	710	726	2,3
Transferencias de capital	1.063	-0,8	982	-7,6	1,1	688	666	-3,3
3. Saldo de caja (3=1-2)	-1.057	-5,1	-642	-39,3	-1,7	-1.180	-1.350	14,4
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	18.804	8,8	20.160	7,2	9,2	13.220	14.280	8,0
Pagos no financieros	19.901	3,6	20.785	4,4	4,3	14.002	14.732	5,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-1.097	-42,9	-625	-43,0	-76,5	-782	-452	-42,2

Fuente: Ministerio de Hacienda.

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

(b) Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

de déficit público para este año, que han sido revisadas sucesivamente a la baja por el Gobierno, desde el 0,8 % del PIB (objetivo inicial) hasta el 0,4 %, que apareció en el proyecto de presupuestos y, recientemente, durante el debate parlamentario, hasta el 0,3 % para el conjunto de las AAPP. Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución presupuestaria del Estado hasta el tercer trimestre se saldó con un déficit de 452 mm de pesetas (0,5 % del PIB), lo que supone una importante mejora respecto al déficit de 782 mm de pesetas (0,8 % del PIB) registrado en el período enero-septiembre de 1999 (véase cuadro 3). El conjunto

de los ingresos aumentó un 8 % hasta septiembre de 2000 (frente a un 9,2 % en el primer semestre), ligeramente por encima de lo previsto en el avance de liquidación. Destaca la fortaleza del IVA, que creció un 11,5 %. No obstante, el intenso dinamismo de este impuesto continuó moderándose durante los últimos meses, de forma que su tasa de crecimiento se situó más de seis puntos por debajo de la registrada en el primer semestre. Por el contrario, los impuestos directos experimentaron una nueva aceleración, atribuible al impuesto sobre sociedades, y alcanzaron una tasa del 10,1 % (7,7 % hasta junio). En cuanto a los gastos, aumenta-

ron un 5,2 % hasta septiembre, por encima de lo previsto en el avance de liquidación y del 4,3 % registrado en el primer semestre. Destaca el elevado ritmo de crecimiento de las transferencias pagadas a otras administraciones, superior al previsto en la estimación oficial para todo el año. Tanto los gastos en consumo final como en intereses efectivos atenuaron su ritmo de caída en los últimos meses.

En términos de caja, el Estado registró un déficit de 1.350 mm de pesetas hasta septiembre de 2000, lo que supone un crecimiento del 14,4 % respecto al déficit acumulado en el mismo período del año anterior, en contraste con la ligera reducción (1,7 %) observada hasta junio y con el fuerte recorte previsto en el avance de liquidación. No obstante, la evolución del déficit de caja hasta el tercer trimestre se halla distorsionada por la mayor concentración de pagos por intereses. Si se tiene en cuenta esta diferencia de calendario y la aceleración en los ingresos patrimoniales y por transferencias corrientes que se espera durante el último trimestre de 2000, la ejecución presupuestaria hasta septiembre resulta compatible con la previsión para todo el año. El conjunto de ingresos no financieros creció un 4,5 % hasta septiembre, prácticamente igual que en el primer semestre, aunque por debajo, debido a los citados ingresos no impositivos pendientes, del 6,2 % previsto en el avance de liquidación. Por su parte, los pagos no financieros registraron un crecimiento del 5,3 % hasta septiembre que, afectado por la mencionada concentración de pagos por intereses, se situó por encima del incremento registrado hasta junio (3,8 %) y de la previsión del avance de liquidación (3,7 %). A continuación se comenta el desglose de ingresos y gastos utilizando la información de caja.

Dentro de los ingresos, la recaudación tributaria mantuvo un ritmo de crecimiento similar al observado en el primer semestre y al previsto en el avance de liquidación. Además, en el tercer trimestre se redujo sensiblemente la diferencia entre la tasa de crecimiento de los impuestos directos, que continuaron acelerándose, e indirectos, que atenuaron notablemente su dinamismo. La aceleración de los impuestos directos se debió al Impuesto sobre Sociedades, que, al recoger los ingresos por cuota diferencial, pasó de caer un 2,8 % hasta junio a incrementarse un 10,1 % hasta septiembre. En cuanto a los ingresos por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, crecieron un 3,8 % al final del tercer trimestre, prácticamente igual que hasta junio. Este incremento del IRPF resulta todavía inferior al previsto en el avance de liquidación, lo que podría ser debido a la agilización de las devoluciones por cuota dife-

rencial negativa correspondientes a la última campaña del impuesto.

Aunque todas las principales figuras que componen la imposición indirecta aminoraron su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, destaca la fuerte desaceleración del IVA, que aumentó un 11,3 % hasta septiembre, frente al 16,8 % registrado hasta junio. No obstante, dicha tasa de crecimiento, afectada por el encarecimiento del precio de los carburantes desde principios de año (5), supera todavía a la previsión del avance de liquidación (9,5 %). Los impuestos especiales redujeron ligeramente su ritmo de crecimiento (hasta el 5,3 % en septiembre), que se sitúa en línea con el previsto para todo el año.

El conjunto de los ingresos no impositivos mantuvo prácticamente su ritmo de caída en el tercer trimestre. Siguen destacando el fuerte incremento de las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea y la reducción de los ingresos patrimoniales, debido a los menores ingresos procedentes del Banco de España (359 mm de pesetas hasta septiembre de 2000, frente a 701 mm en el mismo período del año anterior), tanto de los derivados de plusvalías (6) 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, el principal determinante de su aceleración durante el tercer trimestre fue, como ya se ha comentado, la evolución de los pagos por intereses, que ralentizaron notablemente su caída (0,8 % hasta septiembre, frente al 6,8 % hasta junio), como consecuencia del citado efecto de calendario. También los gastos de funcionamiento (personal y compras) redujeron su ritmo de caída en el tercer trimestre, situándolo en tasas cercanas al 9 %. Dicha reducción, en el caso de las compras, resulta inferior a la prevista en el avance de liquidación. La relación inversa observada en los últimos años entre la evolución de los gastos de funcionamiento del Estado y sus transferencias corrientes, como consecuencia de los traspasos de competencias en materia educativa a las CCAA, determinó, en oposición a la aceleración de los gastos

(5) 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.

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

RECUADRO 5

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 739 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta julio de 2000, superior en 261 mm de pesetas (un 54,6 %) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Esta mejora en el saldo no financiero, aún mayor que la registrada hasta abril, se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 10,4 %, prácticamente igual que hasta abril, y a la moderación en el incremento de los pagos no financieros (7,7 %, frente al 8,4 % hasta abril).

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un crecimiento del 9,7 % hasta julio (6,8 % en el conjunto de 1999), muy por encima del 3 % previsto en el Presupuesto(1), debido, sobre todo, al fuerte dinamismo de las afiliaciones, que crecieron un 5,2 % interanual en términos acumulados hasta septiembre (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 11,6 %, en línea con lo presupuestado.

En cuanto a los pagos, aunque siguieron desacelerándose durante los últimos meses, su crecimiento hasta julio de 2000 se situó aún por encima de la previsión presupuestaria para el conjunto del año, debido, en gran parte, 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 7,4 % hasta julio (8,6 % hasta abril), ligeramente por encima de la previsión presupuestaria (7 %), aunque se espera que dicha tasa, afectada por el pago extraordinario antes mencionado, continúe reduciéndose en los próximos meses. El número de pensiones contributivas creció, en términos interanuales, un 1,2 % hasta septiembre, 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 INEM, el destinado a prestaciones por desempleo experimentó una notable aceleración en el mes de agosto y aumentó, en términos acumulados, un 5 % hasta dicho mes, 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 3,7 % hasta agosto, frente al 9,5 % de reducción media en 1999, recogiendo el menor ritmo de caída del paro registrado (un 5,1 % hasta septiembre, 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 agosto, fue menor que la contracción del número de desempleados registrados, con lo que la tasa de cobertura aumentó hasta el 64,5 % (63,4 % en los ocho primeros meses de 1999).

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 10,4 % hasta junio, a pesar del recorte de 0,25 puntos en el tipo de cotización por desempleo, y las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 18,7 % hasta mayo, frente a la reducción del 1,9 % prevista en el Presupuesto.

(1) No obstante, en el Proyecto de presupuestos de la Seguridad Social para 2001 se estima un incremento del 10,2 % en las cotizaciones normales al Régimen General para el conjunto del año 2000.

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

mm de pesetas y %

	Liquidación	Presupuesto		Liquidación ENE-ABR	Liquidación ENE-JUL		
	1999 1	2000 2	% variación 3=2/1	% variación 4	1999 5	2000 6	% variación 7=6/5
Ingresos no financieros	13.832	14.583	5,4	10,6	8.326	9.192	10,4
Cotizaciones sociales (c)	9.310	9.589	3,0	9,7	5.361	5.879	9,7
Transferencias corrientes	4.349	4.825	10,9	11,3	2.872	3.204	11,6
Otros (d)	173	169	-2,3	39,0	92	109	17,8
Pagos no financieros	13.582	14.432	6,3	8,4	7.848	8.453	7,7
Personal	2.129	2.245	5,4	6,3	1.309	1.396	6,6
Gastos en bienes y Servicios	1.341	1.397	4,2	6,1	765	815	6,5
Transferencias corrientes	9.916	10.570	6,6	9,2	5.698	6.159	8,1
Prestaciones	9.851	10.502	6,6	9,3	5.655	6.114	8,1
Pensiones contributivas	7.796	8.342	7,0	8,6	4.437	4.764	7,4
Incapacidad temporal	555	528	-4,7	12,8	278	320	15,1
Resto (e)	1.501	1.631	8,7	11,1	940	1.029	9,5
Resto transferencias corrientes	65	68	4,4	6,3	43	45	6,1
Otros (f)	195	220	13,0	9,4	76	83	9,2
Saldo no financiero	250	151	-39,6	25,0	478	739	54,6

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 no se hallan disponibles 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 1996.

(c) Incluye recargos y multas.

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

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

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	1999	2000
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	103.234	119.776
Mercancías	59.976	71.320
Servicios	28.145	31.219
<i>Turismo</i>	16.960	18.369
<i>Otros servicios</i>	11.186	12.851
Rentas	7.028	8.728
Transferencias corrientes	8.084	8.508
Cuenta de capital	3.862	3.942
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	106.983	129.800
Mercancías	73.642	90.964
Servicios	16.038	18.434
<i>Turismo</i>	2.787	3.145
<i>Otros servicios</i>	13.251	15.289
Rentas	11.998	14.039
Transferencias corrientes	5.306	6.364
Cuenta de capital	616	497
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-3.750	-10.024
Mercancías	-13.666	-19.644
Servicios	12.108	12.786
<i>Turismo</i>	14.172	15.224
<i>Otros servicios</i>	-2.065	-2.438
Rentas	-4.970	-5.311
Transferencias corrientes	2.778	2.144
Cuenta de capital	3.247	3.445

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

de funcionamiento, una desaceleración de las transferencias corrientes en el tercer trimestre, de forma que el ritmo de crecimiento de estas se redujo desde el 14,6 % en junio hasta el 12,8 % en septiembre, en línea con la previsión para el conjunto del año. Respecto a las operaciones de capital, sus dos componentes también presentaron comportamientos opuestos durante el tercer trimestre: las inversiones reales crecieron un 2,3 % hasta septiembre, frente a la caída acumulada en el primer semestre, mientras que las transferencias de capital redujeron su tasa de variación hasta registrar una disminución del 3,3 %. En cualquier caso, ambas tasas de variación resultan superiores a las previstas en el avance de liquidación para el año 2000.

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

Entre los meses de enero a julio, el déficit acumulado del saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital ascendió a -6.579 millones de euros, frente a un saldo negativo de 503 millones de euros observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). Este resultado vino marcado por el elevado incremento observado en el déficit acumulado de la balanza comercial (43,7 %), al que se unieron el deterioro registrado por el saldo de rentas y el menor superávit acumulado de la sub-balanza de transferencias corrientes. Por su parte, el saldo de la cuenta de capital, que registró un excedente de 3.445 millones de euros, experimentó un crecimiento del 6,1 % respecto a igual período del año anterior.

Como ya se observara en períodos precedentes, el intenso aumento del déficit comercial en el período estuvo dominado por el deterioro de la relación real de intercambio (relación entre los precios de exportación y los precios de importación), derivado del encarecimiento de los precios de importación (en particular de los precios energéticos). En la vertiente no energética, las exportaciones, en términos nominales, registraron tasas de variación ligeramente superiores a las de las importaciones. Descendiendo en el nivel de agregación, cuando se analiza la estructura de los flujos de bienes que se dirigen o proceden de la eurozona o del «resto del mundo», se observa que durante el primer semestre de 2000 las exportaciones a la eurozona perdieron peso en relación con las que se dirigen al «resto del mundo», lo que podría indicar que, además del impulso que la depreciación del euro está ejerciendo sobre las ventas al resto del mundo, el diferencial de precios y costes que España mantiene con respecto a la zona euro podría estar afectando negativamente a las ventas de productos españoles en estos mercados. El déficit de la rúbrica de servicios, por su parte, se mantuvo prácticamente estabilizado; sin embargo, se modificó su composición entre las rúbricas de turismo y otros servicios. En los siete primeros meses del año, el saldo de turismo estuvo dominado por la debilidad de sus ingresos, que continuaron frenando su avance hasta el 8,8 % (frente al 13,2 % en igual período del año anterior), mientras que los pagos se aceleraron ligeramente, debido, en parte, a su componente de precios. El déficit en la rúbrica «otros servicios» creció intensamente, si bien, tanto los ingresos como los pagos mostraron, nuevamente, el notable auge que los flujos transfronterizos de servicios vienen experimentando recientemente. Por tipos de servicios, además del aumento de los ingresos y de los pagos de los servicios de transporte, li-

gados a las variaciones de los flujos de mercancías, destacaron, tanto en su vertiente de ingresos como en la de pagos, el crecimiento de las transacciones relacionadas con los servicios de comunicación e información, los servicios a las empresas y los servicios culturales, que experimentaron crecimientos superiores al 20 %.

La balanza de rentas, tradicionalmente deficitaria, se deterioró ligeramente, (como puede observarse en el cuadro 4), si bien las rentas de inversión experimentaron un crecimiento mayor en su vertiente de ingresos que en la de pagos. Las transformaciones que se están operando en los flujos financieros internacionales y que tienen un reflejo en los cambios de estructura de las cuentas de rentas de los distintos sectores institucionales (sectores crediticios, de AAPP y otros sectores residentes) y de los distintos instrumentos (inversiones directas, de cartera e intereses de préstamos y depósitos), se acentuaron durante el primer semestre de 2000. Este fenómeno puede observarse al analizar los ritmos de variación registrados en las distintas sub-partidas; sin embargo, dada la volatilidad que experimentan los flujos de rentas de inversión en períodos inferiores al anual es aconsejable esperar a que los cambios se consoliden en los datos anuales antes de proceder a su análisis pormenorizado. El superávit de transferencias corrientes se deterioró notable-

mente al crecer porcentualmente menos la partida de ingresos que la de pagos: por una parte, cayeron fuertemente los flujos procedentes de la UE (en concepto del FEOGA-Garantía y del Fondo Social Europeo), al tiempo que se aceleraron los pagos a la UE; por otra parte, se incrementaron relativamente menos los ingresos que los pagos por transferencia corrientes de los otros sectores residentes. Dentro de esta rúbrica, puede observarse la sub-partida de remesas de emigrantes, que, si bien tiene niveles muy bajos, su componente de pagos está creciendo de manera substancial. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital registró un ascenso moderado en el período, donde los flujos relacionados con los fondos estructurales procedentes de la UE se contrajeron levemente.

La ampliación de las necesidades de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando que se prolongó el debilitamiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas, en un período en el que continúan registrándose recortes en la tasa de ahorro de los hogares, y en el que se mantiene un elevado ritmo de avance 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

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

De acuerdo con las últimas cifras proporcionadas por la contabilidad nacional y las cuentas financieras, en 1999 y la parte transcurrida del año 2000 se ha producido un rápido deterioro del ahorro financiero neto de la nación (8). El saldo neto de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo fue del -2,1 % del PIB al finalizar el segundo trimestre de 2000, en términos acumulados de cuatro trimestres, tras haberse situado en el -1,1 % del PIB en 1999 con las nuevas cifras de la CNE (véase cuadro 5). Esta caída refleja, sobre todo, una disminución del ahorro financiero neto de las familias y de las empresas no financieras, que ha descendido hasta unos niveles muy bajos. Por otra parte, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas (AAPP) siguieron reduciéndose durante el primer semestre del año 2000, y el sector de instituciones financieras incrementó el saldo acreedor de sus operaciones financieras con el resto de sectores.

La evolución de los flujos intersectoriales contiene elementos relevantes para comprender algunos de los procesos que están desarrollándose desde finales de 1999. En el caso de las familias, junto a la tendencia decreciente de su ahorro financiero neto, se observa en los últimos trimestres un incremento de la intermediación de las entidades de crédito en sus flujos financieros, después de que en los últimos años las familias acumularan activos netos frente a los inversores institucionales, en detrimento del ahorro canalizado a través de aquellas entidades (véase la parte inferior del cuadro 5). En cualquier caso, dentro del grupo de inversores institucionales, existen algunos instrumentos que siguen captando un elevado volumen de ahorro de las familias, como los fondos de inversión internacionales y los *unit linked*. A modo de ejemplo, puede señalarse que en la actualidad los activos exteriores de los fondos de inversión españoles representan el 38 % de su cartera total. Las sociedades no financieras, por su parte, han incrementado su necesidad de financiación, que está siendo cubierta por el endeudamiento frente a las institu-

(8) El saldo de la cuenta de operaciones financieras se denominaba ahorro financiero neto, de acuerdo con la nomenclatura utilizada en el SEC/79. En las cuentas financieras, según la metodología SEC/95, dicho saldo ha pasado a denominarse *operaciones financieras netas*. A lo largo de este informe se utilizan ambas denominaciones de forma indistinta. Asimismo se utiliza de forma indistinta la nomenclatura de empresas no financieras y familias, que venía utilizándose en anteriores informes, y la que corresponde a estos sectores según la metodología del SEC/95: sociedades no financieras y hogares e instituciones privadas sin fines de lucro (ISFL).

