

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

julio-agosto 1999

boletín económico

julio-agosto 1999

BANCO DE ESPAÑA

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

Siglas empleadas

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

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

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

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

Abreviaturas y signos más utilizados

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

Índice

	<u>Páginas</u>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior de la zona del euro	15
3. La zona del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	19
4. La economía española	27
5. Los mercados y los flujos financieros de la economía española	44
Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	55
El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	69
Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	79
La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	83
Las entidades de tasación: información estadística 1998	97
Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	105
Información del Banco de España	119
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 30 de junio de 1999	121
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España	125
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 23 de junio y el 22 de julio de 1999	126
Publicaciones recientes del Banco de España	128
Indicadores económicos	131
Artículos y publicaciones del Banco de España	193

Informe trimestral de la economía española

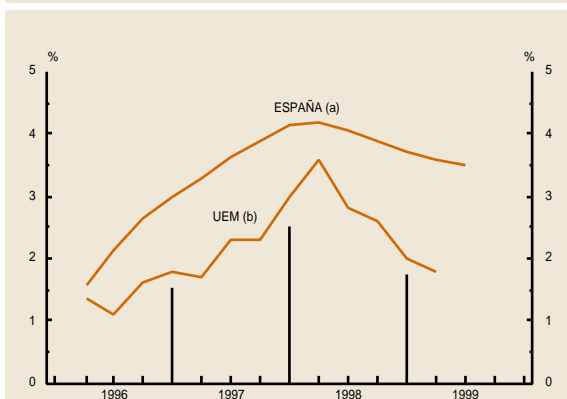
1. Rasgos básicos

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha publicado recientemente los primeros datos de la Contabilidad Nacional de España base 1995 (CNE 95), elaborados con la metodología del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95). Estas cifras incorporan cambios estadísticos —cuantitativamente los más importantes, debido, entre otros factores, al uso de nuevas fuentes y métodos de estimación— y conceptuales, derivados de la aplicación de una metodología que amplía la delimitación del concepto de actividad económica (véase recuadro 1).

Con la publicación de la nueva serie, el INE ha avanzado su estimación provisional del primer trimestre de 1999. El crecimiento interanual del PIB real en dicho período fue del 3,6 %, en términos de la serie de ciclo-tendencia, prolongándose la moderada desaceleración que se apreciaba en las cifras de año 1998 (véase gráfico 1). La demanda nacional acentuó su ritmo de aumento, hasta el 5,7 %, a la vez que alcanzaba un nuevo máximo la contribución negativa de la demanda exterior neta, que restó dos puntos porcentuales al crecimiento del producto real. Los rasgos más significativos que se aprecian entre los principales componentes de la demanda final son: la tendencia a la estabilización —en tasas interanuales muy elevadas— del gasto en el consumo final de los hogares y de la inversión en equipo; el fortalecimiento de la inversión en construcción y la notable debilidad de la exportación de bienes, a pesar del avance creciente del sector turístico; las importaciones, en fin, respondieron a la firmeza de la demanda, intensificando ligeramente su tasa de crecimiento. No se aprecia ningún cambio significativo en las pautas definidas a lo largo del pasado ejercicio para las distintas ramas productivas, constatándose una nueva pérdida de ritmo en la industria no energética.

La economía española siguió mostrando durante estos meses, los primeros transcurridos desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria (UEM), un extraordinario dinamismo —uno de los más elevados del área— y capacidad para la creación de empleo. El patrón de crecimiento descansa cada vez en mayor medida en la demanda interna, mientras que las exportaciones han acusado el impacto de la desaceleración de los mercados internacionales. El déficit con el exterior se corresponde, por tanto, con la disminución de la capacidad de financiación del sector privado de la economía, mientras que, por el contrario, mejora sensiblemente el saldo de las cuentas de las Administraciones Públicas, que han seguido reduciendo sus necesidades de financiación y de endeudamiento. Por otra parte, el aumento de los costes laborales en los sectores industriales y de servicios,

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.

aunque se ha moderado durante el primer trimestre del año, es elevado, lo que, unido a la recuperación que están experimentando los precios de los inputs intermedios en los mercados internacionales —el alza de los precios energéticos se está trasladando ya al índice de precios de consumo—, podrían crear un contexto menos propicio para el mantenimiento de la estabilidad y la competitividad de la economía.

A lo largo del segundo trimestre de 1999 se ha confirmado la mejoría de la situación económica del entorno exterior de la zona del euro. A ello ha contribuido de forma significativa la continuación de un ritmo sostenido de actividad económica sin tensiones inflacionistas en Estados Unidos, así como la recuperación paulatina del nivel de producción del Reino Unido y los datos más favorables procedentes de Japón. Por lo que se refiere a las economías con mercados emergentes, el final de la crisis en los países del sudeste asiático y la mejora de la situación económica de Rusia refuerzan la recuperación del contexto exterior. Sin embargo, algunos de los principales países latinoamericanos siguen afectados por las consecuencias de la crisis brasileña, a pesar de que la evolución de este país ha sido mucho mejor de la prevista.

La situación económica de la zona del euro ha mejorado, asimismo, en los meses transcurridos de 1999. A la vista de los datos disponibles, podría afirmarse que la desaceleración de la actividad de la zona alcanzó su mínimo a fi-

nales del año pasado y que ya desde los primeros meses del año actual se está asistiendo a una moderada expansión, registrando el consumo y la inversión ritmos de avance sostenidos. Por otra parte, la recuperación que ya se percibe en los mercados exteriores será, sin duda, uno de los factores claves para la consolidación de este proceso.

Desde el lado de los precios, la nota general ha sido la persistencia de ritmos de crecimiento moderados, a pesar de que el aumento de los precios del petróleo en los mercados internacionales se está trasladando a los precios de los bienes energéticos, que han pasado a registrar tasas de variación positivas. No obstante, la desaceleración de los precios de otros componentes del IAPC ha vuelto a situar la tasa de inflación del conjunto del área por debajo del 1 % en el mes de junio.

Durante el segundo trimestre de 1999, las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro mantuvieron, en general, un carácter acomodante, en el marco de unas perspectivas de débil crecimiento sin riesgos significativos para la estabilidad de precios. En este marco, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 8 de abril, decidió reducir en 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 2,5 %, lo que dio lugar a disminuciones de los tipos de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos en abril.

Posteriormente, la mejora en las perspectivas económicas en la zona del euro a partir del mes de mayo, apoyadas, en parte, por un entorno internacional más optimista, generaron movimientos al alza en los tipos de interés de la UEM, más intensos en los plazos más largos, de forma que los tipos de interés de la deuda a largo plazo se situaron en niveles superiores a los mantenidos a finales de 1998, y los tipos de interés de los depósitos interbancarios a seis y doce meses recuperaron los niveles alcanzados antes de la disminución de los tipos de referencia del Eurosistema en abril. Durante el segundo trimestre continuó la tendencia hacia la depreciación del euro frente al dólar, aunque esta invirtió su trayectoria a partir de mediados de julio, al consolidarse mejores perspectivas económicas en la UEM. La recuperación progresiva de la actividad económica también se ha reflejado en la evolución de los agregados monetarios y crediticios del conjunto de la zona, que, con información hasta el mes de mayo, han presentado un comportamiento relativamente expansivo. En concreto, M3, que es el agregado monetario que sirve de referencia al Eurosistema, creció ligeramente por encima del 5 % en términos interanuales en abril y mayo, mien-

Principales cambios incorporados en la contabilidad nacional de España, base 1995