**Ahorro financiero neto y flujos intersectoriales
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**

CUADRO 5

% PIB

	AHORRO FINANCIERO NETO							
	1995	1996	1997	1998	1999		2000	
					III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	1,0	1,2	1,6	0,5	-0,9	-1,1	-1,8	-2,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	6,6	5,0	4,0	1,9	-0,5	-0,5	-1,2	-2,6
Sociedades no financieras	0,2	-0,1	-0,4	-0,9	-2,7	-1,8	-2,5	-3,2
Hogares e ISFL	6,5	5,1	4,4	2,8	2,2	1,2	1,3	0,6
Instituciones financieras	1,0	1,2	0,8	1,2	0,7	0,5	0,7	0,8
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-1,1	-1,2	-0,2
	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (a)							
Hogares e ISFL	6,5	5,1	4,4	2,8	2,2	1,2	1,3	0,6
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	1,4	-3,1	-6,1	-5,3	-1,1	-0,6	1,3	1,1
Inversores institucionales (c)	3,1	9,0	10,7	7,7	3,2	1,1	-0,6	-1,4
Sociedades no financieras	0,2	-0,1	-0,4	-0,9	-2,7	-1,8	-2,5	-3,2
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	-2,2	-0,8	-2,8	-4,8	-5,5	-4,1	-5,4	-4,6
Resto del mundo	-0,3	0,3	1,7	0,9	0,6	-0,3	0,4	-0,5
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-1,1	-1,2	-0,2
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	-3,2	-0,4	1,3	1,4	-0,8	1,4	1,3	1,4
Inversores institucionales (c)	0,6	-6,0	-3,9	-2,6	1,4	1,7	1,7	3,3
Resto del mundo	-3,3	-0,4	-2,0	-1,0	-3,0	-4,4	-3,8	-3,8
Resto del mundo	-1,0	-1,2	-1,6	-0,5	0,9	1,1	1,8	2,1
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	-2,9	0,9	2,8	7,1	6,5	1,9	3,5	3,3
Inversores institucionales (c)	-0,5	-0,9	-2,6	-6,1	-5,6	-3,5	-3,6	-3,9
Sociedades no financieras	0,3	-0,3	-1,7	-0,9	-0,6	0,3	-0,4	0,5
Administraciones Públicas	3,3	0,4	2,0	1,0	3,0	4,4	3,8	3,8

Fuente: Banco de España.

(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.

(b) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguro e Instituciones de inversión colectiva.

ciones de crédito y, en menor medida, por el descenso en los activos netos frente al resto del mundo, aunque, como se comenta en la sección 5.4, este descenso es el resultado de elevados flujos de fondos hacia y desde el exterior. El sector de las AAPP también está cubriendo su necesidad de recursos con financiación procedente del resto del mundo, dada la escasez de ahorro interno. En el conjunto de la economía, se observa que el sector de los inversores institucionales ha seguido invirtiendo intensamente en el exterior —dentro de un proceso de internacionalización de sus carteras—,

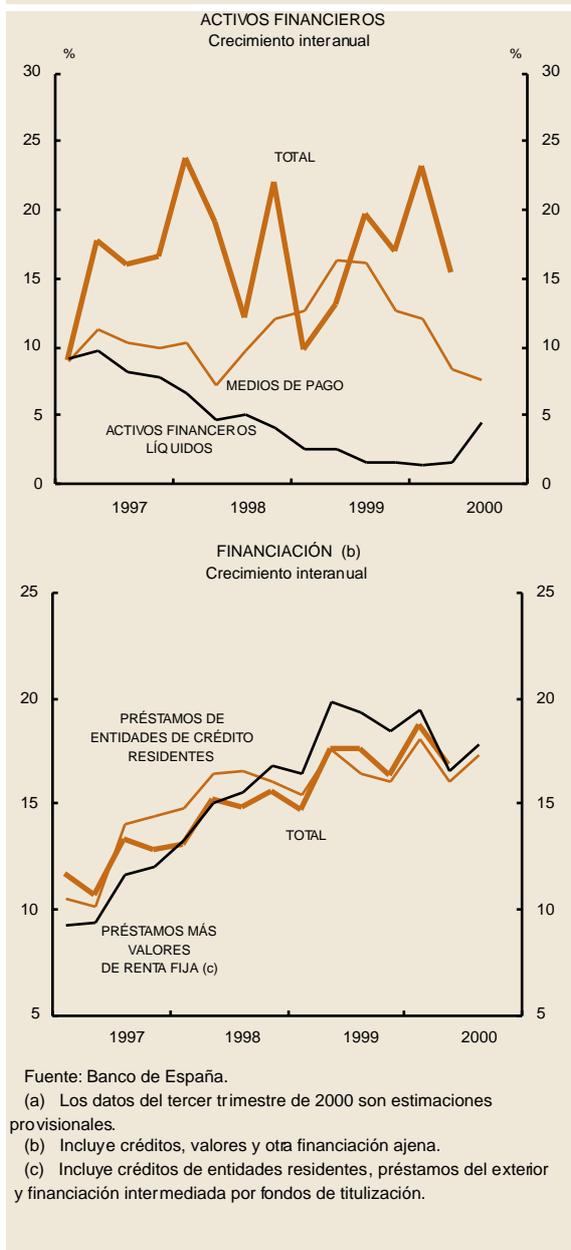
lo que, unido al déficit por cuenta corriente y de capital de la economía española, ha conducido a un endeudamiento creciente de los sectores con mayor capacidad de apelar a los mercados financieros internacionales: las entidades de crédito y, en menor medida, las AAPP.

5.2. Los flujos financieros de las familias y las empresas no financieras

El ahorro financiero neto de las familias y las empresas no financieras disminuyó nuevamen-

GRÁFICO 23

Sociedades no financieras, hogares e ISFL (a)



te en el segundo trimestre de 2000, hasta el -2,6 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. A este descenso contribuyeron tanto el sector de economías domésticas como el de empresas no financieras, que experimentaron un descenso de 0,7 puntos porcentuales cada uno en su ahorro financiero neto. Esta disminución de las operaciones financieras netas del conjunto del sector privado no financiero se materializó, no obstante, en un elevado ritmo de adquisición de activos y pasivos, si bien dichas cifras se encuentran infladas por operaciones concretas de reordenación de grupos empresariales.

A pesar del importante volumen de activos financieros adquiridos por los hogares y sociedades no financieras durante los dos primeros trimestres del año, el ritmo de crecimiento interanual del saldo total de activos se redujo al finalizar el primer semestre de 2000 (véase gráfico 23). Esta desaceleración se debió, fundamentalmente, a la liquidación y al descenso en el valor de las participaciones en fondos de inversión. La escasa revalorización de la cartera de acciones en los cuatro últimos trimestres contribuye también a explicar esta menor tasa de crecimiento de los activos. En cuanto a los activos financieros líquidos, se siguió observando un ritmo de expansión muy reducido durante el segundo trimestre (véase cuadro 6). Los elementos que explican esta evolución, desde el punto de vista sectorial, son: el crecimiento negativo que siguieron experimentando los activos financieros líquidos de las familias, muy influidos por la disminución en el patrimonio de los fondos de inversión, y el reducido peso relativo de los activos de las empresas, que induce una escasa aportación de este sector, a pesar de que su ritmo de avance se mantuvo elevado. La información disponible respecto al tercer trimestre indica un incremento en el ritmo de avance de los activos financieros líquidos (en torno al 4,5 %), como resultado de una desaceleración de los medios de pago más moderada que en el segundo trimestre, una aceleración de las cesiones y un crecimiento menos negativo de los fondos de inversión.

El ritmo de aumento de la financiación obtenida por las familias y empresas no financieras experimentó una desaceleración durante el segundo trimestre del año. Así, la tasa interanual del agregado formado por los créditos de entidades de crédito residentes, los intermediados por fondos de titulización, los préstamos exteriores y la emisión de valores fue del 16,5 %, frente al 19,4 % en el primer trimestre de 2000, debido tanto a la desaceleración del crédito procedente de entidades bancarias residentes como a la menor aportación de los préstamos exteriores y de la emisión de valores. La información relativa al tercer trimestre indica un incremento en el ritmo de avance alcanzado al finalizar el primer semestre del año, que podría estar relacionado con la financiación recibida por alguna empresa para hacer frente a la adquisición de licencias UMTS en Europa.

5.2.1. Los flujos financieros de las familias

El ahorro financiero neto de las familias disminuyó de manera significativa en el segundo trimestre de 2000, hasta situarse en el 0,6 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, lo que constituye un mínimo histórico

CUADRO 6

Activos y pasivos financieros de los hogares, ISFL y sociedades no financieras (a)

% PIB

	1998	1999	1999		2000	
			III TR	IV TR	I TR	II TR
HOGARES E ISFL:						
Variación de activos	9,6	9,1	2,3	1,8	2,7	1,5
Medios de pago	3,0	4,2	1,1	0,7	0,8	0,0
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	-1,6	2,4	0,5	1,9	1,7	1,7
Acciones y otras participaciones	4,9	-1,8	0,2	-2,5	-1,8	-0,9
Resto	3,2	4,3	0,4	1,8	2,0	0,7
Variación de pasivos	6,8	8,0	2,0	1,9	1,9	1,7
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,5	1,5	1,9	1,5	1,4
Resto	0,9	1,5	0,5	0,1	0,4	0,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Variación de activos	15,0	17,0	4,1	3,5	5,4	6,7
Medios de pago	1,6	0,8	0,5	-0,5	0,7	0,5
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	0,3	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,5
Acciones y otras participaciones	3,5	7,5	1,7	0,6	0,9	2,7
Resto	9,6	8,9	2,0	3,0	3,3	3,1
Variación de pasivos	16,0	19,0	5,0	4,0	6,3	7,4
Créditos de entidades de crédito residentes	4,8	5,0	1,0	1,0	2,0	1,6
Prestamos exteriores, valores de renta fija y fondos de titulización (b)	1,8	3,6	0,5	0,8	0,3	0,9
Resto	9,4	10,3	3,5	2,2	4,0	5,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Activos financieros líquidos	4,0	1,5	1,5	1,5	1,3	1,5
Hogares e ISFL	4,1	0,5	1,0	0,5	-0,3	-0,1
Sociedades no financieras	3,8	7,1	3,9	7,1	9,6	9,7
Financiación (c)	16,8	18,5	19,4	18,5	19,4	16,5
Hogares e ISFL	19,3	19,6	19,8	19,6	18,2	17,3
Sociedades no financieras	14,9	17,6	19,1	17,6	20,4	15,9

Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados.

(b) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

(c) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

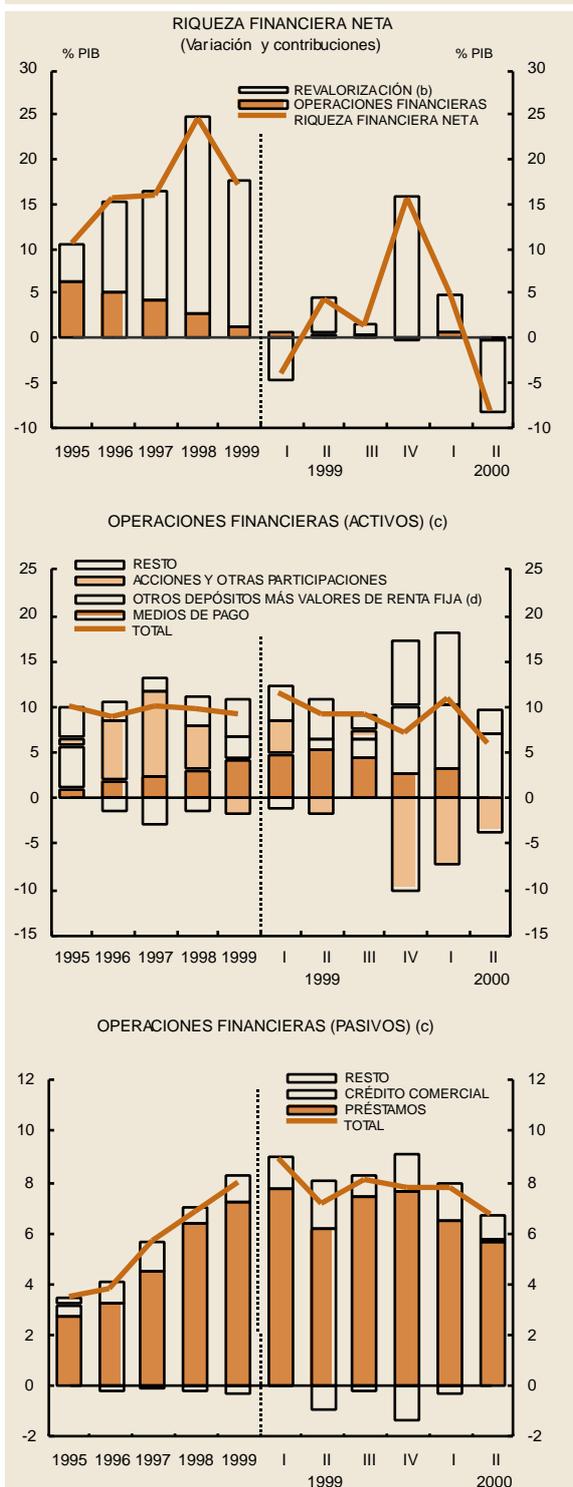
para esta variable. En los dos últimos años, la tendencia decreciente del volumen de ahorro financiero neto de este sector ha estado impulsada, por un lado, por un crecimiento del consumo superior al de la renta disponible, alentado por la revalorización de la riqueza real y financiera y unos tipos de interés todavía reducidos, y, por otro, por el rápido avance de la inversión en activos reales. Durante la parte transcurrida del año 2000, la subida de los tipos de interés y la menor revalorización de los activos financieros han ido configurado unas condiciones mo-

netarias y financieras menos favorables para el sostenimiento del nivel de gasto alcanzado en 1999. Si a este elemento se une el nivel históricamente bajo que ha alcanzado el ahorro financiero neto de los hogares, no parece probable que una situación como la del segundo trimestre de 2000 se prolongue por mucho tiempo.

La evolución de las operaciones financieras netas de las economías domésticas, unida a la pérdida de valor de los activos financieros, ha producido una disminución del valor de merca-

GRÁFICO 24

Hogares e ISFL (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados.

(b) Variaciones en el saldo que no se explican ni por operaciones financieras ni por variaciones en volumen.

(c) Los datos trimestrales están anualizados.

(d) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

do de su riqueza financiera en el segundo trimestre del año (véase gráfico 24). Teniendo en cuenta la desfavorable evolución de los precios en los mercados de renta fija y variable durante el tercer trimestre, cabe esperar un nuevo descenso de la riqueza financiera de las familias en este período del año 2000.

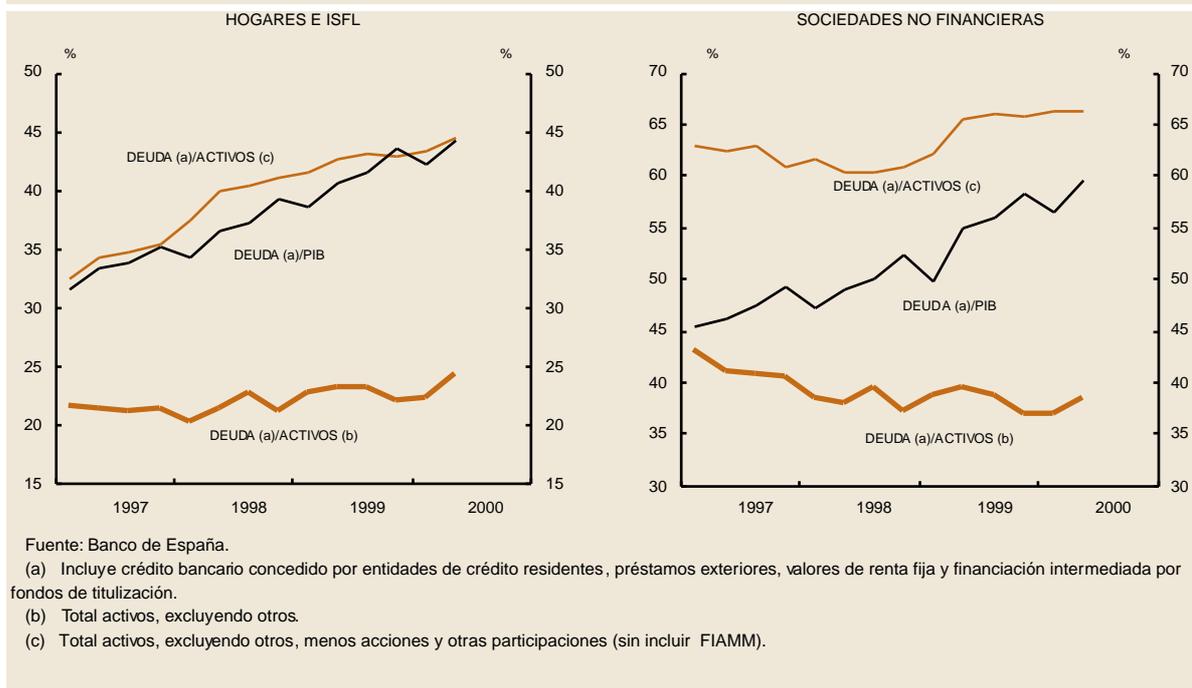
La información del segundo trimestre del año indica que el ritmo de adquisición de activos financieros en poder de las familias ha disminuido en relación con trimestres anteriores. A este efecto ha contribuido una variación casi nula de los activos que ofrecen una menor rentabilidad, como los medios de pago, y el descenso en las suscripciones netas de participaciones en fondos de inversión. El principal incremento en la cartera de activos de las familias se ha debido al aumento de los depósitos a plazo y, en menor medida, a las operaciones de seguro (véase cuadro 6). Esta redistribución entre activos financieros es el resultado del incremento en la rentabilidad financiero-fiscal de los depósitos bancarios y del menor atractivo que tienen los activos muy líquidos y los productos de renta variable en momentos de endurecimiento de las condiciones financieras. No obstante, las familias adquirieron acciones en términos netos durante el segundo trimestre del año, procedentes de ofertas públicas de suscripción de sociedades muy específicas, que continúan atrayendo el interés de los inversores por sus expectativas de beneficios.

El volumen de financiación obtenida por las familias durante el segundo trimestre de 2000 ha sido algo inferior al de trimestres anteriores, como consecuencia del descenso de los préstamos procedentes de entidades de crédito residentes, aunque estos mantienen todavía un crecimiento interanual elevado, del 16,6 % al finalizar el primer semestre del año (véanse el gráfico 24 y el cuadro 6). El crédito para adquisición de bienes de consumo corriente es el que ha contribuido, principalmente, a esta pequeña desaceleración, mientras que la financiación para la compra de vivienda se ha mantenido estable en relación con los tres primeros meses del año.

Una forma de valorar la situación financiera de un sector es poner en relación su endeudamiento con los recursos disponibles, ya sea en términos del saldo de activos financieros o del flujo corriente de renta. Siguiendo estos criterios, en el gráfico 25 se presentan algunas de estas ratios. Se observa que la proporción que representa la deuda de las familias respecto al total de activos financieros se ha mantenido relativamente estable a lo largo de los tres últimos años. No obstante, los datos del último trimestre presentan un incremento de esta pro-

GRÁFICO 25

Ratios de endeudamiento



porción debido al menor crecimiento de los activos financieros, por la pérdida de valor de aquellos que registran mayor fluctuación en su precio de mercado (acciones y participaciones en fondos de inversión mobiliaria). Si se descuentan estos últimos, cuyo valor de liquidación es incierto, se aprecia una tendencia creciente en el endeudamiento de los hogares, de perfil similar al que se obtiene cuando se pone en relación el crecimiento de la deuda con el del PIB. Por otra parte, el aumento del endeudamiento que se está produciendo en los últimos trimestres ocurre en un contexto financiero distinto al que existía anteriormente, ya que el coste de la financiación está incorporando progresivamente las subidas de tipos de interés.

5.2.2. Los flujos financieros de las empresas no financieras

El ahorro financiero neto de las empresas no financieras continuó disminuyendo en el segundo trimestre del año 2000, hasta situarse en el -3,2 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Este deterioro indica que la brecha entre la formación bruta de capital y el ahorro bruto ha continuado ampliándose en la primera mitad del año 2000, impulsando con ello el endeudamiento del sector (véase gráfico 26). La necesidad de financiación se ve incrementada por las adquisiciones de empresas, tanto españolas como ex-

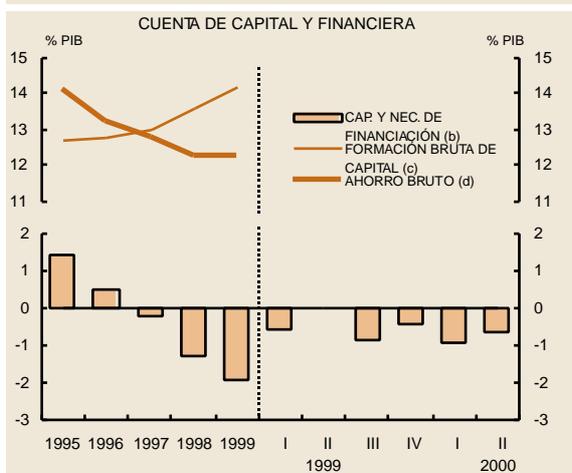
tranjeras, que se materializan en un incremento de la cartera de acciones y otras participaciones.

El volumen de activos financieros adquirido por las empresas no financieras durante el segundo trimestre de 2000 se materializó, fundamentalmente, en activos exteriores y crédito comercial. Los componentes de la cartera de activos exteriores que experimentaron un mayor crecimiento fueron las acciones y otras participaciones. Los medios de pago y otros activos financieros líquidos experimentaron un incremento similar al del trimestre anterior, por encima del de 1998 y 1999, si bien su contribución al crecimiento del flujo total de activos continuó siendo muy pequeña.

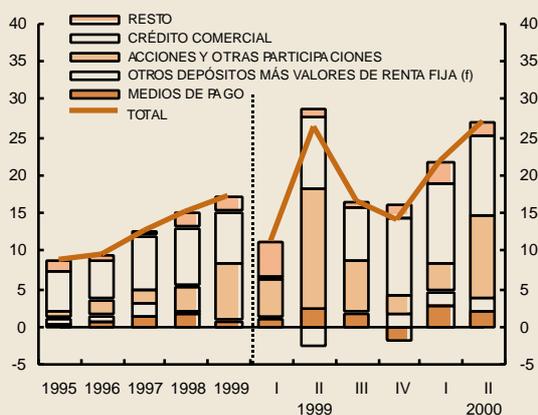
La financiación de la formación bruta de capital y de las inversiones financieras ha continuado exigiendo un crecimiento intenso de los recursos propios y ajenos de las empresas españolas. El volumen de préstamos obtenido tanto en los mercados interiores como internacionales durante el segundo trimestre de 2000 es comparable, en términos anualizados, al flujo de financiación de 1999, si bien la tasa interanual de crecimiento del agregado de financiación —que incluye la que procede de entidades de crédito residentes, las emisiones de valores de renta fija y los préstamos exteriores— presenta una cierta desaceleración, una vez que el impacto financiero de la adquisición de YPF por

GRÁFICO 26

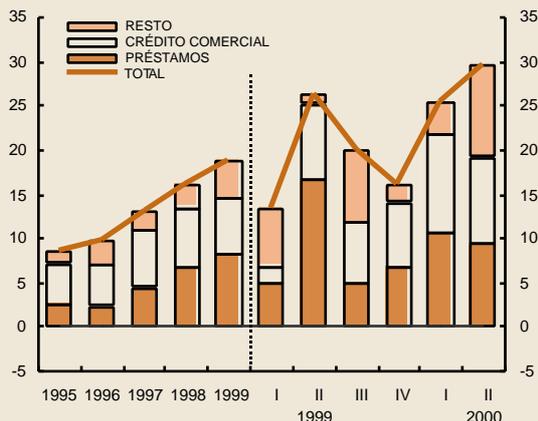
Sociedades no financieras (a)



OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS) (e)



OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS) (e)



Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados.

(b) Los datos trimestrales corresponden al ahorro financiero neto (sin anualizar).

(c) Incluye la variación de existencias.

(d) Incluye las transferencias de capital.

(e) Los datos trimestrales están anualizados.

(f) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

parte de REPSOL ha dejado de afectar a la tasa anual. No obstante, resulta difícil una valoración adecuada de los flujos financieros de las empresas en este trimestre, al estar las cifras muy influidas por las operaciones de reordenación de grupos empresariales, ya aludidos.

En cuanto al destino de la financiación bancaria, la información relativa al segundo trimestre de 2000 indica una aceleración en el crédito concedido al sector servicios, que se ha visto compensada por el menor ritmo de avance en el resto de actividades productivas. No obstante, los préstamos concedidos a las empresas de construcción continuaron siendo los que muestran un ritmo de expansión más elevado, con una tasa ligeramente superior al 20 %.

El aumento en el nivel de endeudamiento de las sociedades no financieras, medido por la relación entre el saldo de deuda y el PIB, no ha supuesto un serio deterioro de la situación financiera del sector, si se pone en relación la deuda con el saldo de activos financieros (véase gráfico 25). Esta *ratio* presenta una ligera tendencia decreciente, consecuencia de la revalorización que han experimentado los activos financieros de su cartera en los tres últimos años. Incluso cuando se excluyen los activos de renta variable, que han experimentado una fuerte revalorización, el incremento en el nivel de endeudamiento resulta relativamente moderado. Es preciso tener en cuenta que una parte importante del incremento en el endeudamiento de las sociedades no financieras ha venido acompañada de un intenso crecimiento de las inversiones financieras estables, como las adquisiciones de empresas y la compra de participaciones significativas. En cualquier caso, como en las familias, el alza de los tipos de interés está provocando un aumento de los gastos financieros, que puede tener repercusiones sobre su capacidad de endeudamiento futuro.

5.3. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

Durante los dos primeros trimestres de 2000, el ahorro financiero neto de las AAPP ha sido positivo, aunque la cifra acumulada en los últimos cuatro trimestres todavía es ligeramente negativa (-0,2 % del PIB) al finalizar el primer semestre del año (véase gráfico 27). De esta manera, la necesidad de financiación de las AAPP se coloca por debajo de la correspondiente a 1999. Al mismo tiempo, la apelación a los mercados financieros mediante la emisión de valores, la obtención de créditos o la utilización de los saldos mantenidos en depósitos, que, de forma agregada, se ha denominado *necesidades financieras* —y que es un indicador

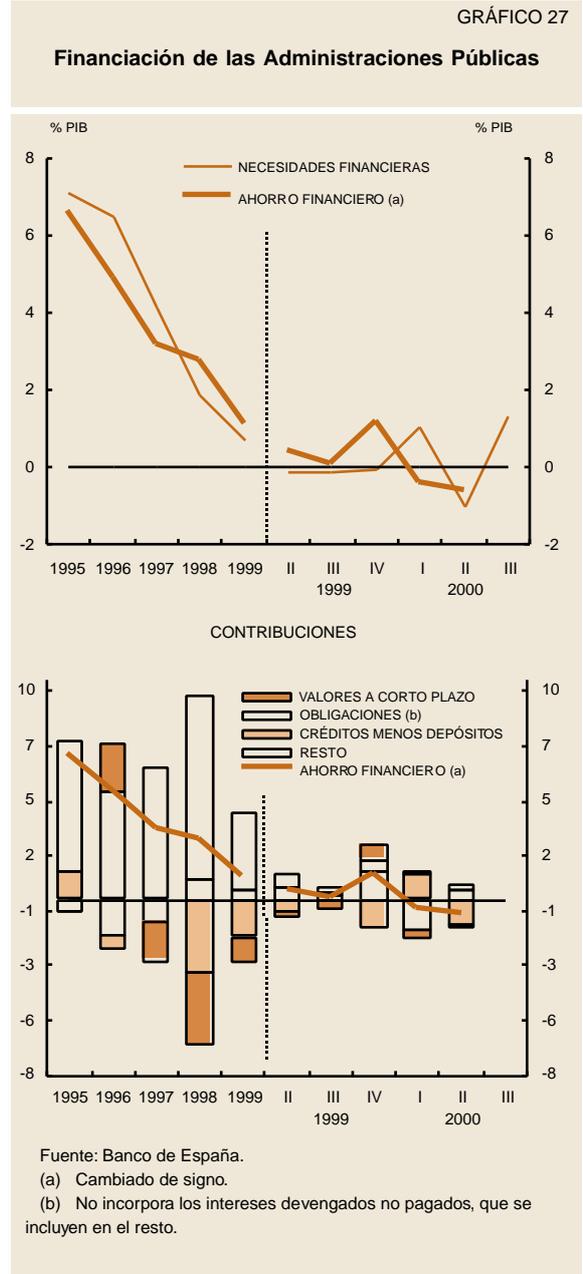
que aproxima el ahorro financiero del sector—, ha experimentado una evolución algo más cambiante durante la primera mitad del año. En el primer trimestre, la importante cuantía de los pagos por intereses y el escaso volumen de emisiones dieron lugar a una apelación positiva a los mercados financieros. En el segundo trimestre, en cambio, las menores necesidades de financiación han determinado un incremento de los depósitos en el sistema bancario y, en consecuencia, una apelación negativa a los mercados.

Durante el segundo trimestre del año 2000, tanto los activos como los pasivos de las AAPP experimentaron un incremento. El aumento de las emisiones brutas de valores a corto plazo dio lugar a un volumen de emisión neta menos negativo que en períodos anteriores. En cambio, las emisiones netas de bonos y obligaciones fueron positivas, aunque de escasa cuantía (1,3 mm de euros). Esta evolución de las emisiones determinó un ligero incremento en la vida media de la deuda del Estado en moneda nacional (5,4 años al final del primer semestre del año), en relación con el valor alcanzado a finales de 1999. Por último, el flujo neto de créditos y depósitos fue negativo, debido al incremento de 6,5 mm de euros que tuvo lugar en los depósitos de las AAPP en las instituciones financieras.

La información parcial disponible respecto al volumen de fondos captados por las AAPP en los mercados durante el tercer trimestre del año indica que se ha producido un elevado volumen de emisiones netas de valores a largo plazo por parte del Estado (10,6 mm de euros), a la vez que la emisión neta de letras del Tesoro ha vuelto a ser negativa (-5,7 mm de euros). En conjunto, la financiación obtenida por el Estado mediante la emisión de valores en el último trimestre ha sido superior a la del segundo trimestre del año, al tiempo que disminuía el depósito en el Banco de España, lo que indica un incremento apreciable en las necesidades financieras para este último período.

5.4. Los flujos financieros de la economía española con el resto del mundo

Como ya se indicó al inicio de esta sección, el ahorro financiero neto de la nación siguió descendiendo durante el primer semestre del año 2000, y se situó en el -2,1 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución del ahorro de la nación se explica, por un lado, por la posición cíclica de la economía española, que mantiene un alto ritmo de crecimiento —sustentado, en buena medida, por un fuerte crecimiento de la de-



manda interna— y, por otro, por el deterioro de la relación real de intercambio, al que ha conducido el intenso incremento del precio del petróleo. Desde el punto de vista de las transacciones financieras, la información procedente de la balanza de pagos indica que el deterioro del ahorro financiero neto de la nación se explica por un aumento de los pasivos (7,9 % del PIB, en el primer semestre de 2000), que superó el incremento de los activos frente al exterior (6,6 % del PIB, en el mismo período). Con ello, el saldo deudor de la cuenta financiera se situó en el 1,3 % del PIB en la primera mitad del año, lo que hace prever que en el año 2000 se registrará un saldo final superior al del año anterior, que fue del 2 % del PIB (véase cuadro 7).

CUADRO 7

Detalle de la cuenta financiera de la balanza de pagos

% PIB

	1997	1998	1999	ENE-JUN	
				1999	2000
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-0,6	0,0	2,0	0,5	1,3
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	7,0	12,7	16,1	10,0	7,9
Inversiones directas (a)	1,1	2,0	1,6	0,8	2,4
Inversiones en cartera (b)	2,2	2,9	7,7	3,1	2,5
Administraciones Públicas	2,0	0,8	4,5	2,0	1,3
Otros sectores residentes	0,2	1,6	1,8	0,5	0,1
Sistema crediticio	0,0	0,5	1,4	0,6	1,2
Otras inversiones	3,6	7,8	6,9	6,1	3,0
Administraciones Públicas	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Otros sectores residentes	0,1	0,8	2,7	2,0	0,4
Sistema crediticio	3,5	6,8	4,2	4,1	2,6
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	7,6	12,8	14,2	9,6	6,6
Inversiones directas	2,2	3,2	5,9	4,2	2,8
Otros sectores residentes	2,0	2,9	6,0	4,4	2,2
Sistema crediticio	0,2	0,3	-0,1	-0,2	0,6
Inversiones en cartera	2,9	7,9	7,8	6,1	4,3
Otros sectores residentes	2,0	5,9	5,4	3,8	4,2
Sistema crediticio	0,9	2,0	2,4	2,4	0,1
Otras inversiones	0,3	4,0	4,2	2,5	-0,4
Administraciones Públicas	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Otros sectores residentes	2,5	3,3	-1,6	-0,7	0,8
Sistema crediticio	-2,3	0,6	5,7	3,3	-1,3
Activos de reserva	2,1	-2,3	-3,7	-3,3	-0,1
PRO MEMORIA: DISTRIBUCIÓN POR SECTORES DE LOS FLUJOS (VAR. PASIVOS - VAR. ACTIVOS):					
Sistema crediticio (sin BE)	4,7	4,5	4,0	4,7	3,2
Banco de España (c)	-2,1	2,3	-2,7	-2,2	1,2
Administraciones Públicas	2,0	1,0	4,4	2,0	1,3
Otros sectores residentes	-5,1	-7,8	-3,8	-4,1	-4,4

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.

Durante el primer semestre del ejercicio se mantuvo una gran parte de los rasgos que han caracterizado los flujos de capital con el exterior en los últimos años. El volumen de la adquisición neta de activos exteriores continuó siendo elevado, si bien la magnitud de la inversión directa en la primera mitad del año fue

algo menor que en el mismo período de 1999, en el que hay que recordar que tuvo lugar la compra de YPF por parte de REPSOL. También ha habido un menor incremento de la inversión en cartera, como consecuencia de las menores adquisiciones del sistema crediticio, puesto que el sector privado siguió invirtiendo cuantiosos

Activos financieros netos frente al resto del mundo (a)
(Datos del cuarto trimestre)

CUADRO 8

% PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (d)
Economía nacional	-19,6	-19,7	-20,7	-21,7	-24,4	-24,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	-13,9	-13,3	-10,9	-8,7	-10,5	-7,5
Sociedades no financieras	-18,1	-17,7	-16,1	-14,9	-17,6	-15,1
Hogares e ISFL	4,1	4,4	5,3	6,2	7,1	7,5
Instituciones financieras	9,2	8,8	7,1	4,9	6,6	4,3
Instituciones de crédito (b)	7,9	6,7	2,4	-5,5	-8,0	-12,6
Inversores institucionales (c)	1,3	2,2	4,8	10,8	15,0	17,6
Resto de instituciones financieras	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7
Administraciones Públicas	-14,9	-15,2	-17,0	-17,9	-20,5	-21,3

Fuente: Banco de España.

(a) Calculados como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos frente al resto del mundo con los datos de las cuentas financieras trimestrales.

(b) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguro e Instituciones de inversión colectiva.

(d) Datos del segundo trimestre.

recursos en valores extranjeros. Los activos de reserva experimentaron una escasa variación en este período, mientras que los activos exteriores del sistema crediticio, que incluye los activos del Banco de España frente al Eurosistema, disminuyeron en términos netos.

En lo referente a las inversiones exteriores en nuestro país destaca el elevado volumen de inversión directa en el primer semestre de 2000, que es muy superior al observado en los últimos años. La adquisición de valores españoles por parte de no residentes alcanzó también un volumen importante, aunque de magnitud inferior al del mismo período del año anterior. En relación con lo ocurrido en 1999, los no residentes adquirieron un menor volumen de valores emitidos por las AAPP y las empresas no financieras, mientras que las entidades de crédito captaron más recursos mediante la colocación de valores de renta fija y variable. Durante los seis primeros meses del año continuó el proceso de endeudamiento del sistema crediticio, aunque su cuantía fue inferior a la alcanzada en el mismo período del año 1999. La estructura por plazos continuó siendo favorable a los préstamos a largo plazo, que representaron un 60 % del volumen de pasivos contraídos por las instituciones financieras monetarias bajo la denominación de otras inversiones. Por el contrario, el sector privado no crediticio apenas obtuvo préstamos del exterior en la primera mitad del año 2000, en contraste con lo ocurrido en 1999.

La información de la balanza de pagos relativa al mes de julio indica un incremento importante de la cifra anual de inversión directa de España en el exterior. Asimismo, en julio de 2000 se incrementó notablemente la cuantía de la inversión en cartera por parte de no residentes, debido a la adquisición de deuda pública y de acciones cotizadas de empresas españolas.

La estructura sectorial de los flujos financieros con el exterior mantiene características similares a las de años anteriores, si bien, ahora, con un saldo neto deudor para el conjunto de la economía española. En términos agregados, el endeudamiento de las instituciones de crédito y, en menor medida, del sector público tiene que hacer frente al déficit por cuenta corriente y de capital, y a la adquisición de activos netos frente al resto del mundo por parte del sector privado no crediticio —que incluye a los hogares, las sociedades no financieras y los inversores institucionales— (véase pro memoria del cuadro 7).

El deterioro del ahorro financiero de la economía española durante el primer semestre del año ha supuesto un incremento de la posición deudora de la nación frente al exterior de escasa magnitud (véase cuadro 8). Esto se explica porque en la evolución de esa posición financiera, definida como la diferencia entre los saldos de activos financieros y de pasivos, influyen tanto los flujos de ahorro financiero neto como los cambios en los precios de los distintos instrumentos financieros. Los sectores cuya

posición deudora aumentó fueron las AAPP y, principalmente, las instituciones de crédito, que, desde 1998, han pasado a tener unos activos financieros netos negativos frente al resto del mundo. Por el contrario, las sociedades no financieras disminuyeron su posición deudora, al tiempo que los inversores institucionales seguían aumentando sus activos financieros netos en el exterior. Desde una perspectiva de medio plazo, lo más llamativo de la evolución por sectores de los activos financieros netos frente al exterior es el fuerte incremento de los que se encuentran en poder de los inversores

institucionales, que no hacen sino canalizar el ahorro del sector privado, en particular, el de las familias. Ese aumento —que representa más de 16 puntos porcentuales del PIB en el período 1995-2000— se ha financiado, principalmente, por la mayor colocación de valores de las AAPP en el exterior —que supone 6 puntos del PIB en ese período— y, principalmente, por el incremento de la posición deudora de las entidades de crédito frente al exterior (más de 20 puntos del PIB).