Las nuevas series de Contabilidad Nacional de España base 1995 (CNE 95) que acaba de publicar el INE reúnen dos novedades importantes: el cambio de base de las cuentas y la implantación de la nueva metodología SEC 95 (Sistema Europeo de Cuentas 1995). Ambas tienen como objetivo mejorar la adaptación de las cuentas nacionales a los cambios en la realidad económica. Las diferencias entre las estimaciones de la CNE 95 y de la CNE 86 se deben a dos tipos de factores (1): estadísticos y conceptuales. Los cambios estadísticos se producen con todos los cambios de base y son consecuencia de la utilización y adaptación de nuevas fuentes estadísticas y de la aplicación de nuevos métodos de estimación. Los cambios conceptuales están ligados, en esta ocasión, a la aplicación de la nueva metodología de contabilidad nacional. El INE ha proporcionado una estimación cuantitativa del impacto que han tenido las modificaciones estadísticas y conceptuales sobre el nivel del PIB y de los principales componentes de la demanda a precios corrientes, para el año 1995, que aparece recogida en el cuadro adjunto. Los cambios estadísticos son los que han tenido una mayor importancia cuantitativa, mientras que los cambios conceptuales han afectado principalmente a la formación bruta de capital, como consecuencia de la ampliación del concepto. En conjunto, el nivel del PIB ha aumentado un 4,4% en el año base.

En cuanto a la evolución del PIB en el período 1995-1998, en pesetas constantes, la nueva CNE ha supuesto una pequeña revisión al alza de las tasas de crecimiento en 1997 y 1998 (y a la baja en 1996). Desde el punto de vista de la evolución trimestral, una de las novedades que se ha introducido con la CNE 95 es la presentación de series de los principales agregados en términos de datos brutos y desestacionalizados, además de los datos de ciclo-tendencia, que ya se publicaban anteriormente. La comparación de los perfiles trimestrales entre la CNE 95 y la CNE 86, en términos de datos a precios constantes y en términos de ciclo-tendencia aparece en el gráfico adjunto. Se aprecia que la contribución de la demanda nacional se acentúa en las nuevas estimaciones —debido a la progresiva aceleración de la inversión, mientras que el gasto en consumo final muestra una tendencia ascendente hasta el último trimestre de 1998— y la aportación de la demanda exterior neta termina siendo más negativa a finales de 1998, ya que la desaceleración de las importaciones en el transcurso del año resulta menos acusada.

La principal novedad en el ámbito del mercado de trabajo es la estimación de diversos conceptos de ocupación, mientras que en el sistema anterior solo se estimaba el empleo equivalente, que supone medir los puestos de trabajo en términos homogéneos. En la CNE 95, el conjunto de variables relativas a la utilización del factor trabajo son las siguientes: empleo (comprende a todas las personas —asalariados y trabajadores autónomos— que realizan una actividad productiva); puestos de trabajo (número de contratos, explícitos o implícitos, entre una persona y una unidad institucional residente para realizar un trabajo a cambio de una remuneración); horas trabajadas (cifra global de horas efectivamente trabajadas por los ocupados de la economía); puestos de trabajo equivalentes (a tiempo completo) (total de horas trabajadas dividido por la jornada media a tiempo completo). Por ahora el INE solo ha publicado datos de puestos de trabajo y puestos de trabajo equivalentes, siendo esta última la variable comparable con el anterior empleo de contabilidad nacional. La nueva información sobre empleo ha supuesto una revisión al alza del nivel que arrojaban las cifras correspondientes a la CNE 86: la comparación entre estas y la nueva serie de puestos de trabajo equivalentes arroja un diferencial medio, para el período 1995-1998, de 230.000 puestos.

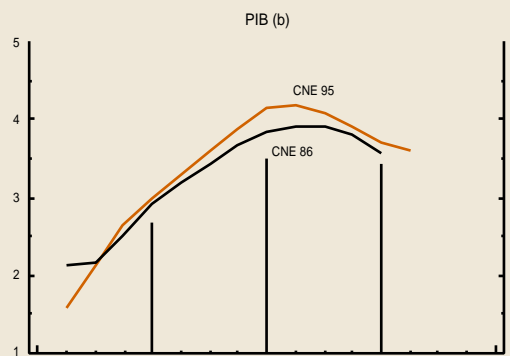
En relación con la medición del PIB desde la óptica de las rentas, los cambios más importantes son la pérdida de la participación del excedente en el PIB nominal y el aumento del peso de la remuneración de asalariados, que se explica, en gran parte, por la ampliación del concepto de asalariado en la nueva contabilidad; la partida de impuestos netos de subvenciones también ha ampliado su participación en el PIB, debido, en gran medida, a una definición más estricta de las subvenciones. Las tasas de variación de la remuneración de asalariados son similares a las anteriores, mientras que el excedente crece con mayor intensidad que con datos de la CNE 86, excepto en el año 1998, cuando se observa un crecimiento mayor tanto de la remuneración de los asalariados como de la remuneración por asalariado en el marco de la nueva contabilidad.

(1) Véase «Contabilidad Nacional de España 1995», INE, *Boletín Trimestral de Coyuntura*, junio 1999.

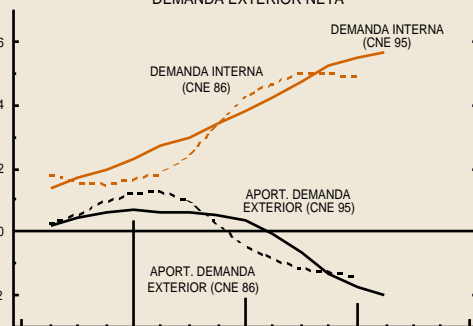
Comparación entre las cifras de la CNE 95 y las de la CNE 86

DIFERENCIAS EN EL NIVEL DEL P.I.B. Y DE LOS AGREGADOS DE LA DEMANDA. AÑO 1995 (a)

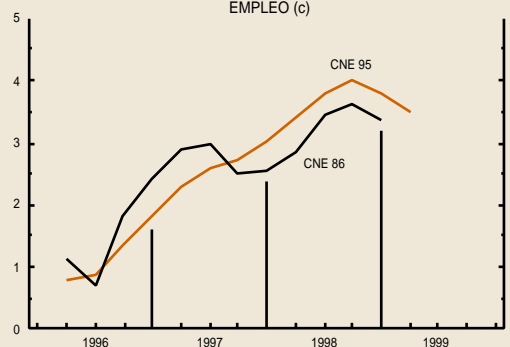
	Cambios totales	Cambios estadísticos	Cambios conceptuales
Gasto en consumo final	3,0	2,0	1,0
Formación bruta de capital	10,3	6,0	4,3
Exportaciones de bienes y servicios	-0,6	-0,8	0,2
Importaciones de bienes y servicios	0,8	-0,2	1,0
PIB	4,4	2,9	1,5