31.10.2000.

Una estimación de primas de liquidez en el mercado español de deuda pública

Este trabajo ha sido realizado por Roberto Blanco y Ana del Río, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

La liquidez de un activo financiero se puede definir como la facilidad para transformarlo en dinero a un precio cierto. En la práctica, la conversión de un activo en dinero implica ciertos costes, como, por ejemplo, de búsqueda de contrapartida, de información, los relacionados con la incertidumbre asociada a la evolución de los precios y comisiones de intermediarios. Cuanto mayores sean estos costes, menor será el grado de liquidez del activo.

Los inversores prefieren activos líquidos frente a activos ilíquidos. Por esta razón es de esperar que demanden una mayor rentabilidad a los activos ilíquidos y así compensar los mayores costes asociados a operar con ellos. A ese exceso de rentabilidad exigida por los inversores a los activos más ilíquidos se le denomina prima de liquidez.

La estimación de las primas de liquidez es importante para el análisis macroeconómico y de valoración de activos porque permite entender mejor el contenido informativo de los precios de los activos financieros. Por ejemplo, la estimación de expectativas de inflación a partir de los precios de los bonos indicados puede estar afectada por la existencia de primas de liquidez incorporadas a estos activos.

En los mercados de deuda pública, las primas de liquidez se suelen aproximar mediante el diferencial en rentabilidad entre activos con una vida residual similar pero con diferente grado de liquidez. Sin embargo, hay factores, distintos a la liquidez, que pueden explicar ese diferencial de rentabilidad, como, por ejemplo, las diferencias en la estructura de pagos, vida residual y fiscalidad de los bonos. Por ello, se han desarrollado distintas metodologías que permiten controlar los efectos de estos factores.

El objetivo de este trabajo es analizar la existencia de primas de liquidez en la valoración relativa de los bonos negociados en el mercado español de deuda pública. Para ello, en primer lugar, se caracteriza la liquidez relativa de los activos negociados en este mercado, con el objetivo de establecer categorías de activos con diferente grado de liquidez. En segundo lugar, se estudia la existencia de primas de

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo de próxima publicación *Estimating liquidity premia in the Spanish government securities market*, elaborado por Francisco Alonso, Roberto Blanco, Ana del Río y Alicia Sanchis.

liquidez. Con este fin, se aplica la metodología de Elton y Green (1998), basada en la estimación de la curva cupón cero, introduciendo variables cualitativas para recoger las primas asociadas a las distintas categorías de liquidez.

El resto del artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se describen los datos que se emplean; la sección 3 destaca algunas características especialmente relevantes del mercado español de deuda pública; la sección 4 propone una clasificación de los bonos negociados en este mercado, de acuerdo con su grado de liquidez; la sección 5 estima primas de liquidez dentro de este mercado, y, finalmente, en la última sección se resumen las conclusiones principales.

2. DATOS

Para este trabajo se dispone de información diaria sobre negociación, saldos y precios cotizados y cruzados de los activos negociados en el mercado español de deuda pública. El período de estudio abarca desde enero de 1999 hasta abril de 2000. Se emplea información de un total de treinta y cuatro bonos emitidos a 3, 5, 10, 15 y 30 años y, para el corto plazo, se consideran las letras del Tesoro y operaciones *repo*.

La información sobre los precios medios cruzados y la actividad de negociación ha sido proporcionada por la Central de Anotaciones del Banco de España. Los precios cotizados son precios de compra y de venta indicativos ofrecidos por intermediarios del mercado en los sistemas de información electrónica Reuters y Bloomberg.

3. ALGUNAS CARACTERÍSTICAS RELEVANTES DEL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA PÚBLICA

Hay varias características de la estructura y funcionamiento del mercado español de deuda pública que conviene destacar. La primera de ellas se refiere a la política de emisión del Tesoro. Con el fin de favorecer la liquidez, la emisión de los bonos y obligaciones se realiza por tramos, es decir, las emisiones permanecen abiertas durante varias subastas consecutivas (al menos tres). Los bonos emitidos en estas subastas son fungibles, ya que comparten la misma estructura de pagos.

En relación con el mercado secundario, hay que destacar que la negociación se concentra en un pequeño grupo de bonos de referencia o bonos *benchmark*. En este trabajo se considera una emisión *benchmark* para cada tramo de vencimiento; es decir, 3, 5, 10, 15 y 30 años.

En el período de estudio, no hay una clasificación oficial de los bonos *benchmark* en cada momento. Asimismo, se emplea un criterio *ad-hoc* que consiste en considerar que un bono es *benchmark* de su tramo de vencimiento cuando, siendo la emisión más reciente, adquiere un volumen de negociación superior al de la antigua referencia *benchmark* durante al menos tres días consecutivos.

Por otra parte, desde julio de 1997 el Estado emite bonos segregables que cuentan con un trato fiscal más favorable, ya que los contribuyentes del impuesto de sociedades están exentos de la retención fiscal aplicada al pago de cupones de estos bonos. Por el contrario, los bonos emitidos con anterioridad a esta fecha son todos no segregables y el pago de sus cupones está sometido a retención fiscal para los inversores residentes.

4. UNA CLASIFICACIÓN DE LOS BONOS, DE ACUERDO CON SU GRADO DE LIQUIDEZ

El objetivo de esta sección es proponer una clasificación de los bonos negociados en el mercado español de deuda pública de acuerdo con su liquidez relativa dentro de cada tramo de vencimiento (2). La clasificación se establece sobre dos características: la etapa del bono en su ciclo de vida y el hecho de ser o no segregable.

Los bonos, en su ciclo de vida, pasan por tres etapas en cuanto a su actividad de negociación y por tanto de liquidez. En la primera etapa, el bono es nuevo y tiene un saldo relativamente pequeño, lo que limita la actividad de mercado con dicho bono. En este trabajo, a los bonos en esta etapa se les denominará bonos *pre-benchmark*. El saldo de estos bonos aumenta mientras la emisión permanece abierta en sucesivas subastas. De esta forma también aumenta el volumen de negociación hasta que, progresivamente, el bono adquiere la categoría de *benchmark*, convirtiéndose en la referencia más negociada para un tramo de vencimiento. Finalmente, la tercera etapa comienza cuando un nuevo bono le reemplaza en su categoría de *benchmark*, y entonces su actividad de negociación empieza a disminuir. A los bonos en esta etapa se les denomina bonos *post-benchmark*. El gráfico 1 ilustra este ciclo de vida, en términos de actividad, para los bonos segrega-

(2) En este trabajo no se compara la liquidez en distintos tramos de vencimiento, por la dificultad que tendría estimar las primas de liquidez asociadas a esas diferencias. En efecto, la metodología que se usa para estimar dichas primas (estimación de la curva cupón cero) no permitiría en este caso separar los efectos imputables al plazo de aquellos ligados a factores de liquidez.

bles emitidos a 10 años, de la muestra que se utiliza en este trabajo.

Una distinción importante de los bonos se refiere a su posible segregación. A este respecto, hay que destacar que, en la muestra objeto de análisis, los bonos no segregables, que tienen un peor trato fiscal, se encuentran en una tercera etapa muy avanzada de su ciclo de vida.

Teniendo en cuenta lo anterior, se proponen cuatro categorías de bonos: los no segregables, los *pre-benchmark*, los *benchmark*, y los *post-benchmark*.

El cuadro 1 recoge la distribución de la actividad de mercado, medida como número de operaciones, entre las cuatro categorías y para distintos tramos de vencimiento. Los bonos *benchmark* concentran, en media, el 56,2 % de la actividad diaria del mercado. Los bonos no segregables, a pesar de su número (entre 16 y 20 a lo largo de la muestra) concentran, en media, en el 6,2 % de la actividad de mercado. El resto de la negociación corresponde a bonos segregables no *benchmark*; el 12,8 % corresponde a bonos *pre-benchmark* y el 24,9 % a bonos *post-benchmark*. La distribución de la actividad de mercado dentro de cada tramo de vencimiento muestra el mismo perfil.

Para comprobar que estas cuatro categorías identifican bonos con distinto grado de liquidez, se analiza su correspondencia con algunas medidas estándar de liquidez. En primer lugar, se calculan medidas de liquidez basadas en la actividad (número de operaciones, volumen de negociación y rotación). Estas medidas se calculan como medias de los bonos incluidos en cada categoría y tramo de vencimiento a lo largo del período de estudio. Por tanto, se pueden interpretar como la actividad de un bono representativo de esa categoría y tramo de vencimiento. El cuadro 2 muestra los resultados de



este ejercicio al utilizar el número de operaciones (3) como medida de liquidez. En dicho cuadro se observa que, dentro de cada tramo de vencimiento, las categorías presentan marcadas diferencias de liquidez. Los bonos *benchmark* son los más líquidos, seguidos por los bonos segregables no *benchmark*. En último lugar se encuentran los bonos no segregables.

El segundo tipo de medida de liquidez analizada es el diferencial compraventa. El gráfico 2 recoge esta medida de liquidez como función de la duración, para las diferentes categorías de bonos. Controlando por duración, se observa la misma ordenación por liquidez que la obtenida con las medidas de actividad. Solo hay una excepción, los bonos *pre-benchmark* ahora son más parecidos a los bonos no segregables en términos de liquidez.

(3) Los resultados con las otras medidas de liquidez son muy parecidos. Véase el Documento de Trabajo que se resume en este artículo.

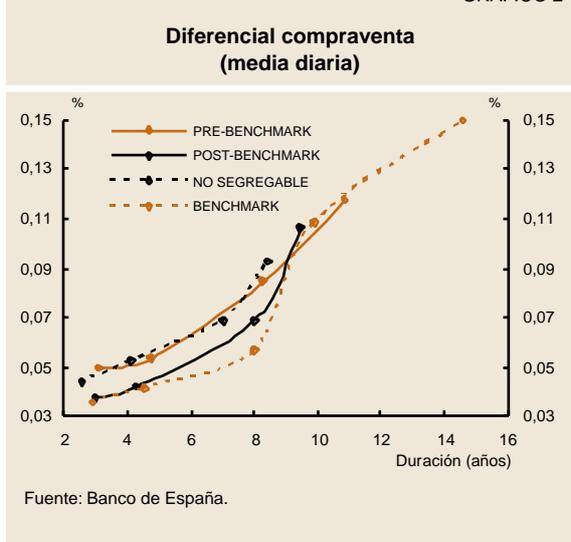
CUADRO 1

Distribución de la actividad de mercado por categorías de liquidez y tramos de vencimiento (número de transacciones)

Vida residual (años)	Bonos no segregables %	Bonos <i>pre-benchmark</i> %	Bonos <i>post-benchmark</i> %	Bonos <i>benchmark</i> %	Total %
Total	6,2	12,8	24,9	56,2	100
0-2	1,4		3,4		4,8
2-4	1,9	1,8	6,5	12,5	22,6
4-6	0,8	3,5	5,1	15,4	24,8
6-9	1,7		3,7		5,4
9-11	0,1	6,2	4,8	21,9	33,0
11-16	0,3	1,3	1,4	3,2	6,1
16-30				3,2	3,2

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 2



En resumen, midiendo la liquidez dentro de cada tramo de vencimiento, con las dos medidas de liquidez empleadas, actividad o diferencial compraventa, se extraen las mismas conclusiones. En primer lugar, la categoría de *benchmark* y la segregabilidad son dos determinantes importantes de las diferencias en liquidez dentro de cada tramo de vencimiento. En segundo lugar, las cuatro categorías consideradas se identifican con diferentes grados de liquidez. Estas diferencias de liquidez son suficientemente importantes como para preguntarse por su valor de mercado en forma de primas de liquidez. Este es el objetivo de la siguiente sección.

5. UNA ESTIMACIÓN DE LAS PRIMAS DE LIQUIDEZ

Una práctica habitual para estimar las primas de liquidez consiste en calcular el diferencial de rentabilidad entre bonos *no-benchmark* y *benchmark* del mismo tramo de vencimiento.

La aplicación de este indicador a la muestra de bonos de este trabajo produce siempre primas negativas. Este resultado se explica por la existencia de factores que sesgan esta estimación de las primas de liquidez. En particular, las diferencias en la estructura de pagos de los bonos generan diferencias en riesgo y fiscalidad que afectan la rentabilidad de los bonos y, por tanto, a esos diferenciales. Se requiere, pues, una metodología de estimación diferente.

La metodología que se utiliza en este trabajo para estimar primas de liquidez es la propuesta por Elton y Green (1998), que se basa en la estimación de la curva cupón cero. Esta metodología permite hacer un tratamiento adecuado de la diferente estructura de pagos y fiscalidad de los bonos. Elton y Green (1998) introducen el volumen para capturar efectos de liquidez, y encuentran que dicha variable contribuye a explicar el precio de los bonos, aunque solo es significativa en el 59 % de la muestra. En este trabajo, en lugar de variables cuantitativas, se introducen variables cualitativas: la pertenencia de un bono a cada una de las cuatro categorías propuestas en la sección anterior. Esta aproximación se justifica por la ausencia de consenso sobre cuál debe ser la medida que recoja la liquidez de un activo. Además, las medidas que, por ejemplo, se han utilizado en la sección anterior (volumen y diferencial compraventa) ofrecen en algunos casos mensajes distintos, y cuando se utilizan a nivel diario se caracterizan por una elevada volatilidad que, en principio, no parece responder al comportamiento que se espera de la evolución de la liquidez.

Más concretamente, en este trabajo se incluyen en el modelo de estimación de la curva variables cualitativas que identifican las cuatro categorías de bonos propuestas en la sección

CUADRO 2

Medida de liquidez basada en la actividad de mercado para cada categoría de liquidez y tramo de vencimiento (número de transacciones por bono, media diaria)

Vida residual (años)	Bonos no segregables	Bonos <i>pre-benchmark</i>	Bonos <i>post-benchmark</i>	Bonos <i>benchmark</i>
Total	0,3	16,5	16,9	39,6
0-2	0,8		11,9	
2-4	1,4	4,5	17,4	43,9
4-6	0,9	6,3	9,5	54,3
6-9	1,9		13,2	
9-11	0,5	28,0	17,0	77,2
11-16	0,9	4,6	4,9	11,3
16-30				11,3

Fuente: Banco de España.

CUADRO 3

Primas de liquidez estimadas (puntos básicos)						
	Modelo básico	Modelo 2			Modelo 3	
		Prima pre-benchmark	Prima post-benchmark	Prima no segregables	Prima post-benchmark	Prima no segregables
Media		-2,7	4,4	6,9	5,2	8,0
Máximo		4,5	10,7	10,4	12,5	11,7
Mínimo		-11,1	-6,0	2,5	-3,6	5,1
Desv. estándar		3,9	3,5	1,7	4,0	1,6
% Signif. (-)		55,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% Signif. (+)		2,0	74,0	99,0	77,0	100,0
Media RECM	1,63		0,60		0,81	
Media de la reducción en RECM %			63,29		50,18	

anterior: no segregables, *pre-benchmark*, *post-benchmark* y *benchmark*.

Más concretamente, se estima la curva cupón cero, modificando el modelo de Svensson (4) para tener en cuenta las diferencias en liquidez. Se introducen tres variables cualitativas que toman el valor uno, respectivamente, para bonos *pre-benchmark*, *post-benchmark* y no segregables. Los parámetros de estas variables captan el exceso de rentabilidad de estos bonos respecto a los bonos *benchmark*. Este exceso de rentabilidad se interpreta como primas de liquidez (respecto a los bonos *benchmark*) para los bonos *pre-benchmark* y *post-benchmark*. En cambio, en el caso de los bonos no segregables, el exceso de rentabilidad estimado puede deberse, en principio, bien a su menor liquidez, bien a su trato fiscal, relativamente más desfavorable.

Para una mejor interpretación de los resultados se estiman cuatro modelos diferentes para cada día de la muestra. Todos ellos son modificaciones del modelo de Svensson para incorporar efectos de liquidez y fiscales. El modelo básico es aquel que no considera ninguno de estos efectos, de modo que presupone que las primas por liquidez son nulas. El modelo 2 estima libremente todas las primas. El modelo 3 agrupa los bonos *pre-benchmark* y *benchmark*, y por tanto las primas estimadas para los bonos *post-benchmark* y no segregables son relativas a este conjunto más amplio de bonos. Por último, el modelo 4 separa los efectos de liquidez y retención para los bonos no segregables.

El cuadro 3 muestra un análisis descriptivo de los resultados para los tres primeros modelos. Según se observa en dicho cuadro, la esti-

mación del modelo que incluye todas las primas (modelo 2) reduce, en media, un 63 % el error del modelo básico (medido a través de la raíz del error cuadrático medio, RECM). Esta mejora del ajuste sugiere que la introducción de efectos de liquidez es relevante a la hora de estimar la estructura temporal de los tipos de interés. En dicho modelo, la prima estimada para los bonos no segregables es positiva y significativa en prácticamente toda la muestra. Esta prima, que en media es de 7 puntos básicos, varía entre 2 y 10 puntos básicos en la muestra. Por su parte, los bonos *post-benchmark*, también parecen incorporar una prima. En este caso, su valor medio es de 5 puntos básicos, pero en esta ocasión no es significativa en un 28 % de la muestra. Concretamente, la no significatividad de la prima coincide con períodos próximos a las fechas de reemplazo de bonos *benchmark*. Durante estos períodos se difuminan las diferencias de liquidez entre las categorías de *pre-benchmark*, *post-benchmark* y *benchmark*, y, por tanto, desaparece la significatividad de las primas estimadas para estos bonos. En el resto de períodos, las categorías están bien diferenciadas y los bonos *post-benchmark* incorporan una prima de liquidez sobre los bonos *benchmark*.

A diferencia de las anteriores, la prima estimada para los bonos *pre-benchmark* es negativa en media. Sin embargo, el escaso número de bonos en esta etapa (a veces solamente uno) y la falta de significatividad en buena parte de la muestra solo permiten concluir que la escasa liquidez de estos bonos no parece tener precio en el mercado. Este resultado parece lógico si se piensa en el comportamiento proyectivo (*forward-looking*) de los inversores. Es decir, es costoso operar con estos activos, pero los inversores no demandan mayor rentabilidad porque, en un futuro no muy lejano, cuando el bono adquiera la categoría de referencia

(4) Véase Svensson (1994). Para una aplicación al caso español, véase Núñez (1995).

**Sensibilidad de la estimación de primas de liquidez al coste de la retención fiscal
(puntos básicos)**

	Modelo 4					
	Escenario 1		Escenario 2		Escenario 3	
	Pago de impuestos anual		Pago de impuestos trimestral		Pago de impuestos anual con lavado de cupón	
	Prima <i>post-benchmark</i>	Prima no segregables	Prima <i>post-benchmark</i>	Prima no segregables	Prima <i>post-benchmark</i>	Prima no segregables
Media	5,1	-0,7	5,4	6,8	5,2	3,6
Máximo	12,3	4,1	12,6	10,5	12,5	7,8
Mínimo	-4,3	-4,9	-3,4	3,8	-4,1	0,2
Desv. estándar	4,0	2,5	4,0	1,7	4,0	2,0
% Signif. (-)	0,0	34,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% Signif. (+)	78,0	17,0	78,0	100,0	78,0	75,0
Media RECM		0,82		0,82		0,80
Media de la reducción en RECM %		49,80		49,06		50,83

benchmark para su tramo de vencimiento, estos costes serán muy reducidos. Además, la oferta limitada de estos bonos puede contribuir a sostener su precio.

Dado que los bonos *pre-benchmark* no parecen incorporar una prima de liquidez sobre los bonos *benchmark*, se ha reestimado el modelo 2 agrupando los bonos *pre-benchmark* y *benchmark* en la misma categoría. Este nuevo modelo (modelo 3) reduce también en gran medida el RECM del modelo básico y estima unas primas para los bonos no segregables de 8 puntos básicos en media, variando desde 5 hasta 12 puntos básicos. Para los bonos *post-benchmark* estas primas son más pequeñas, 5 puntos básicos en media, y significativas para el 76 % de los días de la muestra.

En resumen, estos resultados sugieren la existencia de primas de liquidez positivas en los precios de los bonos *post-benchmark* respecto a los bonos *benchmark*, aunque son de tamaño pequeño [similares a las que estimaron Elton y Green (1998) para el mercado americano]. Sin embargo, la falta de liquidez de los bonos *pre-benchmark* no parece tener un precio, e incluso en algunos momentos parecen incorporar primas de liquidez negativas. Finalmente, hay evidencia clara de que los bonos no segregables incorporan una prima respecto a los bonos *benchmark*. Esta prima no se puede interpretar como prima de liquidez, ya que este exceso de rentabilidad puede deberse también al coste fiscal adicional que soportan.

Para saber en qué medida el exceso de rentabilidad de los bonos no segregables se explica por su escasa liquidez, se debe estimar el coste de la retención de estos bonos. Para ello es necesario introducir algunos supuestos sobre la fe-

cha en la que los inversores compensan la retención y sobre el porcentaje de dicho coste que se reduce a través de las operaciones de lavado de cupón. El cuadro 4 muestra los resultados de reestimar el modelo 3 bajo tres escenarios fiscales con distintos supuestos. El primero de ellos supone que la compensación de la retención se realiza en la declaración anual del impuesto de sociedades y que no hay operaciones de lavado de cupón. Bajo este escenario, la prima estimada para los bonos no segregables refleja exclusivamente su coste fiscal. No obstante, este escenario es muy poco realista, ya que, por una parte, la mayoría de los inversores deben hacer frente a pagos trimestrales, por lo que verán compensado el coste de la retención en el trimestre siguiente y, por otra parte, los inversores pueden reducir el coste a través de las operaciones de lavado de cupón. Por este motivo, se consideran dos escenarios alternativos más realistas. El primero de ellos (escenario 2) supone que la compensación de la retención se realiza en los pagos trimestrales del impuesto. En este caso, la prima de liquidez de los bonos no segregables se sitúa en 6,8 puntos básicos en media, lo que implica que la prima asociada al coste fiscal de la retención es de, aproximadamente, 1,2 puntos básicos. Finalmente, en el escenario 3 se supone que los inversores realizan operaciones de lavado de cupón que reducen a la mitad el coste de la retención fiscal del primer escenario (compensación del coste en la declaración anual). En este caso, las primas de liquidez de los bonos no segregables son, en media, de 3,6 puntos básicos, lo que implica que la prima fiscal es de unos 4,4 puntos básicos. En definitiva, estos resultados muestran que una parte importante (difícil de cuantificar) de la prima de los bonos no segregables es atribuible a factores de liquidez.

La evidencia encontrada sobre las primas de liquidez plantea la cuestión de cuáles son las implicaciones que tiene la consideración de dichas primas sobre el contenido informativo de la curva cupón cero. A este respecto (gráfico 3), se comparan las curvas cupón cero con y sin efectos de liquidez. Como se puede apreciar, ambas curvas están muy próximas, resultado esperado dado el tamaño pequeño de las primas.

Por último, antes de concluir esta sección, tiene sentido discutir la sensibilidad de los resultados anteriores a dos factores: la fiscalidad y los datos utilizados.

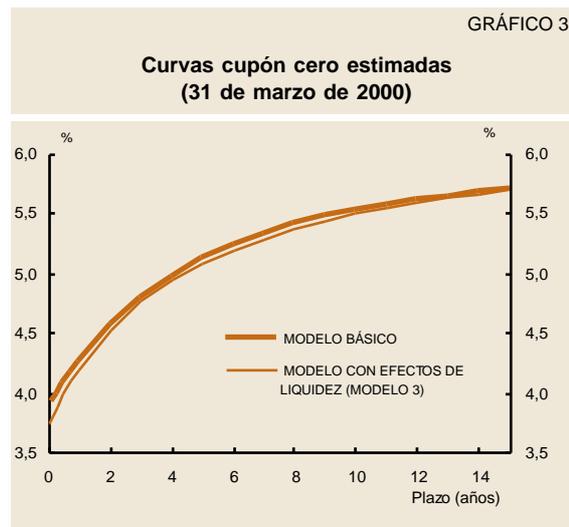
En relación con el primer factor hay que tener en cuenta que el tratamiento fiscal es muy diferente entre los agentes que operan en este mercado. Para introducir la fiscalidad se estima la curva cupón cero empleando los flujos después de impuestos y considerando el caso de un inversor sometido al impuesto de sociedades que mantiene el bono hasta vencimiento. Para ello se aplica un tipo fiscal del 35 % al pago de cupones y ganancias de capital, y las pérdidas o ganancias en el vencimiento se distribuyen a lo largo de la vida del bono. Los resultados obtenidos muestran que el tamaño relativo de las primas encontradas no cambia, lo que significa que los resultados obtenidos no se explican por efectos fiscales.

Finalmente, en cuanto a los datos utilizados debe mencionarse que en el análisis realizado se han considerado los precios cotizados difundidos por la agencia Bloomberg. Debe tenerse en cuenta que dichas cotizaciones no son firmes, sino que son puramente orientativas y puede que no reflejen los precios realmente cruzados. Con el fin de contrastar la validez de los precios cotizados, se compara la TIR asociada a estos precios con la implícita en los precios cruzados. Este análisis muestra que no hay diferencias significativas (5), lo que sugiere que los resultados del trabajo son robustos a los datos utilizados.

6. CONCLUSIONES

Los bonos negociados en el mercado español de deuda pública muestran grandes diferencias de liquidez. La segregabilidad y el hecho de que sean o no los activos *benchmark* aparecen como dos determinantes importantes de la liquidez del bono dentro de cada tramo de vencimiento. Esto permite considerar cuatro categorías de bonos que se identifican con diferentes categorías de liquidez.

(5) Para más detalles, véase el Documento de Trabajo que aquí se resume.



En la segunda parte del trabajo se ha analizado la existencia de primas de liquidez en la valoración relativa de los bonos negociados en este mercado. La estimación se ha realizado introduciendo parámetros de liquidez en la especificación de la curva cupón cero según el modelo de Svensson. Estos parámetros de liquidez permiten estimar el exceso de rentabilidad de los bonos no segregables, *post-benchmark* y *pre-benchmark* frente a los bonos *benchmark*. Esta metodología mejora la que se emplea tradicionalmente —que estima primas de liquidez calculando el diferencial en rentabilidad entre bonos no *benchmark* y *benchmark*— porque permite un control adecuado de las diferencias en la estructura de pagos de los bonos.

Las principales conclusiones resultantes de la estimación son las siguientes. En primer lugar, existe evidencia de primas positivas y significativas para los bonos *post-benchmark* y no segregables. Sin embargo, estas primas son pequeñas y similares a las encontradas por Elton y Green (1998) para el mercado americano. Por otro lado, no hay evidencia de que la ausencia de liquidez en bonos *pre-benchmark* esté valorada en el mercado. Incluso en algunos períodos el precio de estos bonos parece incorporar primas negativas. Este resultado llamativo podría explicarse por un comportamiento *forward looking* de los inversores. En tercer lugar, las primas encontradas son robustas a efectos fiscales y al empleo de precios cotizados en vez de cruzados. Finalmente, y respecto a las implicaciones sobre el contenido informativo de la curva cupón cero, la introducción de efectos de liquidez no parece tener efectos importantes, ya que el tamaño de las primas es pequeño.

23.10.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, F., R. BLANCO, A. DEL RÍO y A. SANCHIS (2000). *Estimating liquidity premia in the Spanish government securities market*, Banco de España. Próximo Documento de Trabajo.
- ELTON, E. J. y T. C. GREEN (1998). «Tax and liquidity effects in pricing government bonds», *The Journal of Finance* 53, págs. 1533-1562.
- NÚÑEZ, S. (1995). *Estimación de la estructura temporal de los tipos de interés en España: elección entre métodos alternativos*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9522.
- SVENSSON, L.E.O. (1994). *Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper 1051.

La demanda de dinero de las empresas: estimaciones con datos de panel

Este artículo ha sido elaborado por Olympia Bover, del Servicio de Estudios, y por Nadine Watson, de NERA (1).

1. INTRODUCCIÓN

La relación entre la demanda de dinero y sus determinantes es un elemento clave en la mayoría de las teorías sobre comportamiento macroeconómico. Además, la demanda de dinero es un componente fundamental en la formulación de la política monetaria. A pesar de que el tipo de intervención es, hoy en día, el instrumento principal de la política monetaria para conseguir la estabilidad de precios, los agregados monetarios siguen siendo un indicador relevante que se utiliza para juzgar el tono de la política monetaria.

Una de las magnitudes de interés que se obtienen de la estimación de una ecuación de demanda de dinero es la elasticidad de escala. Dicha elasticidad nos proporciona la información necesaria sobre el crecimiento de la oferta monetaria compatible con estabilidad de precios, dado el crecimiento económico observado. Los intentos más recientes de determinar la elasticidad de escala y estudiar la estabilidad de las funciones de demanda de dinero utilizan datos individuales de sección cruzada (a nivel de región, de familias, o de empresas) en lugar de datos de series temporales agregadas. Este cambio metodológico ha surgido en un intento de resolver los problemas que plantean los datos agregados en este contexto; por ejemplo, los sesgos que se producen en las estimaciones basadas en series temporales, dada la correlación entre las innovaciones tecnológicas agregadas y las variables de escala.

Los datos agregados son difíciles de interpretar, dado que sintetizan el comportamiento de agentes con demandas de dinero muy distintas. En cambio, el uso de datos individuales, además de solucionar los problemas mencionados anteriormente, permite tener en cuenta explícitamente factores inobservables que afectan a la demanda de dinero. Así, por ejemplo, el coste de gestión de efectivo varía para los distintos agentes no solo debido a diferencias en su sofisticación financiera, sino también a diferencias en el coste de oportunidad de no tener liquidez debido a distintos grados de acceso a los mercados de capitales.

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0008, *Are There Economies of Scale in the Demand for Money by Firms? Some Panel Data Estimates*, Servicio de Estudios, Banco de España.

Con el fin de tener una visión completa de la demanda agregada de dinero se necesitarían estimaciones tanto a nivel de empresas como de familias. En este trabajo estimamos una ecuación para la demanda de dinero de las empresas utilizando datos de panel de la *Central de Balances del Banco de España* (CBBE) para el período 1983-1996. También presentamos estimaciones comparables para Estados Unidos y el Reino Unido utilizando datos de empresas de *Compustat* y *Datastream*, respectivamente. En dichas estimaciones contemplamos, entre otras, la posibilidad de que existan efectos específicos de empresa y errores de medida. La presencia de estos factores, si no se tiene en cuenta, produce sesgos en las estimaciones de las elasticidades. Los efectos específicos de empresa en una ecuación de tenencias de efectivo pueden surgir como resultado de diferencias en las funciones de producción de las empresas dentro de una misma industria que muy probablemente estén correlacionadas con el tamaño de la empresa y con el volumen de ventas. Por otra parte, son probables errores de medida no solo debido a medidas inexactas de las ventas (por ejemplo, es habitual el redondeo en las bases de datos de empresas), sino también debido a la posibilidad de que la medida de ventas anuales de que se dispone no corresponda exactamente a la información que utilizan las empresas cuando deciden sus tenencias de efectivo.

2. MARCO TEÓRICO

En la línea de los modelos de Baumol y Tobin, suponemos que las empresas necesitan efectivo para realizar transacciones y que los servicios de transacción junto con los demás *inputs* se combinan en una función de producción. El parámetro de la función de producción que mide cómo se combinan los servicios de transacción con los demás *inputs* refleja hasta qué punto hay economías de escala en la tenencia de saldos para transacciones. En nuestro análisis permitimos (gracias a disponer de datos de panel) que el nivel de transacciones y de efectivo esté relacionado con la adopción de innovaciones financieras en la economía, permitiendo que ese parámetro varíe a lo largo del tiempo. Si, por ejemplo, solo unas pocas empresas aceptan tarjetas de crédito, la sofisticación financiera de la empresa reducirá el número de transacciones y de efectivo en menor medida que si todas las aceptan. La adopción de tecnologías de la información en el proceso de compraventa es otro ejemplo de la importancia de la adopción generalizada de innovaciones antes de que puedan reducir el número de transacciones.

La ecuación de demanda de dinero que será el objeto de nuestro análisis empírico es la siguiente:

$$\log m_{it} = \log s_{it} - \log R_{it} - \log A_{it}$$

donde m_{it} representa los saldos reales de efectivo, s_{it} la producción, R_{it} el coste de oportunidad nominal del dinero, y A_{it} la sofisticación financiera de la empresa. El término A_{it} puede especificarse como $A_{it} = A_t H_i V_{it}$, donde A_t es un efecto de tiempo, H_i es un efecto de empresa, y V_{it} es un *shock* específico de la empresa en t . Los parámetros de interés en este trabajo son α y β , que representan la elasticidad de escala y al tipo de interés, respectivamente.

3. DATOS

Los datos de empresas utilizados en este trabajo provienen principalmente de la *Central de Balances del Banco de España*. Nuestra muestra final española recoge 5.649 empresas observadas a lo largo de varios años durante el período 1983-1996 (el número total de observaciones es de 23.749). Las empresas provienen de todos los sectores no financieros de la economía.

Para estimar la elasticidad de las tenencias de efectivo por parte de las empresas, la variable de dinero debe incluir cualquier forma de pago negociable inmediatamente. Utilizamos la variable de tesorería de la CBBE que recoge caja, cuentas corrientes y cuentas de ahorro. Como medida de producción tomamos en la mayor parte del trabajo la variable de ventas, y tanto ventas como tesorería están divididas por el deflactor del PIB (base 1986). La variable de tipo de interés específico de la empresa se define como los pagos por el crédito recibido dividido por la financiación externa. Finalmente, construimos una medida de la sofisticación financiera de la empresa para captar el impacto diferencial de los tipos de interés agregados sobre las decisiones de tenencia de efectivo de la empresa. La *proxy* utilizada para la sofisticación financiera es el porcentaje de deuda no bancaria sobre el total de deuda. Adicionalmente, utilizamos datos agregados para los tipos de interés.

Nuestra muestra de empresas de Estados Unidos se obtiene de la base de datos de *Compustat*. Para el Reino Unido utilizamos datos de *Datastream*. Los períodos muestrales son de 1978 a 1992 para Estados Unidos y de 1983 a 1997 para el Reino Unido, que son los períodos más similares a la CBBE, dados los datos de que disponemos. El número de observaciones es 28.859 para Estados Unidos y 9.672 para el

CUADRO 1

**Resultados para España utilizando la Central de Balances
Período muestral 1986-1996 (a)**

	MCO Niveles	MCO Primeras diferencias	MGM (c) Primeras diferencias sin error de medida	MGM (c) Primeras diferencias Errores de medida ruido blanco	MGM (c) Niveles Errores de medida ruido blanco
Log Ventas _{it}	0,722 (30,23)	0,445 (12,25)	0,489 (15,92)	0,994 (7,53)	0,748 (34,60)
Log Ventas _{it} *tendencia	-0,025 (3,18)	-0,032 (4,87)	-0,031 (5,33)	-0,031 (4,99)	-0,028 (3,97)
Log ventas _{it} *tendencia ²	0,001 (1,20)	0,001 (1,94)	0,001 (1,98)	0,001 (2,30)	0,001 (1,40)
Ficticias temporales	sí	sí	sí	sí	sí
Ficticias de industria	sí	no	—	—	sí
Contraste de correlación serial orden 1 (b)	27,97	-24,70	-24,73	-24,92	28,03
Contraste de correlación serial orden 2 (b)	23,18	-2,51	-2,53	-2,77	23,26
Contraste de Sargan % (valor p)			11,8	39,4	0,0
Instrumentos (+ ficticias temporales)			log s _{i1,...} log s _{iT}	log s _{i1,...} log s _{it-2} log s _{it+1,...} log s _{iT}	log s _{i1,...} log s _{it-1} log s _{it+1,...} log s _{iT}

(a) t-ratios entre paréntesis robustos a heteroscedasticidad y correlación serial.
(b) Excepto cuando el modelo ha sido estimado en niveles, los contrastes de correlación serial se basan en estimaciones de los residuos en primeras diferencias.
(c) Estimaciones robustas de segunda etapa.

Reino Unido, que corresponden a 6.772 y 1.572 empresas, respectivamente. La definición de la variable de ventas es directamente comparable en las tres bases de datos, y elegimos las variables de tenencias de efectivo más parecidas a nuestra definición de la CBBE. Se comprueba que la distribución de $\log(m_{it}/S_{it})$ es muy similar para los tres países, excepto en las colas superiores, donde las empresas de Estados Unidos y del Reino Unido tienen más tenencias de efectivo respecto a sus ventas que las de España.

4. RESULTADOS

4.1. Elasticidad de escala

Los principales resultados para España se recogen en el cuadro 1. Un resultado que se mantiene a lo largo de las distintas estimaciones para la muestra española es que la elasticidad de escala ha ido disminuyendo en el tiempo (este efecto queda recogido en las interacciones del logaritmo de las ventas con una tendencia y una tendencia al cuadrado) para el período que abarca de mediados de los ochenta a mediados de los noventa. Es sabido que este fue un período de crecientes innovaciones financieras, las cuales fueron siendo incorporadas por los agentes económicos de forma diversa. En el contexto de nuestro modelo, la progresiva adopción de innovaciones financie-

ras en la economía es un efecto que depende del tamaño de la empresa. Se trata, por consiguiente, de un resultado sensato, que indica que las innovaciones financieras tendentes a reducir la demanda de dinero actúan, al menos en parte, reduciendo la elasticidad de escala.

La primera columna presenta estimaciones en niveles, por mínimos cuadrados ordinarios (MCO). A pesar de haber tenido en cuenta diferencias sectoriales, los contrastes econométricos muestran indicios coherentes con la presencia de otras diferencias permanentes entre empresas en la demanda de dinero («efectos fijos»), probablemente correlacionadas con sus ventas. Estos efectos captarían la eficiencia de la gestión, o la sofisticación financiera de la empresa y estarían correlacionados negativamente con el producto de la empresa a través de su proceso productivo. Más adelante esta hipótesis se ve confirmada empíricamente.