DEMANDA INTERNA (b) Y APORTACIÓN DE LA DEMANDA EXTERIOR NETA



EMPLEO (c)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

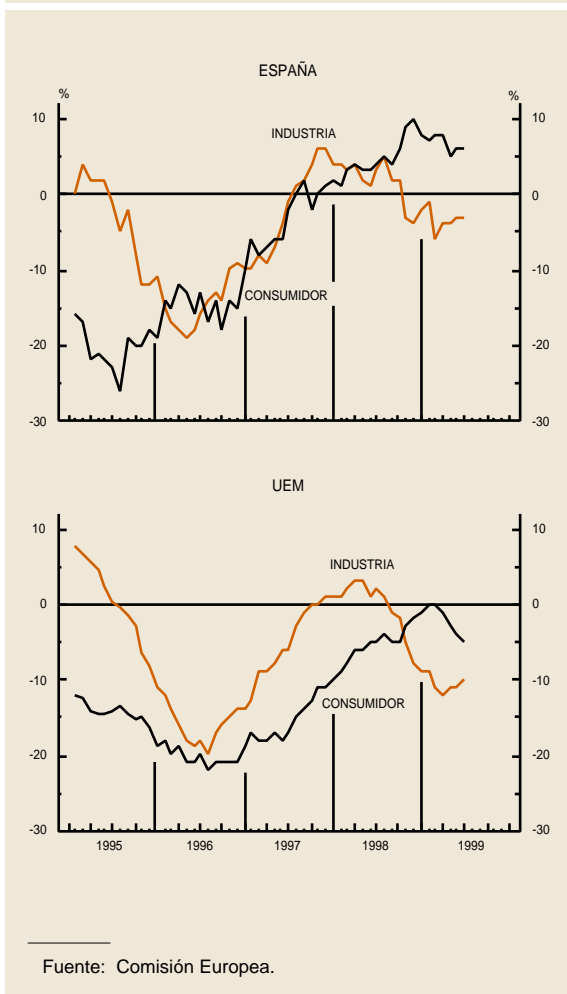
(a) En porcentaje de la CNE 95 sobre la CNE 86. PIB a precios corrientes.

(b) Tasas de variación interanuales calculadas sobre las series a precios constantes. Para las series de la CNE 95, las tasas están calculadas sobre el componente ciclo-tendencia.

(c) Tasas de variación interanuales. Para la serie CNE 95, calculadas sobre el componente ciclo-tendencia.

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza

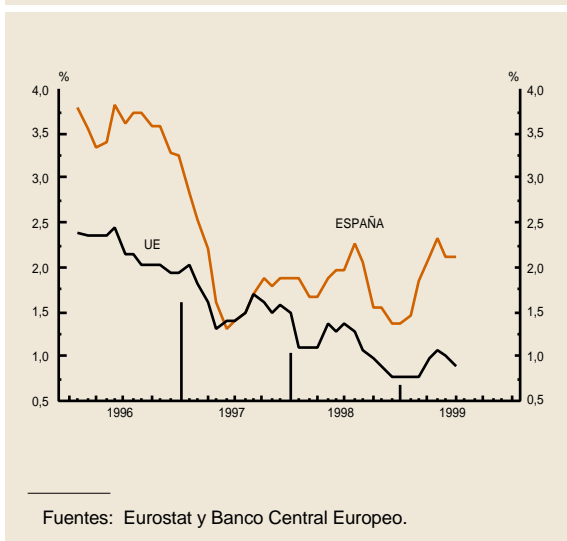


tras M1, que reúne a los activos más líquidos, mostró tasas interanuales de crecimiento superiores al 11 %. Asimismo, se registró un alto dinamismo en la financiación al sector privado, con un ritmo de avance del 10,5 % en términos interanuales en mayo.

La información disponible en el momento de redactarse este Informe muestra que la economía española ha seguido moderando sus altas tasas de crecimiento interanual en el transcurso del segundo trimestre del año. Los indicadores sobre la evolución de la demanda nacional señalan, en general, una tendencia hacia la estabilización o ligera reducción en sus elevados ritmos de crecimiento. Estos signos son más claros en el caso de la inversión en equipo, que, aunque sigue dando muestras de gran dinamismo, no deja de verse afectada por la relativa atonía que se aprecia en la actividad de las industrias manufactureras, ante la persistencia de resultados desfavorables en las ventas al exterior. Las expectativas favorables sobre la evolución de los mercados exteriores no se han trasladado todavía a las exportaciones de bienes, cuyos datos del mes de abril resultaron considerablemente negativos (1). Los cambios que se aprecian en el panorama internacional terminarán afectando, sin duda, a las exportaciones y contribuirán a la mejora de las expectativas empresariales. Por el lado del gasto de los hogares, algunos indicadores presentan un ligero retraimiento, a tenor con el que se ha producido en los niveles de confianza de los consumidores (véase gráfico 2). Sin embargo, otros segmentos del gasto, sobre todo las ventas de automóviles, conservan una gran fortaleza, lo que ha contribuido a que la inversión en el sector de la construcción haya sido, posiblemente, el único componente de la demanda que no ha reducido su ritmo de aumento interanual durante el segundo trimestre.

GRÁFICO 3

Índices armonizados de precios de consumo



Si estas tendencias se confirman, la demanda nacional podría registrar una tasa de crecimiento interanual del orden del 5,5 % en el segundo trimestre de 1999, medida a partir de la serie del ciclo-tendencia; las importaciones, por su parte, siguen mostrando un notable vigor, en consonancia con el de la demanda, por lo que, aunque las exportaciones alcanzasen un suelo en su proceso de desaceleración —contando con los excelentes resultados de los ingresos de turismo—, la demanda exterior neta volvería a restar unos dos puntos porcentuales al crecimiento del PIB real, dejando su tasa de crecimiento en el 3,5 %, aproximadamente.

(1) Estando cerrado este Informe, se han publicado las cifras de mayo, que no modifican esta valoración. Las importaciones mantienen su dinamismo.

La evolución de los indicadores sobre el empleo en el segundo trimestre se ajusta al comportamiento de las distintas ramas productivas, apreciándose, también, una tendencia hacia la desaceleración. Algo parecido ocurre con la remuneración de los asalariados, lo que, unido al ligero repunte de la productividad, está atenuando el ritmo de crecimiento de los costes unitarios laborales, que sigue siendo considerablemente más elevado que el registrado en los países de la UEM. La mayor presión relativa que ejercen los costes, en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda, se ve reflejada en la evolución del diferencial de inflación de la economía española con el conjunto del área, medido a partir de los IAPC respectivos (véase gráfico 3). El valor de este diferencial en el componente de servicios se ha estabilizado en casi dos puntos a lo largo del período transcurrido del año (llegó a ser de un punto en 1996), y se está ampliando considerablemente en los bienes, por encima de un punto, cuando había sido prácticamente nulo durante los dos años anteriores.

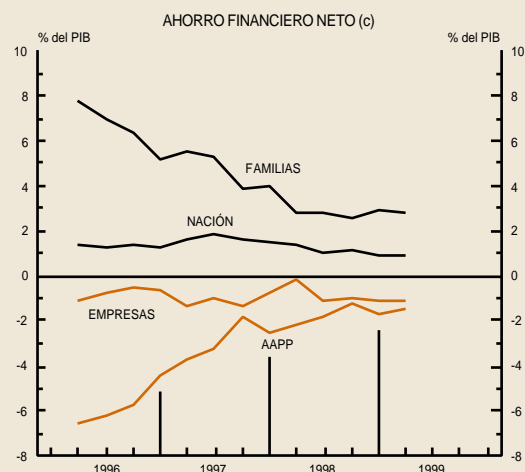
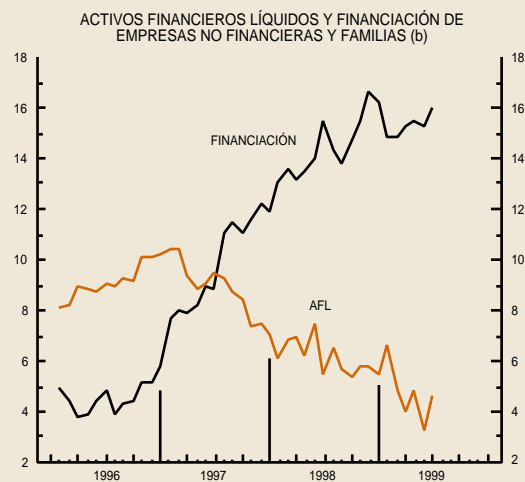
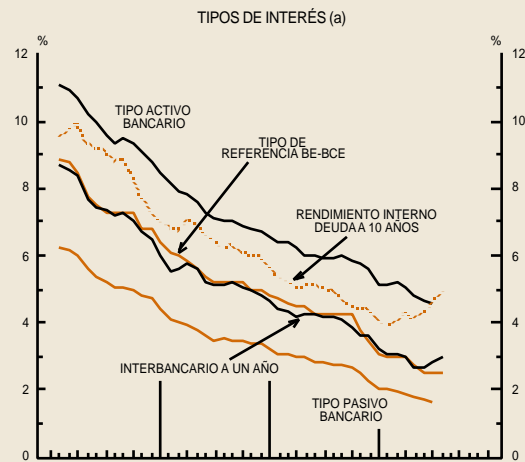
En cuanto a los datos relativos a la evolución del déficit del Estado, los resultados alcanzados en el primer semestre del año han sido muy favorables, constatándose un ritmo de aumento en los pagos que, cuando se corrige de los factores que distorsionan su comparación, se ajusta a los objetivos programados, mientras que el crecimiento de los ingresos supera las previsiones presupuestarias.

Por último, desde el punto de vista financiero, el segundo trimestre se ha caracterizado por una transmisión gradual de las disminuciones de los tipos de interés de política monetaria a los tipos de interés de los activos y pasivos bancarios en España, que han alcanzado, especialmente en el caso de los créditos, niveles muy reducidos. En cambio, las rentabilidades a largo plazo han experimentado un repunte significativo, en línea con la situación del conjunto del área, lo que ha incrementado la pendiente de la curva de rendimientos. La holgura con la que ha venido desarrollándose la financiación bancaria en España ha seguido incentivando el endeudamiento de las familias y de las empresas no financieras, que ha crecido a un ritmo elevado, mientras que ha reducido el atractivo de los activos financieros líquidos en favor de otros activos que ofrecen más rentabilidad —y más riesgo— y de activos reales.

En concreto, la financiación a familias y empresas materializada en crédito bancario y valores de renta fija mantuvo en el segundo trimestre una tasa de expansión del 16 % en términos interanuales, similar a la registrada a finales de 1998 y significativamente superior al ritmo

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

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

de crecimiento del gasto nominal de la economía (véase gráfico 4). Por otro lado, los activos financieros líquidos en poder de familias y empresas mostraron una tasa interanual inferior al 5 % al final del segundo trimestre, más en consonancia con la evolución de la actividad económica. Con la información de las cuentas financieras correspondientes al primer trimestre, se observa que el

ahorro financiero neto de las familias ha mantenido la tendencia de desaceleración iniciada en 1995, lo que resulta coherente con el fuerte crecimiento del crédito bancario a este sector. Esta evolución no afectó al ahorro financiero neto de la nación, en la medida en que el ahorro de las Administraciones Públicas aumentó y el de las empresas se mantuvo constante.

2. El entorno exterior de la zona del euro

A lo largo del segundo trimestre de 1999 se ha ido consolidando la mejoría de la situación económica mundial que ya empezó a atisbarse en los primeros meses del año. Entre los países industrializados, la prolongación de la etapa de crecimiento sostenido en Estados Unidos, el inicio de una nueva fase de reactivación en el Reino Unido y el aumento inesperado del PIB en Japón en el primer trimestre han sido las notas más relevantes. A su vez, la inflación ha permanecido en niveles bajos, a pesar de que en los mercados internacionales los precios del petróleo han continuado la trayectoria alcista que iniciaron en febrero.

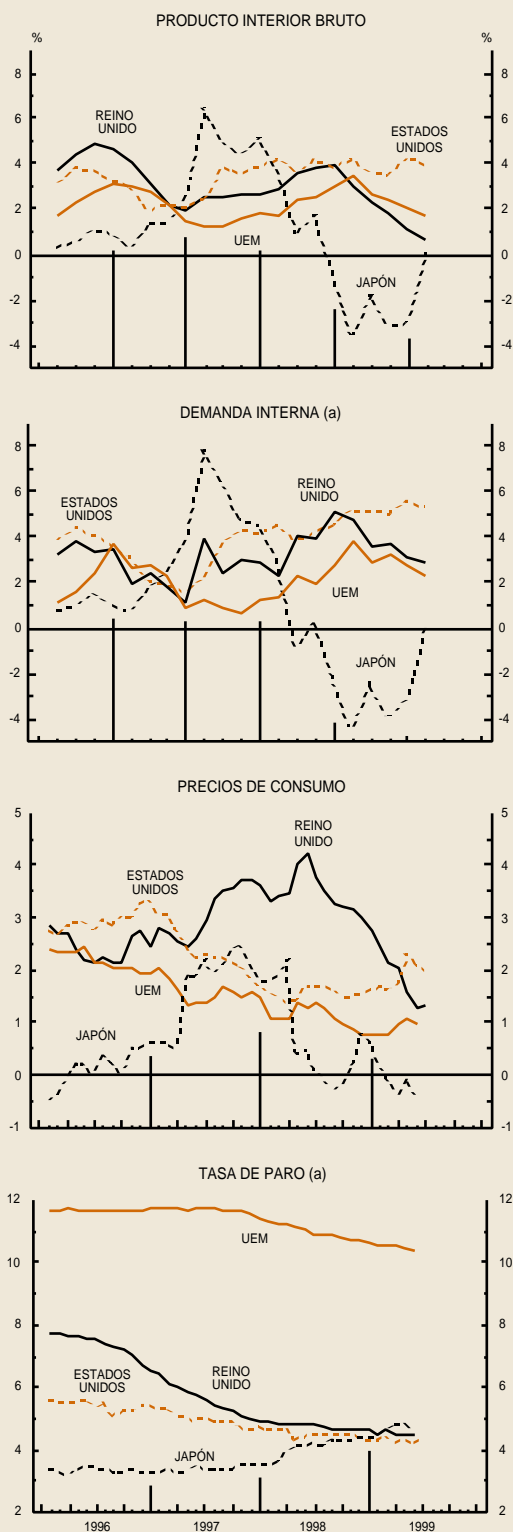
Por lo que respecta a la evolución de las economías con mercados emergentes, en los meses transcurridos de 1999 se ha confirmado el final de la crisis de los países del sudeste asiático, y algunos de ellos, como es el caso de Corea, están ya registrando tasas de crecimiento positivas. Asimismo, la situación económica de Rusia ha mostrado algunos signos de mejora en los últimos meses.

En Latinoamérica, el impacto derivado de la crisis padecida por Brasil sigue siendo el principal condicionante de la situación económica del área, si bien cabe señalar que sus efectos sobre los mercados financieros internacionales fueron menores de los esperados y que sus consecuencias se han circunscrito especialmente a los países del Mercosur. En este contexto, la recesión económica que está experimentando la economía brasileña está siendo menos intensa de la prevista, la inflación ha repuntado muy moderadamente tras la devaluación del real y las políticas de ajuste fiscales instrumentadas permiten anticipar el cumplimiento de los objetivos fiscales propuestos para este año. En cambio, Argentina es el país del área latinoamericana que está viéndose más afectado por la crisis brasileña, debido a la estrecha relación comercial que los une (el 30 % de las exportaciones argentinas se dirigen a Brasil). No obstante, en la medida que se vaya confirmando la recuperación de Brasil en los próximos meses, el efecto de arrastre que ejercerá sobre el área en general y sobre la economía argentina en particular podría mejorar las perspectivas económicas de la zona.