En vista de la probable correlación negativa entre las ventas y los efectos de empresa, se esperaría que la elasticidad de escala medida sin tener en cuenta dichos efectos tuviera un sesgo negativo. Aprovechando la información con datos de panel, la realización de estimaciones en primeras diferencias debería hacer desaparecer este sesgo negativo. En cambio, como se observa en la columna 2, las elasticidades estimadas son más pequeñas todavía (MCO en primeras diferencias).

Resultados para el Reino Unido utilizando *Datastream*
Período muestral 1986-1997 (a)

	MCO Niveles	MCO Primeras diferencias	MGM (c) Primeras diferencias sin error de medida	MGM (c) Primeras diferencias Errores de medida ruido blanco	MGM (c) Niveles Errores de medida ruido blanco
Log Ventas _{it}	1,076 (27,54)	0,562 (5,88)	0,603 (9,07)	0,964 (5,22)	1,081 (30,37)
Log Ventas _{it} *tendencia	0,038 (2,86)	-0,015 (1,46)	-0,006 (0,67)	-0,001 (0,14)	0,003 (3,11)
Log Ventas _{it} *tendencia ²	-0,003 (3,17)	0,000 (0,59)	-0,000 (0,29)	-0,000 (0,08)	-0,003 (3,46)
Ficticias temporales	sí	sí	sí	sí	sí
Ficticias de industria	sí	no	—	—	sí
Contraste de correlación serial orden 1 (b)	17,08	-11,73	-11,75	-11,75	17,06
Contraste de correlación serial orden 2 (b)	15,06	-3,13	-3,16	-3,24	15,01
Contraste de Sargan % (valor p)			23,7	36,6	0,8
Instrumentos (+ ficticias temporales)			log s _{i1,...} log s _{iT}	log s _{i1,...} log s _{it-2} log s _{it+1,...} log s _{iT}	log s _{i1,...} log s _{it-1} log s _{it+1,...} log s _{iT}

(a) *t-ratios* entre paréntesis robustos a heteroscedasticidad y correlación serial.

(b) Excepto cuando el modelo ha sido estimado en niveles, los contrastes de correlación serial se basan en estimaciones de los residuos en primeras diferencias.

(c) Estimaciones robustas de segunda etapa.

Por otra parte, un error de medida en las ventas también causaría un sesgo negativo en la elasticidad estimada. Por errores de medida entendemos no solo errores de medición en sentido estricto (por ejemplo, en la CBBE se redondea la variable de ventas en millones de pesetas y en Compustat en miles de dólares), sino también discrepancias entre las ventas observadas y la variable de escala a la que realmente responde la demanda de dinero. Por ejemplo, nuestra medida de ventas es una medida anual que puede no corresponder exactamente con la información sobre ventas que la empresa tiene en cuenta cuando decide sus tenencias de efectivo de final de año. Además, este sesgo podría ser mucho mayor al considerar primeras diferencias, ya que en ese caso el error de medida en las ventas podría hacerse relativamente más importante.

En definitiva, es posible que las estimaciones en niveles estén sesgadas a la baja por las dos razones apuntadas (efectos de empresa correlacionados y errores de medida) y que las estimaciones en diferencias estén afectadas solo por un sesgo (debido a errores de medida), pero de mayor magnitud. Las estimaciones en diferencias por variables instrumentales que se presentan a continuación, permitiendo efectos correlacionados y un error de medida aleatorio en las ventas, son coherentes con esta interpretación de los datos.

Las estimaciones de variables instrumentales (MGM) se presentan en las columnas 3, 4, y 5. En la columna 3 solo se controla por efectos fijos correlacionados de empresa (análogo a MCO en diferencias), en la columna 5 solo por errores de medida aleatorios en las ventas, y en la columna 4 por ambas cosas. La diferencia en los parámetros estimados y los contrastes de especificación confirman la presencia de ambos factores. Es notoria la diferencia en el valor de la elasticidad cuando se tienen en cuenta dichos factores a la vez; para el principio del período muestral, pasa de 0,72 a 0,99. Es de señalar que se obtienen el mismo tipo de resultados si, como variable de escala, se utiliza una variable construida de *output* en lugar de las ventas.

Otra posibilidad que se contempla en el trabajo es que exista realimentación o simultaneidad debido a *shocks* tecnológicos, a pesar de haber permitido efectos de empresa y de tiempo. Sin embargo, como puede verse en el Documento de Trabajo, este no parece ser el caso. En efecto, la posibilidad que brindan los datos de panel de permitir explícitamente *shocks* tecnológicos agregados a través de las variables ficticias de tiempo parece alejar el posible problema de causalidad inversa entre las ventas y la demanda de dinero de las empresas.

CUADRO 3

Resultados para los Estados Unidos utilizando Compustat
Período muestral 1981-1992 (a)

	MCO Niveles	MCO Primeras diferencias	MGM (c) Primeras diferencias sin error de medida	MGM (c) Primeras diferencias Errores de medida ruido blanco	MGM (c) Niveles Errores de medida ruido blanco
Log Ventas _{it}	0,922 (67,15)	0,344 (10,57)	0,382 (13,12)	0,744 (10,69)	0,928 (69,64)
Log Ventas _{it} *tendencia	0,013 (2,39)	-0,000 (0,07)	0,000 (1,54)	0,004 (1,24)	0,011 (2,36)
Log Ventas _{it} *tendencia ²	-0,002 (3,82)	0,000 (0,98)	-0,000 (0,02)	-0,000 (0,72)	-0,002 (4,12)
Ficticias temporales	sí	sí	sí	sí	sí
Ficticias de industria	sí	no	—	—	sí
Contraste de correlación serial orden 1 (b)	32,55	-21,95	-22,00	-22,10	35,12
Contraste de correlación serial orden 2 (b)	26,62	-4,56	-4,64	-5,00	28,80
Contraste de Sargan % (valor p)			0,2	8,6	0,0
Instrumentos (+ ficticias temporales)			log s _{i1,...} log s _{iT}	log s _{i1,...} log s _{it-2} log s _{it+1,...} log s _{iT}	log s _{i1,...} log s _{it-1} log s _{it+1,...} log s _{iT}

(a) *t-ratios* entre paréntesis robustos a heteroscedasticidad y correlación serial.
(b) Excepto cuando el modelo ha sido estimado en niveles, los contrastes de correlación serial se basan en estimaciones de los residuos en primeras diferencias.
(c) Estimaciones robustas de segunda etapa.

4.2. Resultados para Estados Unidos y el Reino Unido

También se obtienen estimaciones comparables para los Estados Unidos y el Reino Unido. Una razón es comprobar hasta qué punto también están presentes errores de medida y efectos fijos de empresa correlacionados cuando se estiman ecuaciones de demanda de dinero con datos de empresas para países de referencia como Estados Unidos y el Reino Unido. Además, dado que se comprueba que este es el caso, se proporcionan elasticidades de escala para los Estados Unidos y el Reino Unido teniendo en cuenta ambos factores conjuntamente.

Los resultados para Estados Unidos y el Reino Unido están recogidos en los cuadros 2 y 3, respectivamente. Como puede verse, para estos países también se obtienen estimaciones sesgadas si no se tienen en cuenta conjuntamente los errores de medida y los efectos correlacionados de empresa. Las estimaciones muestran que, a lo largo de los períodos muestrales considerados, en los Estados Unidos y el Reino Unido las elasticidades de escala se han mantenido constantes, contrariamente a España. Para el Reino Unido se estima que esta elasticidad no es muy distinta de uno, parecida a la reinante en España a mediados de los años ochenta. Por otra parte, para los Estados

Unidos, la elasticidad estimada es de 0,7 aproximadamente, similar a nuestra estimación para España a mediados de los noventa.

Nótese que, contrariamente al caso español, en Estados Unidos y el Reino Unido el sesgo total debido a efectos de empresa resulta ser positivo. Una correlación positiva entre los efectos de empresa y las ventas puede darse si, por ejemplo, los efectos fijos recogen en mayor medida el nivel de salarios (inobservado) de los empresarios (véase Documento de Trabajo).

De acuerdo con el modelo teórico, se podría pensar que diferencias en las elasticidades de escala entre los tres países reflejan diferencias en la eficiencia de sus sistemas de pagos; por ejemplo, cheques frente a pagos electrónicos, o mejoras en el procesamiento de distintas formas de pago vía un aumento en la automatización. Sin embargo, estas diferencias no tienen por qué mantenerse para los correspondientes agregados de empresas si el grado de representatividad de las muestras utilizadas varía en los tres países.

4.3. Elasticidades a tipos de interés

Además de la elasticidad de escala, otro parámetro muy relevante es la elasticidad al tipo de interés de la demanda de dinero. Elasticidad-

Resultados para la elasticidad al tipo de interés (España)
Período muestral 1986-1996 (a) (b) (c)

	Tipo de interés agregado de las alternativas a M2	Tipo de interés agregado de las alternativas a M2	Tipo de interés específico de la empresa
Log Ventas _{it}	0,878 (9,55)	0,788 (9,41)	0,949 (8,96)
Log Ventas _{it} *tendencia	-0,025 (8,38)	-0,025 (8,75)	-0,031 (5,42)
Log Ventas _{it} *tendencia ²	0,001 (5,21)	0,001 (4,95)	0,001 (2,43)
Log Tipo interés	-0,281 (5,39)	-0,309 (6,14)	-0,077 (2,27)
Log Tipo interés * % deuda no bancaria	—	0,006 (4,10)	—
Tendencia (en niveles)	sí	sí	
Ficticias temporales	—	—	sí
Contraste de correlación serial orden 1	-24,96	-24,90	-24,91
Contraste de correlación serial orden 2	-2,74	-2,65	-2,71
Contraste de Sargan % (valor p)	0,6	3,1	50,7
Instrumentos (+ ficticias temporales)	log s _{i1,...} log s _{it-2,} log s _{it+1,...} log siT	como en col. 1 más % deuda no bancaria _{1,...} % deuda no bancaria _t	como en col. 1 más log R _{i1,...} log R _{it-2,} log R _{it+1,...} log R _{iT}

(a) t-ratios entre paréntesis robustos a heteroscedasticidad y correlación serial.

(b) Estimaciones robustas de segunda etapa.

(c) Primeras diferencias y errores de medida ruido blanco.

des al tipo de interés agregado son más difíciles de identificar con datos de empresas, dada la importancia de la variación de serie temporal en este caso. No obstante, en el cuadro 4 se presentan algunas estimaciones de dichas elasticidades para España. En la primera columna se toma como variable de tipo de interés el tipo de interés compuesto agregado de activos financieros alternativos a M2. El problema con dicha estimación, tal como cabe esperar, es que los contrastes de especificación son mucho menos satisfactorios.

En la segunda columna permitimos que la elasticidad al tipo de interés varíe según el grado de sofisticación financiera de la empresa, y para ello introducimos una interacción entre el tipo de interés agregado y el porcentaje de deuda no bancaria de la empresa. Los efectos estimados indican que las empresas más sofisticadas financieramente son menos sensibles al tipo de interés agregado de la economía.

En la última columna se utiliza una medida del tipo de interés específico de la empresa. La elasticidad estimada es de -0,08 y el contraste de especificación es satisfactorio.

5. CONCLUSIONES

En el trabajo se ha mostrado cómo en las ecuaciones de demanda de dinero existen términos inobservables que hay que tener en cuenta en las estimaciones econométricas para obtener estimaciones fiables de las elasticidades. En concreto, estos términos son consecuencia de la existencia de errores de medida en ventas o *output* y de efectos permanentes de empresa que captan diferencias en sofisticación financiera o diferencias en eficiencia de la gestión de la empresa. Se ha comprobado la existencia de estos factores en el caso de los tres países analizados: España, Estados Unidos y el Reino Unido.

Cuando se controla adecuadamente por esos factores de forma conjunta, la elasticidad de escala para la muestra de empresas españolas era de 0,99 en 1986. Desde entonces y hasta mediados de los años noventa nuestras estimaciones indican que dicha elasticidad ha ido disminuyendo. Este resultado sugiere que las crecientes innovaciones financieras en este período han tendido a reducir la demanda de dinero reduciendo la elasticidad de escala principalmente. Sin embargo, para los Estados Unidos y el Reino Unido las elasticidades estima-

das para los períodos considerados han permanecido constantes (0,71 para los Estados Unidos y 0,96 para el Reino Unido).

También se hallan estimaciones de la elasticidad de la demanda de dinero de las empresas españolas al tipo de interés. La elasticidad al tipo de interés agregado es de $-0,3$, aproximadamente, pero el modelo no es enteramente

satisfactorio en este caso. Utilizando tipos de interés específicos de la empresa, la elasticidad estimada es de $-0,08$. Adicionalmente, hemos obtenido que el impacto de cambios en los tipos de interés agregados en la demanda de dinero es menor para empresas financieramente sofisticadas.

20.10.2000.

Regulación financiera: tercer trimestre de 2000

1. INTRODUCCIÓN

La producción de nuevas disposiciones de carácter financiero no ha sido muy abundante durante el tercer trimestre del año 2000.

En primer lugar, el Banco Central Europeo (BCE) ha introducido determinadas reformas en el coeficiente de reservas mínimas (CRM), también denominado coeficiente de caja, con el fin de facilitar la gestión de la liquidez del BCE. En este particular, introduce el procedimiento de la confirmación de las reservas requeridas (1), y contempla el procedimiento a seguir en los casos de fusiones y escisiones en materia de coeficiente de caja. Como consecuencia de estas reformas, se modifica de forma coherente el reglamento relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias.

Por otra parte, el Consejo de la Unión Europea (UE) ha publicado una Decisión marco con miras a reforzar la protección contra la falsificación del euro por medio de sanciones penales y de otro tipo, que completa las disposiciones existentes en esta materia y siendo su aplicación de obligado cumplimiento por los Estados miembros.

En el área de las entidades de crédito, se ha adaptado el tratamiento contable de la cobertura de los compromisos por pensiones de las entidades de crédito a lo dispuesto en el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios.

En el ámbito del mercado de valores, se ha actualizado el reglamento, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por estas de acciones propias, a las nuevas obligaciones de comunicación de los administradores y directivos de estas sociedades, en relación con la adquisición o enajenación de derechos de opción sobre sus acciones de la propia sociedad, y de sus sistemas retributivos, estableciéndose, a tal efecto, los modelos oficiales para llevar a cabo dichas comunicaciones. Por otro lado, se han publicado las normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital riesgo (ECR) y de sus sociedades gestoras (SGECR).

Finalmente, en materia de prevención del blanqueo de capitales se han extendido las

(1) Entendidas estas como los saldos que tienen que mantener las entidades sujetas al coeficiente en los respectivos BCN (activos computables), una vez deducida la franquicia de 100.000 euros.

obligaciones de comunicación por parte de las entidades financieras respecto de las operaciones que realicen con determinados países o territorios no cooperantes con la lucha contra el blanqueo de dinero.

2. BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DEL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS

Los Estatutos del SEBC y del BCE facultan al Consejo de Gobierno de este último a definir un CRM, también denominado coeficiente de caja, que es obligatorio para las entidades de crédito de los Estados miembros a partir del pasado mes de enero de 1999. Por su parte, el BCE presentó la Recomendación 98/C 246/06, de 7 de julio, relativa a la aplicación de las reservas mínimas, al Consejo de la Unión Europea para que este Organismo publicara la correspondiente norma, que lo hizo mediante el Reglamento 2531/1998, del Consejo, de 23 de noviembre (2). Esta norma estableció los principios generales, los aspectos básicos y los límites al coeficiente, que posteriormente fueron desarrollados por el Reglamento 2818/1998, del BCE, de 1 de diciembre (3), relativo a la aplicación de las reservas mínimas, para su entrada en vigor el pasado 1 de enero de 1999, coincidiendo con el inicio de la Tercera Etapa de la UEM.

Recientemente, el BCE ha publicado el *Reglamento 1921/2000, de 31 de agosto* (DOCE de 9 de septiembre), por el que se modifica el Reglamento 2818/1998 con el fin de introducir determinadas reformas en el CRM, aunque no afectan a los modelos, forma ni plazos de declaración al Banco de España de los estados UME, por lo que sigue siendo aplicable lo dispuesto sobre esta materia en la CBE 4/1991, de 14 de junio (4), que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito.

Como principal novedad, este Reglamento introduce el procedimiento de confirmación de los pasivos computables, que será determinado por cada banco central nacional (BCN) conforme a los principios establecidos en el Reglamento comentado. Hasta la fecha, los BCN admitían cambios en los activos y pasivos computables sin una fecha determinada, mientras que

ahora este Reglamento regula la fecha límite de modificaciones y cambios en los mismos. No obstante, al margen de los plazos límites contenidos en el Reglamento citado, los BCN podrán publicar calendarios específicos que contengan los plazos establecidos para la notificación, confirmación, revisión o aceptación de los datos correspondientes a las reservas requeridas (5).

Por otra parte, en los casos de *fusiones* (6) y *escisiones* (7) que afecten a entidades de crédito se determinan los procedimientos específicos a fin de clarificar las obligaciones que incumben a estas en materia de exigencias de reservas. En el caso de la *fusión*, la entidad adquirente asumirá las exigencias de reservas de las entidades fusionadas y podrá disfrutar de la reducción de los 100.000 euros que hubieran concedido a las entidades fusionadas. El importe de las reservas de las entidades fusionadas durante el período de mantenimiento en el que se llevó a cabo la fusión contará para el cumplimiento de las exigencias de reservas por parte de la entidad adquirente. En cuanto al período de mantenimiento siguiente al de la fusión, las exigencias de reservas de la entidad adquirente se calcularán con arreglo a una base de reservas compuesta de la suma de las bases de las entidades fusionadas y, si procede, de la entidad adquirente.

El caso de la *escisión* es similar al anterior, es decir, las entidades receptoras asumirán, respectivamente, las exigencias de reservas de la entidad escindida. Durante el período de mantenimiento en el que se llevó a cabo la escisión, cada una de las entidades receptoras —que tengan la calidad de entidad de crédito— será responsable de la base de reservas de la entidad escindida según la proporción que se le asigne, y podrá disfrutar de la reducción de los 100.000 euros que hubieran concedido a la entidad escindida. Para el período de mantenimiento siguiente, y en adelante, cada entidad receptora que sea entidad de crédito asumirá, además de las suyas propias, las exigencias de

(2) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 62-64.

(3) Véase nota anterior.

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

(5) El Banco de España, por su parte, ha establecido el calendario que fija las fechas límite de confirmación de pasivos computables mediante carta de 3 de octubre dirigida a las entidades financieras implicadas.

(6) La fusión es la operación en virtud de la cual dos o más entidades de crédito (las entidades fusionadas), en el momento de su disolución sin liquidación, transfieren todos sus activos y pasivos a otra entidad de crédito (la entidad adquirente), que puede ser una sociedad de nueva constitución.

(7) La escisión es la operación en virtud de la cual una entidad de crédito (la sociedad escindida), en el momento de su disolución sin liquidación, transfiere todos sus activos y pasivos a otras entidades (las entidades receptoras), que pueden ser una sociedad de nueva constitución.

reservas calculadas en función de la proporción de la base de reservas de la entidad escindida que se haya asignado a dicha entidad receptora.

3. BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIONES DE LA INFORMACIÓN ESTADÍSTICA Y BALANCE CONSOLIDADO

En coherencia con las modificaciones introducidas en el CRM, el mencionado *Reglamento 1921/2000, de 31 de agosto*, aprovecha para modificar, en el mismo sentido, el Reglamento 2819/1998, del BCE, de 1 de diciembre (8), relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias.

Así, respecto a las obligaciones de información estadística y en los casos de fusión o escisión, las entidades de crédito afectadas informarán al BCN correspondiente de los procedimientos previstos para cumplir las obligaciones de información estadística establecidas en el Reglamento 2819/1998.

Finalmente, y conforme a lo señalado anteriormente, se amplía el uso de la información estadística relativa a la aplicación de las reservas mínimas, ya que las entidades de crédito sujetas al CRM podrán comunicar revisiones de la base de reservas (pasivos computables) y de la exigencia de reservas de acuerdo con los procedimientos establecidos por el BCN correspondiente.

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

La Ley 30/1995, de 8 de noviembre (9), de ordenación y supervisión de los seguros privados, configuró el régimen de instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores, jubilados y beneficiarios (conocido como *régimen de exteriorización*), incluyendo las prestaciones causadas, a la vez que modificó la Ley 8/1987, de 8 de junio (10), de regulación de los planes y fondos de pensiones, en este sentido. Posteriormente, dicho régimen fue desarrollado por el RD

1588/1999, de 15 de octubre, por el que se aprobó el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, también denominado régimen de exteriorización, que reguló la forma en que se pueden cubrir esos compromisos, sus criterios de valoración y el régimen a aplicar a los déficit de cobertura que puedan existir a la entrada en vigor de esta normativa.

Por otro lado, la CBE 4/1991, de 14 de junio (11), que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, ha sufrido frecuentes modificaciones para actualizar su contenido a los cambios que han ido afectando al sistema crediticio en los últimos años. En este sentido, recientemente la CBE 5/2000, de 19 de septiembre (BOE del 26), ha adaptado el tratamiento contable de la cobertura de los compromisos por pensiones de las entidades de crédito a lo dispuesto en el RD 1588/1999.

La Circular aborda los compromisos y riesgos por pensiones, diferenciando el tratamiento contable de los compromisos y riesgos devengados por pensiones cubiertos con fondos internos de los cubiertos con fondos externos, conforme al régimen establecido en el citado Reglamento.

Respecto a los *fondos internos*, los compromisos y riesgos devengados por pensiones se valorarán y cubrirán aplicando criterios objetivos, al menos, tan rigurosos como los que se establecen en el RD 1588/1999. En la fijación de las hipótesis no reguladas en el Reglamento se aplicarán, siempre que existan, los criterios que se hubieran pactado contractualmente con los beneficiarios; en los demás casos, mientras no se publique una norma que los contemple, se aplicarán criterios prudentes y coherentes entre sí. En todo caso, fija los siguientes:

- El tipo de interés técnico no podrá ser superior en más de dos puntos porcentuales a la tasa de crecimiento de los salarios.
- La tasa de crecimiento de los salarios será, como mínimo, un punto porcentual superior a la tasa de crecimiento de las pensiones de la Seguridad Social.
- Si entre los compromisos de la entidad figurara la revalorización anual de los complementos de pensiones, el tipo de interés téc-

(8) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 64 y 65.

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

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

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

nico no podrá ser superior en más de tres puntos porcentuales al tipo de revalorización de las pensiones.

- La edad estimada de jubilación de cada empleado será la primera a la que tenga derecho a jubilarse, y no se contemplarán minoraciones por rotaciones en la plantilla.

A continuación, la Circular recoge la forma en que se reflejarán contablemente estos compromisos en los estados reservados, contemplando el caso en que la entidad cubra, en todo o en parte, sus riesgos derivados de fondos internos con contratos de seguros en los que la entidad continúe asumiendo el riesgo actuarial, de inversión o el de ambos.

En cuanto a los *fondos externos* se hace referencia a los compromisos y riesgos devengados por pensiones cubiertos con contratos de seguros, planes de pensiones o ambos conforme a lo establecido en el Reglamento. Estos compromisos no tendrán reflejo en cuentas de orden del balance reservado. Asimismo, las cantidades que se deban aportar periódicamente a las compañías de seguros o planes de pensiones por el devengo de pensiones no causadas se periodificarán en la cuenta de pérdidas y ganancias como aportaciones a fondos de pensiones externos.

Respecto a los compromisos y riesgos devengados por pensiones con beneficiarios no afectados por el RD 1588/1999, cuando se cubran con aportaciones a entidades de seguros o planes de pensiones en los que la entidad no retenga ningún riesgo actuarial asegurable ni de inversión con los beneficiarios, se tratarán con fondos externos de pensiones, y aquellos en los que la entidad retenga el riesgo actuarial, de inversión o de ambos se tratarán como fondos internos de pensiones. Estos compromisos y riesgos devengados por pensiones se valorarán aplicando los criterios objetivos que mejor se adapten a las circunstancias y características de los colectivos de beneficiarios afectados, aplicando en todos los casos criterios prudentes y coherentes entre sí que aseguren la solvencia de la entidad.

En todos estos casos, las entidades remitirán al Banco de España, antes del 31 de marzo de cada año, un informe actuarial de los compromisos y riesgos por pensiones cubiertos con fondos internos, con fondos externos, así como de los restantes compromisos y riesgos devengados por pensiones, todos ellos que correspondan a 31 de diciembre del ejercicio anterior.

Por otro lado, se contemplan los compromisos asumidos con el personal prejubilado, es decir,

aquel que ha cesado de prestar sus servicios en la entidad, pero que, sin estar jubilado, continúa con derechos económicos frente a ella hasta que pasa a la situación legal de jubilado, así como las remuneraciones al personal no vencidas por premios de antigüedad o por conceptos similares.

Por último, la Circular aprovecha para completar la información sobre valores emitidos por las entidades de crédito —atendiendo a una petición del BCE—, y para adaptar la definición de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares a la que establece el Reglamento 2223/96/CE, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales.

5. INTRODUCCIÓN DEL EURO: PROTECCIÓN POR MEDIO DE SANCIONES PENALES Y DE OTRO TIPO CONTRA LA FALSIFICACIÓN DE MONEDA

El Reglamento 974/1998, del Consejo de la Unión Europea (UE), de 3 de mayo, relativo a la introducción del euro, fijó la fecha del 1 de enero de 2002 para la puesta en circulación del euro, y obligó a los Estados miembros participantes a velar por que existan sanciones adecuadas contra la imitación fraudulenta y la falsificación de billetes y monedas denominados en euros. Posteriormente, distintas recomendaciones y resoluciones emanadas de los órganos comunitarios se han orientado a la adopción de medidas para proteger los billetes y monedas denominados en euros y luchar contra la falsificación de esta moneda.

Recientemente, el Consejo de la Unión Europea ha publicado una *Decisión marco de 29 de mayo de 2000* (DOCE del 14 de junio), sobre el fortalecimiento de la protección, por medio de sanciones penales y de otro tipo, contra la falsificación de moneda con miras a la introducción del euro, con el objeto de completar las disposiciones existentes en esta materia y facilitar su aplicación por los Estados miembros.

En este sentido, los Estados miembros deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar que los siguientes hechos sean tipificados como delito:

- La fabricación o alteración de moneda, cualquiera que sea el medio empleado.
- El hecho de importar, exportar, transportar, recibir o procurarse moneda falsa, a sabiendas, con objeto de ponerla en circulación.
- La fabricación o almacenaje de instrumentos, objetos, programas informáticos u otros

medios destinados a la falsificación o alteración de moneda, así como de hologramas u otras medidas de seguridad incorporadas en la moneda para su protección contra la falsificación.

- La utilización de instalaciones o materiales legales para fabricar billetes o monedas, sin el acuerdo de las autoridades competentes.
- La puesta en circulación fraudulenta de moneda falsa.

Asimismo, los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para que los hechos mencionados sean castigados con sanciones penales efectivas, proporcionadas y disuasorias, incluidas las penas privativas de libertad que puedan dar lugar a la extradición.

En el caso de que los delitos sean cometidos por personas jurídicas, los Estados miembros deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar que estas puedan ser las responsables por los delitos cometidos en su provecho por cualquier persona, actuando a título particular o como parte de un órgano que ostente un cargo directivo en el seno de dicha persona jurídica, o, cuando por falta de vigilancia o control, los hechos sean cometidos por cualquier otra persona sometida a su autoridad. En cuanto a las sanciones de las personas jurídicas, estas deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasorias, que incluirán multas de carácter penal o administrativo. También pueden incluir otro tipo de sanciones, tales como: la exclusión del disfrute de ventajas o ayudas públicas; la prohibición temporal o permanente del desempeño de actividades comerciales; el sometimiento a vigilancia judicial o medidas judiciales de liquidación.

Finalmente, los Estados miembros pondrán en vigor las normas necesarias para cumplir con la presente Decisión marco antes del 1 de enero de 2001 en lo que respecta a los delitos relacionados con los futuros billetes y monedas en euros, siempre que se cometan antes del 1 de enero de 2002. Para el resto de las disposiciones de la Decisión marco deberán ser adoptadas por los Estados miembros antes del 29 de mayo de 2001.

6. MERCADO DE VALORES: COMUNICACIÓN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES Y DE SISTEMAS RETRIBUTIVOS DE ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS EN SOCIEDADES COTIZADAS

La Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden so-

cial, modificó la Ley de 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (12), extendiendo el régimen de comunicación y publicidad a la adquisición o enajenación por cualquier tipo de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad que realicen los administradores de estas sociedades. Asimismo, la citada Ley 55/1999 fijó expresamente el deber de comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) las entregas de acciones y derechos de opción sobre acciones que reciban los directivos y los administradores, y sus modificaciones, referenciado al valor de las acciones. Estas comunicaciones deben ser sometidas al régimen de publicidad de hechos relevantes establecidos en la citada Ley del mercado de valores.

Recientemente, se ha publicado el *RD 1370/2000, de 19 de julio* (BOE del 25), que adapta la normativa reglamentaria existente en esta materia, recogida en el *RD 377/1991, de 15 de marzo*, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por estas de acciones propias (13), a las nuevas obligaciones de comunicación, recogidas en la Ley 55/1999. Asimismo, la *CCNMV 4/2000, de 2 de agosto* (BOE del 15), ha establecido los modelos para las comunicaciones de los derechos de opción y sistemas retributivos de los administradores y directivos de sociedades cotizadas.

Respecto a los administradores de sociedades cotizadas, además de las obligaciones ya establecidas, deberán comunicar a las sociedades rectoras de las bolsas y a la CNMV las opciones sobre acciones de que sean titulares en el momento de su acceso a la condición de administrador. Dicha comunicación comprenderá las opciones de las que sean titulares, tanto por sí como a través de sociedades que controlen, o a través de personas interpuestas. Esta misma obligación se hace extensiva a los *warrants*, obligaciones convertibles o canjeables y cualesquiera otros valores de los que sean titulares y les atribuyan el derecho a suscribir o adquirir acciones. La comunicación deberá efectuarse antes de los siete días hábiles desde la celebración del contrato por el que se adquiere o se transmiten los derechos de opción, y en la que se detallará, entre otros aspectos: el número y la clase del derecho de opción que se adquiere o transmite; el plazo para el ejercicio del derecho, y las posibles financiaciones para la adqui-

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

(13) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1991, pp. 51 y 52.

sición de las mismas. Los modelos para la comunicación de dichas opciones o similares se encuentran recogidos en el anejo 1 de la CCNMV 4/2000.

Por otro lado, el Real Decreto determina el régimen de comunicación de los sistemas retributivos de administradores y directivos. En este sentido, tanto los administradores como los directivos comunicarán a la CNMV, en un plazo no superior a siete días hábiles, el otorgamiento a su favor, así como las eventuales modificaciones posteriores, de cualquier sistema de retribución que conlleve la entrega de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo o de derechos de opción sobre estas, o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones. Dicha comunicación será difundida por la CNMV a los efectos de aplicación del régimen de publicidad de los hechos relevantes. En el anejo 2 de la CCNMV 4/2000 se recogen el modelo para la comunicación de los citados sistemas retributivos y el de cualquier eventual modificación posterior.

Finalmente, los administradores, los directivos y las sociedades cotizadas que se encuentren en alguno de los supuestos contemplados deberán cumplir con las obligaciones de comunicación prevista en el Real Decreto en el plazo de dos meses desde su entrada en vigor, es decir, hasta el pasado 14 de octubre.

7. ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO: NORMAS DE CONTABILIDAD Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS

La Ley 1/1999, de 5 de enero (14), estableció un marco jurídico estable y completo de las ECR y de las SGEGR, que sentó las bases para que dichas entidades continúen promocionando o fomentando a las empresas pequeñas o medianas, de carácter no financiero, que desarrollan actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza mediante la adquisición de participaciones temporales en su capital, cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas. Posteriormente, la OM de 17 de junio de 1999 habilitó a la CNMV para dictar disposiciones en materia de procedimiento de autorización de nuevas entidades, y para establecer las normas contables y los modelos a los que se deberán ajustar las cuentas anuales, con el objeto de adaptarlas al prolongado período de maduración de las inversiones que realizan. También la habilitó

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

para determinar el contenido, frecuencia y alcance de las obligaciones de información.

Haciendo uso de dicha facultad, se ha publicado la CCNMV 5/2000, de 19 de septiembre (BOE del 3 de octubre), sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las ECR y de sus SGEGR.

La primera parte de la disposición hace referencia a las normas de contabilidad y modelos de estados financieros tanto de los fondos como de las sociedades de capital-riesgo, reseñando los principios contables, los criterios generales de valoración, los criterios generales para la determinación de los resultados, la contabilización de las operaciones, y las clases y plazos de presentación a la CNMV de los estados contables y estadísticos.

La segunda parte recoge las normas contables, los estados financieros de las SGEGR, así como la forma de presentación de los mismos. Las normas contables serán las contenidas en el Plan General de Contabilidad y, en caso de que resulten insuficientes, se utilizarán las establecidas para las ECR.

Finalmente, los modelos de los estados financieros de las ECR y de las SGEGR se recogen en los anejos 1 y 2, respectivamente, y habrán de enviarse a la CNMV con la periodicidad que se detalla en la norma. Tanto en unos como en otros, la presentación de los estados habrá de hacerse en soporte informático, de acuerdo con los requerimientos técnicos que establezca la CNMV, siendo la primera información que se ha de remitir la correspondiente al 31 de diciembre de 2000.

8. PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES: OBLIGACIONES DE COMUNICACIÓN

La Ley 19/1993, de 28 de diciembre (15), traspuso a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 91/308/CEE, de 10 de junio. Su propósito era prevenir y dificultar la utilización de las entidades de crédito y de las instituciones financieras para el blanqueo de fondos provenientes del tráfico de drogas, del terrorismo y de la delincuencia organizada. A tal fin, la Ley creó la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (en adelante, la Comisión), dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda, facultando al

(15) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1994, pp. 78 y 79.

Gobierno la regulación y constitución de esta Comisión y la creación de sus órganos administrativos de apoyo: la Secretaría de la Comisión y el Servicio Ejecutivo, que lo llevó a cabo mediante su desarrollo reglamentario, contenido en el RD 925/1995, de 9 de junio (16).

Entre otros aspectos, el reglamento señalaba las operaciones que, en todo caso, las entidades financieras debían comunicar al Servicio Ejecutivo con periodicidad mensual, como son: las operaciones con movimiento de efectivo, cheques u otros documentos al portador librados por entidades de crédito por importe superior a 5.000.000 de pesetas (o su contravalor en moneda extranjera); las operaciones realizadas con residentes en territorios o países considerados paraísos fiscales por importe superior a 5.000.000 de pesetas (o su contravalor en moneda extranjera), y cualquier otra operación que considere conveniente la Comisión. Asimismo, habilitaba al Ministro de Economía para

(16) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1995», pp. 107 y 108.

que dictara las disposiciones necesarias para el desarrollo de lo establecido en este reglamento.

Por otro lado, el Grupo de Acción Financiera Internacional contra el blanqueo de capitales (GAFI), del que España forma parte, ha aprobado, con fecha 22 de junio de 2000, un informe sobre países y territorios no cooperantes con la lucha contra el blanqueo de dinero, recomendando extender las obligaciones de comunicación a las operaciones realizadas con dichos países.

Con el fin de introducir en nuestro sistema de prevención los resultados de los trabajos del GAFI, y en virtud de la habilitación del RD 925/1995, se ha publicado la *OM de 3 de agosto de 2000* (BOE del 12), por la que se desarrollan las obligaciones de comunicación de operaciones al Servicio Ejecutivo, extendiéndose a aquellas operaciones que se realicen con alguno de los siguientes países o territorios (jurisdicción): Filipinas, Islas Marshall, Israel, Niue, Rusia y San Cristóbal y Nieves.

9.10.2000.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de septiembre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....	7,00	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO.....	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>6,25</i>	<i>33,18</i>	<i>29,00</i>	<i>32,53</i>	<i>29,00</i>
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
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	4,50	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	4,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CASTILLA	5,50	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
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.....	6,50	28,97	26,00	28,97	26,00
ESFINGE	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA.....	5,35	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.....	6,00	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
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN.....	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL.....	—	—	—	—	—
PASTOR.....	5,50	21,34	19,50	31,08	28,00
PATAGON INTERNET BANK	—	10,53	10,05	10,53	10,05

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

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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.....	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO.....	5,00	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple.....</i>	<i>5,79</i>	<i>25,79</i>	<i>24,36</i>	<i>25,91</i>	<i>24,10</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.....	4,10	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	—
BANKOIA.....	4,00	29,00	—	29,00	—
BARCLAYS BANK.....	5,50	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	—
CDC URQUIJO.....	4,25	29,97	26,50	29,97	26,50
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.....	4,50	10,63	10,14	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.....	4,50	10,63	10,14	(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.....	6,00	13,65	13,00	(6,14)	(6,00)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.....	4,60	9,25	—	9,25	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK.....	4,50	29,86	27,00	29,86	27,00

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT.....	6,00	10,62	—	13,75	—
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
DRESNER BANK A.G., S.E.....	4,66	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO.....	4,50	32,31	29,00	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.....	6,39	10,62	—	6,39	—
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.....	5,20	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.....	6,00	—	—	—	(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.....	5,25	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.....	4,65	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.....	5,23	9,35	9,00	9,55	9,35
NACIÓN ARGENTINA, S.E.....	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONALE DE PARIS, S.E.....	4,75	10,62	10,35	—	(6,00)
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
PSA FINANCE, S.E.....	6,55	—	—	—	—
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.....	5,50	10,62	—	—	(2,00)
SIMEÓN.....	5,75	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
UCABAIL, S.E.....	5,03	—	—	—	—
URQUIJO.....	4,50	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>	5,18	16,90	16,79	19,72	18,53
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,47	21,37	21,04	23,48	22,34

(Continuación) 4

Situación al día 30 de septiembre de 2000

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	5,75	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	4,84	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	6,25	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	5,50	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	5,50	26,82	—	26,25	—
JAÉN	5,00	26,56	—	27,44	—
LAIETANA	4,85	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	5,75	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT	6,66	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
RIOJA	5,75	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	6,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA	5,00	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	5,64	14,93	—	14,93	—
UNICAJA	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	4,30	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA	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>	5,32	20,87	19,94	21,39	19,95

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

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

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 19 de octubre de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
CAJAS DE AHORROS			
2054	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA	02.10.2000	BAJA SERVICIO DE TASACIÓN.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8640	FIAT FINANCIERA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	21.09.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CARRETERA M-300, KM. 28,500 (ALCALÁ DE HENARES).- 28802 MADRID.
8583	FINANZIA SERVICIOS FINANCIEROS, E.F.C., S.A.	17.10.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO, S.A. (0009).
8809	ARGENTARIA SERVICIOS FINANCIEROS E.F.C., S.A.	17.10.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO, S.A. (0009).
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
1473	BANQUE PRIVEE EDMOND DE ROTHSCHILD LUXEMBOURG, SUCURSAL EN ESPAÑA	02.10.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ORFILA, 8.- 28010 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
0197	BANCO ESPIRITO SANTO S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA	16.10.2000	BAJA POR CIERRE.