A lo largo del segundo trimestre, la economía de Estados Unidos ha seguido creciendo a un ritmo sostenido, similar al de los tres meses anteriores (4 % en tasa interanual). De acuerdo con los indicadores disponibles, la composición del crecimiento habría sido similar a la del primer trimestre, con una demanda interna muy dinámica (véase gráfico 5) y una contribución negativa del sector exterior. La pérdida de competitividad que supone la fuerte aprecia-

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

(a) Porcentaje de la población activa.

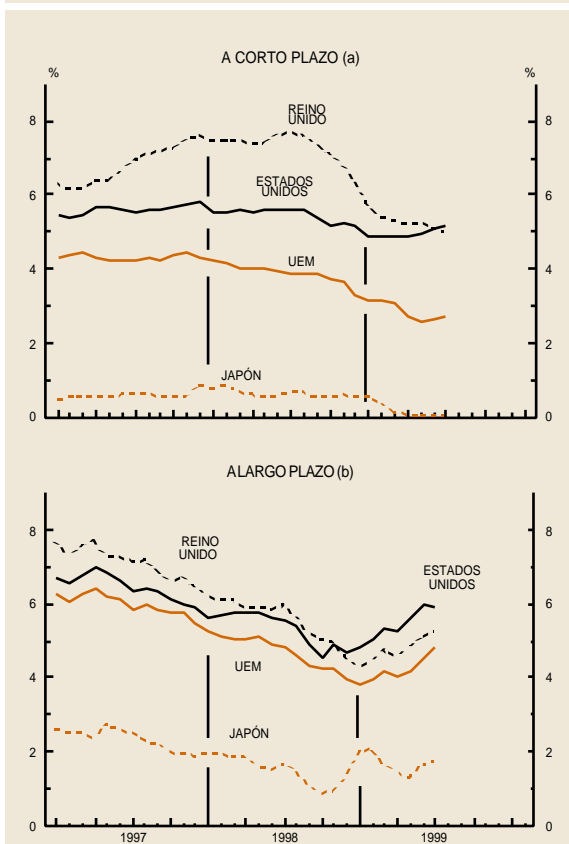
ción acumulada por el dólar —un 7 % entre enero y julio en términos efectivos reales frente al conjunto de países desarrollados— junto con la atonía de los mercados exteriores explican el comportamiento negativo de las exportaciones, lo que, unido a la mayor demanda de importaciones, está traduciéndose en un aumento continuado del déficit comercial y corriente desde comienzos de año. Así, el saldo negativo de la balanza comercial acumulado en los cinco primeros meses del año era un 30 % superior al correspondiente al mismo período de 1998.

En el segundo trimestre, la tasa de paro se mantuvo entre el 4,2 % y 4,3 % de la población activa. Pese al fuerte ritmo de actividad, los precios de consumo siguieron creciendo a tasas muy moderadas. El repunte de la inflación en abril —hasta un 2,3 % en tasa interanual—, como consecuencia básicamente del incremento de los precios de los productos energéticos, no continuó en los dos meses posteriores. Así, en junio, los precios aumentaron un 2 % respecto al mismo mes del año anterior, tasa que se revisa hasta el 2,1 % si se excluyen del índice general los precios de la energía y de la alimentación.

En Japón, en el primer trimestre de 1999, el PIB creció un 0,1 % en tasa interanual (1,9 % respecto al trimestre anterior), claramente por encima de las previsiones. Este resultado, que ha supuesto una ruptura de la tendencia descendente que venía siguiendo la producción japonesa desde el cuarto trimestre de 1997, vino asociado a una sensible e inesperada mejora de la demanda interna, tanto por el lado del consumo privado —que aumentó un 0,8 % interanual— como de la inversión privada, cuyo ritmo de caída fue sustancialmente inferior al de trimestres anteriores. Los indicadores de actividad disponibles para el segundo trimestre no arrojan todavía una señal clara y robusta de que la reactivación económica haya continuado, si bien la producción industrial ha moderado su anterior ritmo de descenso, el sector de construcción parece haber tocado fondo y la última encuesta trimestral de expectativas empresariales apuntó una mejoría de las mismas para el conjunto de las grandes empresas manufactureras. Por su parte, la tasa de paro se redujo ligeramente, hasta el 4,6 %, en mayo, aunque el nivel de empleo ha continuado descendiendo. Los precios de consumo y los precios industriales han seguido creciendo a tasas negativas (−0,4 % y −3,4 % interanual en mayo, respectivamente), lo que indica la persistencia de presiones deflacionistas. En el sector exterior, la pérdida de competitividad que supuso la apreciación del yen en la segunda mitad de 1998 —un 25 % en términos reales entre agos-

GRÁFICO 6

Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

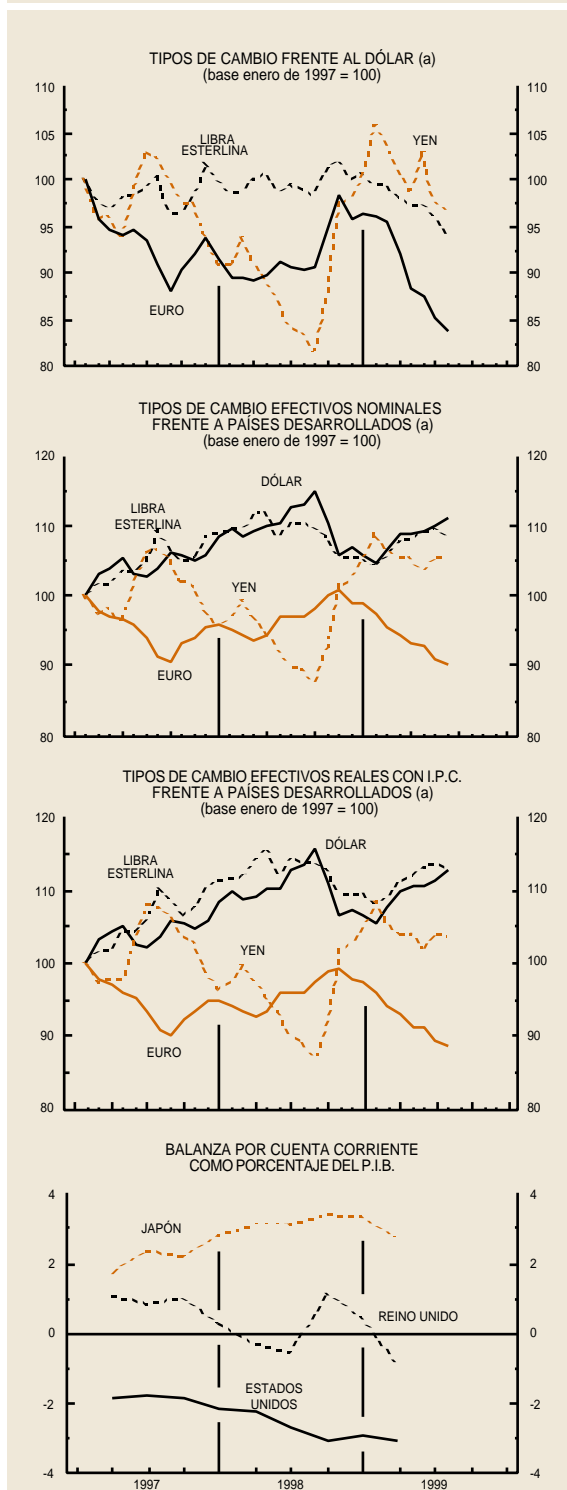
- (a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999: EURIBOR a tres meses.
- (b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: media ponderada de los once países.

to de 1998 y enero de 1999 frente al conjunto de países industrializados— se está reflejando en una reducción significativa de los excedentes comercial y corriente japonés.

Por lo que se refiere a las economías de la UE que no son actualmente miembros de la UEM, cabe señalar la senda de recuperación moderada y gradual del crecimiento económico que se perfila en el Reino Unido, a partir de la evolución positiva de los últimos indicadores de actividad disponibles. En el mercado de trabajo, el paro ha descendido hasta el 4,4 % de la población activa en junio. Esta evolución ha venido, además, acompañada por una clara moderación de la inflación: el incremento interanual de los precios al por menor, excluidos los pagos de intereses por hipotecas, fue un 2,2 % en junio (2,7 % en marzo), inferior al 2,5 % establecido como objetivo. El curso favorable de los salarios y la apreciación de la libra son algunos

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, BIS 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) El euro se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BIS a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

de los factores que explican el descenso de la inflación en este país.

Respecto a las políticas económicas, la consolidación fiscal ha proseguido en las principales economías del área anglosajona. En Estados Unidos, el superávit federal, en mayo, se elevó a 24 mm de dólares y se prevé que al cierre del presente año fiscal dicho saldo positivo sea ligeramente superior al programado; la capacidad de financiación del conjunto de las Administraciones Públicas en 1999 se situaría, según distintas previsiones, entre el 1 % y el 2 % del PIB. En el Reino Unido, la consolidación de un mayor ritmo de crecimiento en los próximos meses podría ayudar a mantener, en 1999, un déficit público inferior al 1 % del PIB. Por el contrario, en Japón, las necesidades de financiación públicas para el año actual podrían situarse, en principio, en torno al 8 % del PIB, si bien la posibilidad de que se introduzca un nuevo paquete fiscal expansivo en el último trimestre del año podría elevar finalmente esa cifra.

Por lo que se refiere a la política monetaria, en Estados Unidos, la Reserva Federal elevó, el pasado 30 de junio, el tipo objetivo de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 5 %. Dicha medida fue presentada como una anticipación ante futuras tensiones inflacionistas, dado el elevado ritmo de crecimiento económico, el bajo nivel de la tasa de paro en el país y el aumento de los precios de las materias primas energéticas. No obstante, el incremento del tipo de interés oficial estuvo acompañado por el anuncio, por parte de la Reserva Federal, de mantener un sesgo neutral en la instrumentación de la política monetaria en los próximos meses, lo que ha contribuido a moderar las expectativas de aumentos adicionales de tipos en el futuro más inmediato. En cambio, el Banco de Inglaterra volvió a reducir su tipo básico el pasado 10 de junio (por cuarta vez desde comienzos de 1999) en un cuarto de punto, hasta el 5 %, dada la desaceleración de la tasa de inflación en los meses transcurridos del presente año. En Japón, finalmente, las autoridades monetarias han mantenido estables, y en niveles próximos a cero, los tipos oficiales de intervención.

En cuanto a los mercados monetarios y financieros, en Estados Unidos, el tipo de interés a tres meses aumentó ligeramente entre los meses de abril y julio (véase gráfico 6). El repunte de los tipos de interés a largo plazo en ese mismo período fue de mayor entidad, hasta situarse alrededor del 6 % desde mediados de junio. En el Reino Unido, por su parte, el descenso de los tipos de interés a corto plazo que siguió al nuevo recorte del tipo de interés oficial estuvo acompañado de un ligero incremento de los tipos a diez años, que se han colocado por encima del 5 %. Por último, en Japón, mientras que los tipos de interés a los plazos más cortos permanecían invariables y cercanos a cero, el rendimiento de la deuda pública a diez años ascendió de nuevo hasta el 1,7 %. En los mercados de valores, la tendencia general ha sido al alza, algo más acentuada en el caso de Japón, al hilo de los mejores datos económicos. En Estados Unidos, el comportamiento de los índices bursátiles ha sido algo más volátil y, desde mediados de mayo, han frenado, en cierta medida, la trayectoria alcista, aunque permanecen todavía en niveles muy elevados.

Finalmente, en los mercados cambiarios el dólar ha seguido apreciándose frente a las principales monedas (véase gráfico 7). Frente al euro, la moneda estadounidense se apreció un 5 % entre abril y julio (un 15 % desde comienzo de año), si bien, desde mediados de julio, el euro ha tendido a recuperar posiciones frente al dólar, de modo que en las dos últimas semanas de dicho mes cotizaba por encima de los 1,06 dólares por euro. Frente al yen, el dólar se apreció algo más de un 1 % entre abril y julio. No obstante, la fortaleza de la moneda japonesa, una vez conocido el aumento del PIB en el primer trimestre, ha ocasionado intervenciones en los mercados de cambios, no solo del Banco de Japón, sino, ocasionalmente, también del BCE y de la Reserva Federal, con el fin de evitar que un deterioro adicional de la competitividad merme las posibilidades de reactivación económica de Japón. Por último, entre abril y julio, el dólar se apreció frente a la libra esterlina cerca de un 3 %. En términos efectivos nominales frente al conjunto de países desarrollados, la apreciación del dólar en este período fue del 2 %.

3. La zona del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la información disponible, en la primer mitad de 1999 la actividad económica de la zona del euro ha ido recuperándose, tras la desaceleración que se observó a lo largo de 1998. Este comportamiento obedece a la mejora paulatina de los principales mercados de exportación de la zona, sobre todo si se tiene en cuenta que la crisis de las economías emergentes fue una de las principales razones de la reducción del ritmo de producción de los países de la UEM. En el segundo trimestre, la tasa de paro del conjunto del área se redujo muy ligeramente y la inflación se situó nuevamente por debajo del 1 % en junio, a pesar del sesgo alcista inducido por el aumento de los precios de la energía.

Los datos de contabilidad nacional correspondientes al primer trimestre de 1999 (2) sugieren que la actividad económica del área inició un cambio de tendencia en dicho período. Así, aunque el crecimiento interanual del PIB (1,8 %) fue algo inferior al del trimestre anterior (2 %), la tasa de variación intertrimestral (0,5 %) superó en dos décimas a la del cuarto trimestre de 1998, rompiendo de esta forma la trayectoria bajista que venían mostrando estas tasas desde finales de 1997. El avance de la demanda interna fue el principal motor del crecimiento, y todos sus componentes registraron incrementos significativos. Así, en tasas interanuales, el consumo privado creció un 2,8 % y la formación bruta de capital fijo un 3,2 %. Por otro lado, la variación de existencias, después de haber alcanzado niveles muy elevados en 1998, redujo 0,8 puntos porcentuales el crecimiento del PIB (véase gráfico 8). Finalmente, la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo negativa, aunque en una cuantía menor que en los trimestres previos. Las exportaciones crecieron un 0,4 % interanual, mientras que las importaciones aumentaron un 2,3 % (1,3 % y 4,6 % en el trimestre anterior, respectivamente).