<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE)		
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ESTER FINANCE TITRISATION	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ABN AMRO BOUWFONDS NEDERLANDSE GEMEENTEN N.V.	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.
BOUWFONDS HYPOTHEKEN B.V.	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.
BOUWFONDS FINANCIERING VASTGOED B.V.	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1103	BANK OF AMÉRICA, NT & SA	03.10.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR BANK OF AMÉRICA NA.
1103	BANK OF AMÉRICA NA	03.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A PASEO CASTELLANA, 35.- 28046 MADRID.
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1734	MONEY EXCHANGE, S.A.	21.09.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ALFONSO XII, 58.- 28014 MADRID.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 19 de octubre de 2000 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
1714	CHANGE AND TRASFER, S.A.	03.10.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CHANGE AND TRANSFER, S.A.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4451	VRUE VALORACIÓN GLOBAL, S.A.	28.09.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4313	TASACIONES INMOBILIARIAS, S.A. (TINSA)	02.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE JOSÉ ECHEGARAY, 9.- 28230 LAS ROZAS.
4380	EXPERTISE, S.A.	19.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE JAVIER LASSO DE LA VEGA, 8 (PL. 2).- 41002 SEVILLA.

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.

Javier Andrés, Ignacio Hernando and J. David López-Salido

ASSESSING THE BENEFITS OF PRICE STABILITY: THE INTERNATIONAL EXPERIENCE

ESTUDIOS ECONÓMICOS, Nº 69

La interacción entre crecimiento e inflación ha sido siempre un área de especial interés entre los banqueros centrales y los macroeconomistas en general. El objetivo primordial de este libro es ofrecer una evaluación de los costes de la inflación en términos de producción o bienestar. Aunque existe una amplia literatura sobre este tema, el enfoque adoptado en el libro posee varios rasgos que lo diferencian, en alguna medida, de otros trabajos publicados. Por un lado, el presente trabajo se centra en una muestra de economías industrializadas: la OCDE. La principal justificación para esta elección es que, aunque existe un consenso generalizado sobre el efecto pernicioso de altas tasas de inflación, lo que nos interesa es contrastar si la inflación tiene costes o no, incluso a tasas moderadas como las que han caracterizado a los países de la OCDE durante el período estudiado (1960-1996). El segundo rasgo específico del presente trabajo es el tratamiento de la cuestión de la causalidad existente entre inflación y crecimiento de la producción. Para obtener conclusiones de política, no basta con reunir evidencia empírica sobre la correlación entre inflación y producción en distintos horizontes temporales, sino que hay que discernir si es la inflación existente la que está empeorando las perspectivas de crecimiento futuro de la economía. Para ello, se siguen en este trabajo diversas vías. Por un lado, los métodos de variables instrumentales ligados a las ecuaciones de convergencia, y de otro, contrastes de causalidad en el marco de modelos estructurales de vectores autorregresivos (SVAR).

Toda la evidencia presentada en este libro apunta en la misma dirección: las tasas de inflación moderadas tienen un *impacto temporal* negativo sobre las *tasas de crecimiento* presentes o futuras; este efecto es significativo y genera una *reducción permanente del nivel de renta per cápita*. La correlación estimada entre la inflación presente y la renta futura se mantiene ante variaciones del conjunto de información

utilizada, así como ante diversas mejoras en la especificación de los modelos econométricos. En especial, la dinámica conjunta de estas dos variables sugiere que tal correlación proviene de un genuino efecto negativo de las perturbaciones verdaderamente exógenas de la tasa de inflación (es decir, perturbaciones que afectan a la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero) sobre el componente de largo plazo de la producción.

Regina Kaiser and Agustín Maravall

AN APPLICATION OF TRAMO-SEATS: CHANGES IN SEASONALITY AND CURRENT TREND-CYCLE ASSESSMENT

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0011

En este trabajo se detalla una aplicación práctica de los programas TRAMO y SEATS enfocada al ajuste estacional y a la estimación del componente tendencia-ciclo. La serie considerada es la serie alemana de volumen de comercio minorista, para la que el Bundesbank, al analizarla con el programa X12-ARIMA, había identificado dos problemas. El primero, asociado con cambios en la variabilidad de los patrones de movimiento estacional para algunos meses, tiene que ver con la heterocedasticidad del componente estacional. El segundo está relacionado con la estabilidad del componente tendencia-ciclo al final de la serie. En este trabajo se explica cómo, comenzando con el procedimiento completamente automático y añadiendo algunas simples modificaciones, el método basado en modelos ARIMA de TRAMO-SEATS soluciona ambos problemas y proporciona buenos resultados, que son estables y robustos.

Regina Kaiser and Agustín Maravall

NOTES ON TIME SERIES ANALYSIS, ARIMA MODELS AND SIGNAL EXTRACTION

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0012

La práctica habitual en los trabajos aplicados de series temporales, sobre todo en política económica o en agencias productoras de

datos, se basa fundamentalmente en el uso de filtros de medias móviles para estimar componentes inobservados (o señales) de las series temporales, como son la serie ajustada de estacionalidad, la tendencia o el ciclo. El objetivo de este trabajo es proporcionar una introducción informal a las herramientas del análisis de series temporales y a los conceptos necesarios para comprender la metodología básica en la que se fundamenta la aplicación de filtros. El trabajo está dirigido a economistas, estadísticos y analistas en general que realicen trabajos aplicados en este campo, pero que no hayan cursado un módulo avanzado de análisis aplicado de series temporales. Aunque la presentación es informal, esperamos que una lectura cuidadosa de este documento les proporcione una herramienta útil para comprender y mejorar su trabajo de forma autónoma. Se ha puesto especial énfasis en el método basado en modelos, aunque gran parte del material también puede aplicarse al uso de filtros *ad-hoc*. La estructura básica consiste en modelizar la serie como un proceso estocástico lineal y estimar los componentes mediante la «extracción de una señal», es decir, mediante la estimación óptima de componentes generados por modelos estadísticos bien definidos.

Jordi Galí, J. David López-Salido and Javier Vallés

**TECHNOLOGY SHOCKS AND MONETARY POLICY:
ASSESSING THE FED'S PERFORMANCE**

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0013

El propósito del presente trabajo es doble. En primer lugar, caracterizamos las respuestas sistemáticas de la Reserva Federal americana ante perturbaciones tecnológicas y sus efectos sobre la producción, las horas trabajadas y la tasa de inflación. En segundo lugar, evaluamos si tales respuestas pueden explicarse a través de reglas de comportamiento alternativas para la Reserva Federal (incluyendo la regla óptima) en el marco de un modelo de ciclos económicos con precios rígidos. Los principales resultados pueden describirse de la siguiente forma. Primero, se encuentran diferencias significativas por subperíodos en las respuestas de la economía ante perturbaciones tecnológicas. En segundo lugar, las respuestas de la Reserva Federal durante el período Volcker-Greenspan son consistentes con las asociadas a una regla óptima. Tercero, durante el período anterior a Volcker, la Reserva Federal respondió excesivamente al *output* generando una excesiva volatilidad en la tasa de inflación. De esta forma, nuestra evidencia es consecuente con resultados recientes de la literatura que enfatizan la mejora en la ejecución de la política monetaria de la Reserva Federal.

Agustín Maravall and Fernando J. Sánchez

**AN APPLICATION OF TRAMO-SEATS: MODEL
SELECTION AND OUT-OF-SAMPLE PERFORMANCE.
THE SWISS CPI SERIES**

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0014

Este trabajo presenta una aplicación de los programas TRAMO («Time Series Regression with ARIMA Noise, Missing Observations and Outliers») y SEATS («Signal Extraction in ARIMA Time Series») a la desestacionalización de la serie mensual del Índice de Precios de Consumo en Suiza. Se muestra cómo los resultados del procedimiento puramente automático se pueden mejorar con dos modificaciones sencillas: una, que surge de los diagnósticos de TRAMO-SEATS, y otra, que incorpora información *a priori*. Se ilustra el uso del *output* de SEATS para seleccionar un modelo de entre los que son igualmente compatibles con la muestra. La identificación y estimación del modelo se realiza con datos que finalizan en mayo de 1999, y 10 observaciones posteriores se utilizan para ilustrar el comportamiento del procedimiento TRAMO-SEATS fuera del período muestral.

Olympia Bover, Samuel Bentolila and Manuel Arellano

**THE DISTRIBUTION OF EARNINGS IN SPAIN DURING
THE 1980S: THE EFFECTS OF SKILL,
UNEMPLOYMENT, AND UNION POWER**

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0015

En este trabajo se analizan cambios en las distribuciones condicionales de salarios masculinos en España durante los años ochenta. Se utiliza una nueva y extensa base de datos con los registros individuales de trabajadores y empresas del sistema de Seguridad Social español para el período 1980-1987. Los datos constituyen un panel incompleto sujeto a censura superior e inferior, debido a los topes en las cotizaciones. Se analiza el comportamiento de los rendimientos en relación con la cualificación y la experiencia, para distintos sectores, a lo largo del tiempo. También se estudia cómo estos retornos se han visto afectados a lo largo de dicho período por una serie de factores agregados y específicos del sector, entre ellos la tasa de desempleo y la cobertura sectorial de los convenios de negociación colectiva.

Juan Ayuso and Rafael Repullo

**A MODEL OF THE OPEN MARKET OPERATIONS
OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK**

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0016

En este trabajo se construye un modelo para analizar los dos tipos de subasta que el Banco Central Europeo (BCE) utiliza en sus opera-

ciones de mercado abierto. El supuesto de partida es que el BCE minimiza el valor esperado de una función de pérdidas, que depende del cuadrado de la diferencia entre el tipo de interés del mercado interbancario y un tipo de interés objetivo que caracteriza el tono deseado de la política monetaria. Cuando esta función de pérdidas penaliza proporcionalmente más las situaciones en las que el tipo interbancario se sitúa por debajo del tipo objetivo —i.e., la función de pérdidas es asimétrica—, las subastas

a tipo fijo tienen un único equilibrio, caracterizado por un *overbidding* extremo. En presencia de subastas a tipo variable se producen múltiples equilibrios, caracterizados por diferentes grados de *overbidding*, y es posible obtener un equilibrio sin *overbidding* si se preanuncia la cantidad que se va a inyectar en la subasta. El análisis empírico que se realiza en el trabajo ofrece evidencia a favor de la existencia de una función de pérdidas asimétrica por parte del BCE.

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	Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	Evolución reciente de la economía española	Jun	17
La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000	Jun	31
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33	Precios del petróleo e inflación en el área del euro	Jun	45
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43	Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable	Jun	55
Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57	La rama de servicios en España: un análisis comparado	Jun	65
Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Las finanzas públicas europeas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: algunas cuestiones a debate	Jul-Ago	55
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1999	Jul-Ago	63
Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35	Las entidades de tasación: información estadística 1999	Jul-Ago	73
Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41	Regulación financiera: segundo trimestre de 2000	Jul-Ago	81
El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47	Evolución reciente de la economía española	Sep	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	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 2000	Sep	25
Informe trimestral de la economía española	Abr	21	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2000	Sep	37
La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	Abr	67	Disciplina fiscal y regímenes cambiarios en las economías emergentes	Sep	45
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	Abr	77	Japón: Crisis y saneamiento del sector bancario	Sep	51
Regulación financiera: primer trimestre de 2000	Abr	135	Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1999	Sep	63
Evolución reciente de la economía española	May	9	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000	May	23	Una estimación de primas de liquidez en el mercado español de deuda pública	Oct	63
Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía	May	31	La demanda de dinero de las empresas: estimaciones con datos de panel	Oct	71
Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999	May	43	Regulación financiera: tercer trimestre de 2000	Oct	79

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)

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

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

60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILLA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II: La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 9725 ENRIQUE ALBEROLA, JOSÉ MANUEL MARQUÉS Y ALICIA SANCHÍS: Persistencia en el desempleo, independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9726 FRANCISCO ALONSO, JUAN AYUSO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: How informative are financial asset prices in Spain?
- 9727 JAVIER ANDRÉS, RICARDO MESTRE AND JAVIER VALLÉS: Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
- 9728 JUAN J. DOLADO, JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO AND JOSÉ VIÑALS: A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.
- 9801 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA PEREA, ALBERTO URTASUN Y JESÚS BRIONES: Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
- 9802 PILAR ÁLVAREZ CANAL: Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 ÁNGEL ESTRADA Y ALBERTO URTASUN: Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 SOYOUNG KIM: Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 OLYMPIA BOVER, PILAR GARCÍA-PEREA AND PEDRO PORTUGAL: A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 PABLO HERNÁNDEZ DE COS E IGNACIO HERNANDO: El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 SOYOUNG KIM: Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y ALICIA SANCHÍS: Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 JOSÉ VIÑALS: The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 JUAN AYUSO, GRACIELA L. KAMINSKY AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 ROBERTO BLANCO: Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibx 35 y el mercado al contado.
- 9816 M^a CRUZ MANZANO E ISABEL SÁNCHEZ: Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, EMILIO MUÑOZ AND JUAN PEÑALOSA: The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ Y JAVIER SANTILLÁN FRAILE: El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 EVA ORTEGA: The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 EVA ORTEGA: Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
- 9821 EVA ORTEGA: Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 CORAL GARCÍA Y ESTHER GORDO: Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 ENRIQUE ALBEROLA-ILA AND TIMO TYRVÄINEN: Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 CONCHA ARTOLA E ISABEL ARGIMÓN: Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.
- 9825 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO: Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 OLYMPIA BOVER Y RAMÓN GÓMEZ: Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 IGNACIO HERNANDO Y JOSEP A. TRIBÓ: Relación entre contratos laborales y financieros: Un estudio teórico para el caso español.
- 9905 CRISTINA MAZÓN AND SOLEDAD NÚÑEZ: On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 NADINE WATSON: Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 JOSÉ VIÑALS: El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.
- 9908 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Learning about migration decisions from the migrants.
- 9909 OLYMPIA BOVER AND PILAR VELILLA: Migrations in Spain: Historical background and current trends.
- 9910 FERNANDO RESTOY: Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.
- 9911 LUIS J. ÁLVAREZ AND M^a DE LOS LLANOS MATEA: Underlying inflation measures in Spain.
- 9912 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Estimation of the business cycle: a modified Hodrick-Prescott filter.
- 9913 ENRIQUE ALBEROLA AND JOSÉ MANUEL MARQUÉS: On the relevance and nature of regional inflation differentials: The case of Spain.
- 9914 AGUSTÍN MARAVALL: An application of tramo and SEATS. Report for the «Seasonal Adjustment Research Appraisal» project.
- 9915 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal outliers in time series.
- 9916 ENRIQUE ALBEROLA AND HUMBERTO LÓPEZ: Internal and external exchange rate equilibrium in a cointegration framework. An application to the Spanish Peseta.
- 9917 JOSÉ VIÑALS AND JAVIER VALLÉS: On the real effects of monetary policy: A central banker's view.
- 9918 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Short-term and long-term trends, seasonal adjustment, and the business cycle.
- 9919 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: Intertemporal substitution and the liquidity effect in a sticky price model.

- 9920 J. ANDRÉS, I. HERNANDO AND J. D. LÓPEZ-SALIDO: The role of the financial system in the growth-inflation link: The OECD experience.
- 9921 ÁNGEL ESTRADA AND IGNACIO HERNANDO: Microeconomic price adjustments and inflation: Evidence from Spanish sectoral data.
- 9922 CONCHA ARTOLA AND UNA-LOUISE BELL: Identifying Labour Market Dynamics using Labour Force Survey Data.
- 9923 JUAN AYUSO AND ROBERTO BLANCO: Has financial market integration increased during the nineties?
- 9924 IGNACIO FUENTES AND TERESA SASTRE: Mergers and acquisitions in the Spanish Banking industry: some empirical evidence.
- 0001 GEORGES SIOTIS: Market power, total factor productivity growth, and structural change. An illustration for Spain, 1983-1996.
- 0002 ALBERTO CABRERO: Seasonal adjustment in economic time series: The experience of the Banco de España (with the model-based method).
- 0003 LUIS GORDO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El sistema de financiación vigente para el período 1997-2001. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 0004 J. ANDRÉS, F. BALLABRIGA AND J. VALLÉS: Monetary Policy and Exchange Rate Behavior in the Fiscal Theory of the Price Level.
- 0005 MICHAEL BINDER, CHENG HSIAO AND M. HASEM 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.
- 0009 ÁNGEL ESTRADA, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Measuring the NAIRU in the Spanish Economy.
- 0010 EVA ORTEGA Y ENRIQUE ALBEROLA: Transmisión de *shocks* y política monetaria en la UEM. Un ejercicio con NIGEM.
- 0011 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: An Application of TRAMO-SEATS: Changes in Seasonality and Current Trend-Cycle Assessment. The German Retail Trade Turnover Series.
- 0012 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Notes on Times Analysis, ARIMA Models and Signal Extraction.
- 0013 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Technology Shocks and Monetary Policy: Assessing the Fed's Performance.
- 0014 AGUSTÍN MARAVALL AND FERNANDO J. SÁNCHEZ: An Application of TRAMO-SEATS: Model Selection and Out-of-sample Performance. The Swiss CPI series.
- 0015 OLYMPIA BOVER, SAMUEL BENTOLILA AND MANUEL ARELLANO: The Distribution of Earnings in Spain during the 1980s: The Effects of skill, Unemployment, and Union Power.
- 0016 JUAN AYUSO AND RAFAEL REPULLO: A Model of the Open Market Operations of the European Central Bank.

EDICIONES VARIAS (1)

- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 1.040 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 1.560 PTA (*).
- FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 2.080 PTA (*).
- MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 1.560 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 1.040 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 6.000 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 8.000 PTA (*).
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.080 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3ª ed. (1994). 6.000 PTA (*).
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 520 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 832 PTA (*).
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 1.040 PTA (*).
- RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).
- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (*).
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).
- SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4ª 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 (*).
- TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 1.560 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).

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.
Número 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