Por lo que se refiere a los resultados individualizados de las economías de la zona del euro, en el primer trimestre de 1999 se redujo el grado de diacronía entre los seis países para los que se dispone información: la tasa de variación interanual más elevada de los PIB nacionales fue la de Finlandia (3,9 %), mientras que la más reducida correspondió a Alemania, (0,8 %). Cabe señalar que la mayor convergencia se ha alcanzado, sobre todo, por la recupera-

(2) La estimación del PIB de este trimestre combina criterios metodológicos mixtos según los países. La mayoría de ellos ha calculado sus cifras de acuerdo con los criterios del SEC 95, mientras que otros lo han hecho sobre la base todavía del SEC 79.

Área del euro. Indicadores cualitativos

	1989-1998	1998	1998			1999		1999					
			II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
ENCUESTA MENSUAL (SALDOS DE RESPUESTAS):													
Confianza industrial	-8	0	2	-1	-5	-10	-11	-8	-11	-12	-11	-11	-10
Valoración pedidos	-18	-4	-1	-4	-11	-19	-20	-15	-19	-22	-19	-20	-20
<i>Pedidos exteriores</i>	-20	-5	-3	-5	-15	-23	-24	-19	-24	-27	-24	-23	-24
Valoración stocks	11	8	7	8	10	14	14	13	14	14	14	14	13
Confianza construcción	-22	-19	-22	-13	-15	-9	-7	-9	-9	-9	-7	-8	-6
Valoración pedidos	-30	-25	-28	-19	-21	-17	-14	-19	-18	-15	-13	-16	-12
Confianza minoristas	-7	-2	-4	-1	-3	-3	-4	0	-4	-6	-1	-3	-9
Confianza consumidores	-14	-5	-5	-5	-2	0	-4	0	0	-1	-3	-4	-5
Índice de sentimiento económico													
(base 1985 = 100)	101,2	104,0	104,9	104,4	103,7	104,1	103,9	104,4	104,1	103,9	104,1	103,8	103,8
ENCUESTA TRIMESTRAL:													
Utilización cap. productiva (grado en %)	81,8	82,6	81,9	83,7	82,8	81,9	81,9						

Fuente: Comisión Europea.

ción que han registrado las economías que, como Alemania e Italia, habían sufrido con especial intensidad el impacto de la crisis internacional sobre su nivel de producción, habida cuenta de su mayor grado de exposición a la evolución de los mercados exteriores. No obstante, el incremento del PIB de estos dos países en el primer trimestre ha seguido siendo inferior al de la media del área.

Los indicadores relativos a la evolución de la actividad en la zona del euro durante el segundo trimestre tienden a corroborar que se está dando una recuperación. El indicador general de sentimiento económico del área que elabora la Comisión Europea, aunque descendió ligeramente en la media del segundo trimestre, ha tendido a estabilizarse y se mantiene en niveles históricamente elevados. Sin embargo, persiste una cierta dicotomía entre la confianza de empresarios y consumidores (véase cuadro 1). Por un lado, la confianza industrial ha mejorado respecto al mínimo alcanzado en marzo, en respuesta, en buena medida, a la recuperación de las carteras de pedidos, sobre todo los procedentes de los mercados exteriores. Asimismo, las expectativas de producción han venido creciendo desde febrero. También en el sector de la construcción el indicador de confianza ha tendido a repuntar ligeramente. Por otro lado, la confianza de los consumidores ha continuado disminuyendo, aunque se encuentra todavía en niveles históricamente elevados y las intenciones de compra han aumentado. En cualquier caso, otros indicadores de consumo (las ventas

de automóviles y las ventas minoristas, entre otros) siguen reflejando un crecimiento sostenido del mismo.

La información disponible para los países de la zona del euro apunta en la misma dirección, siendo especialmente relevantes la mejora del clima empresarial en Alemania y la revisión al alza de las previsiones oficiales del crecimiento del PIB para el conjunto del año en este país, que contribuye a reafirmar las perspectivas de reactivación en el área monetaria común en la segunda mitad del año. Asimismo, la recuperación que está experimentando el entorno exterior, unida a la ganancia de competitividad del euro frente a los países desarrollados desde comienzos de año —9 %—, favorecerá que la contribución del sector exterior al crecimiento del área vaya haciéndose menos negativa. La mayor incertidumbre para el crecimiento reside, en estos momentos, en si continuará o no en los próximos meses el ajuste de existencias observado en el primer trimestre, dados el carácter altamente volátil de las mismas y los problemas de medición que las rodean.

La evolución del mercado de trabajo en la zona continúa condicionada por la pérdida de vigor de la actividad en 1998. Así, el empleo viene creciendo a tasas descendentes desde mediados del año pasado, lo que impide que el desempleo se reduzca a mayor ritmo: entre marzo y mayo, la tasa de paro ha permanecido estabilizada en torno al 10,3 % de la población activa.

En cuanto a la situación de los precios, hay que destacar que a lo largo del segundo trimestre ha seguido manteniéndose la tónica de estabilidad, a pesar del aumento experimentado por los precios del petróleo —un 75 % desde febrero—. De este modo, el crecimiento interanual del IAPC del área, tras repuntar hasta el 1,1 % en abril, se ha situado en el 0,9 % en junio. Al explicar esta evolución, hay que considerar que, aunque los precios de los productos energéticos han experimentado un incremento muy significativo, su impacto alcista sobre el índice general se ha visto compensado por el descenso de los precios de los servicios y, muy especialmente, de los alimentos. Todo ello ha favorecido que el diferencial entre la inflación de los servicios y la de los bienes se haya reducido desde 1,4 puntos porcentuales en enero hasta 0,9 puntos en junio (véase gráfico 9).

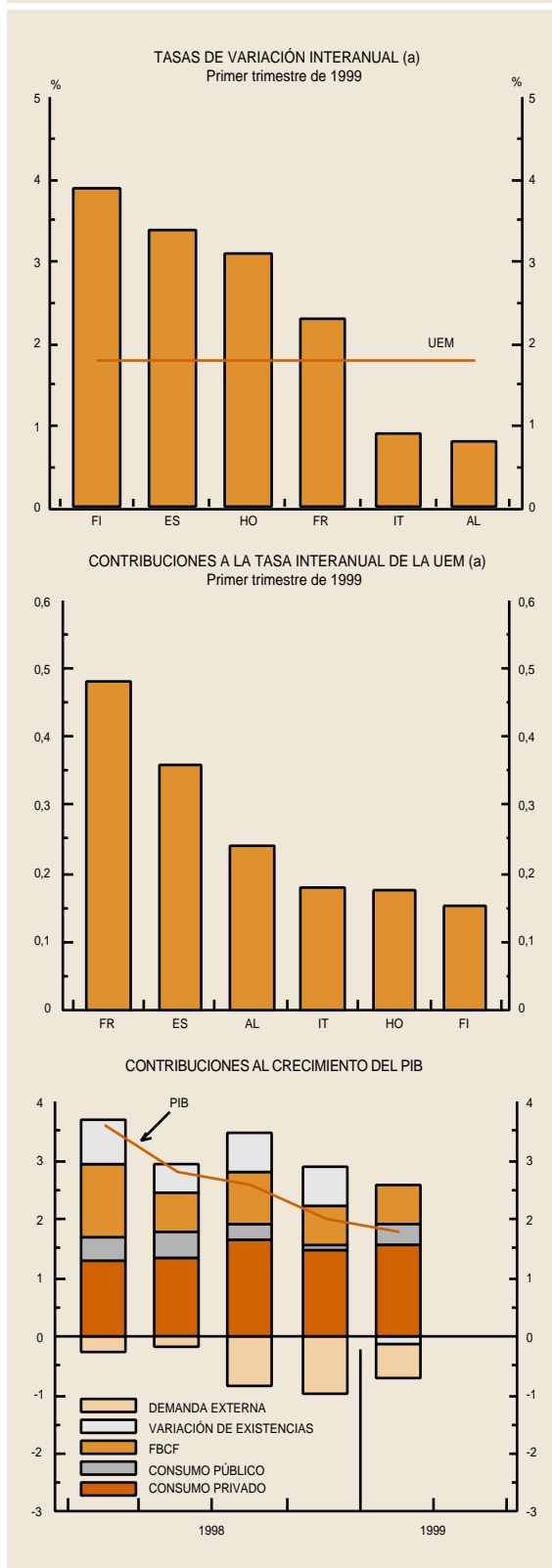
Por países, la convergencia entre las tasas de inflación nacionales ha aumentado, según corrobora el que el grado de dispersión de las mismas, medido por la diferencia entre los valores máximo y mínimo, haya pasado de 2,3 puntos porcentuales en enero a 1,9 puntos porcentuales en junio. Sin embargo, si se analizan las diferencias entre las tasas de crecimiento nacionales de los precios de los servicios —el componente más inflacionista del IAPC en todos los países—, los resultados son muy distintos, observándose que, entre enero y junio, dicho diferencial se ha ampliado en 0,6 puntos porcentuales.

En el futuro próximo, existen ciertos riesgos de que la evolución de la inflación del conjunto del área pueda verse sesgada al alza, aunque sin poner en peligro la estabilidad de precios. Tales riesgos están asociados a la evolución de los precios del petróleo, que, tras una ligera corrección en mayo, han crecido muy significativamente en las últimas semanas y parece poco probable que puedan reducirse sustancialmente en lo que resta de año; al comportamiento de los precios de las materias primas no energéticas, que han mostrado, asimismo, una cierta tendencia alcista; a que las revisiones salariales acordadas a primeros de año en algunos países no se vean compensadas por incrementos de productividad y se trasladan a los precios finales; y, por último, a la depreciación acumulada por el euro desde principios de año.

Desde el mes de mayo, el BCE publica las cuentas exteriores del conjunto del área. Así, según datos todavía provisionales, en los cinco primeros meses de 1999 el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 18,5 mm de euros (19,4 mm en el mismo período de 1998). En ese mismo período, el saldo de la balanza comercial fue de

GRÁFICO 8

PIB en la UEM

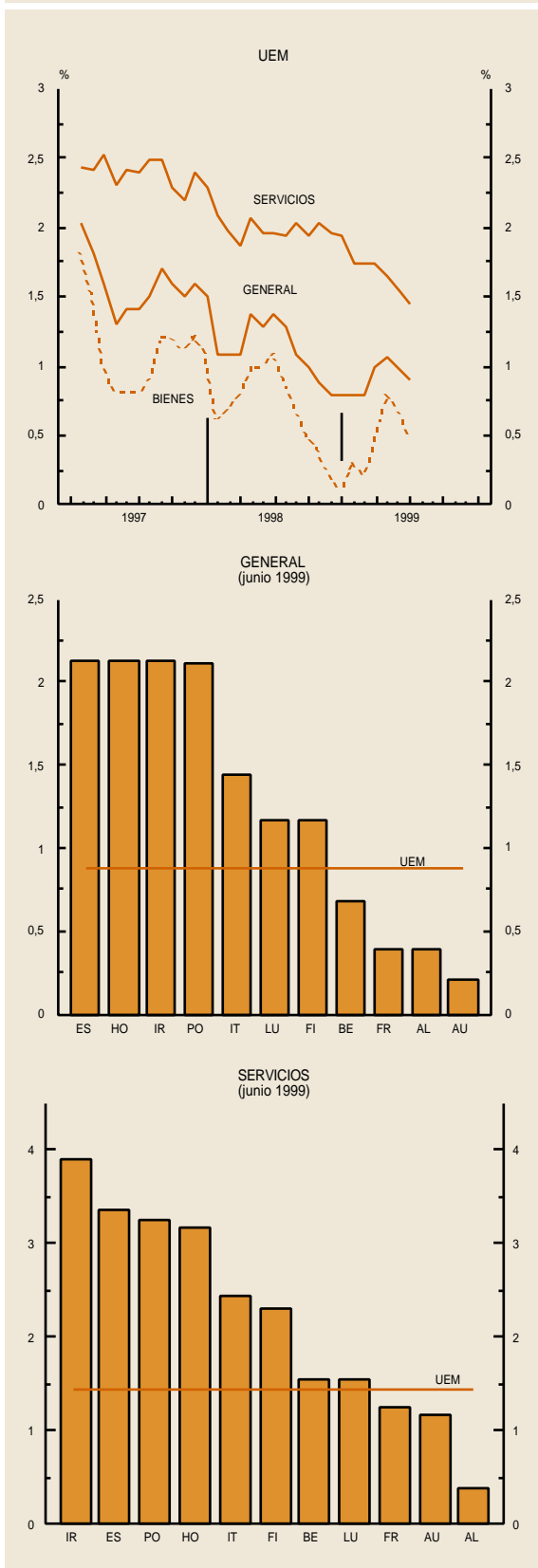


Fuente: Eurostat.

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

GRÁFICO 9

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



Fuente: Eurostat.

34,1 mm de euros, 9,5 mm inferior al registrado en 1998. En la balanza de servicios, los pagos fueron superiores a los cobros en 3,5 mm de euros; asimismo, la balanza de rentas y la de transferencias tuvieron saldos deficitarios (1,1 y 11,1 mm de euros, respectivamente).

En el ámbito presupuestario, en el conjunto del área no se esperan progresos adicionales en el proceso de consolidación presupuestaria en 1999, particularmente si se tiene en cuenta que las cifras definitivas de 1998 mostraron unos resultados mejores que los previstos (véase cuadro 2). Según las estimaciones disponibles, el saldo ajustado por el ciclo se mantendría inalterado en relación con 1998, mientras que el déficit observado registraría una ligera disminución, que sería el resultado, principalmente, de una caída en la carga de intereses. Asimismo, cabe señalar que la composición del crecimiento del producto observada en los meses transcurridos de 1999 resulta favorable para la recaudación impositiva, en particular la fortaleza del consumo privado. En todo caso, esta valoración agregada oculta situaciones diversas en los países del área, tal y como se observa en el cuadro 2.

Por lo que se refiere a la programación fiscal de los próximos años, dos países, Alemania e Italia, han hecho públicos sus planes a medio plazo. El gobierno alemán ha presentado las líneas maestras del presupuesto federal para el año 2000 y de su estrategia fiscal hasta el año 2003. Las autoridades contemplan un amplio catálogo de medidas, pendiente todavía de detalles adicionales. Para el próximo año, se ha anunciado una disminución del gasto federal en un 1,5 %, que compensaría la prevista reducción de la presión fiscal, situando el déficit federal en el 1,2 % del PIB. El gobierno italiano, por su parte, ha reafirmado, a través del Documento de Programación Económico-Financiera para el período 2000-2003, los objetivos de déficit para los dos próximos años contenidos en el Programa de Estabilidad, aunque se alcanzarían con un superávit primario inferior en medio punto porcentual del PIB, aproximadamente. Para el año 2003 se contempla alcanzar el equilibrio presupuestario, principalmente mediante el control del gasto primario corriente.

En un marco en el que la política fiscal está orientada a la consecución de objetivos de medio plazo —mediante posiciones próximas al equilibrio presupuestario en condiciones cíclicas neutras—, la mayor o menor lejanía respecto a estos objetivos condiciona las posibilidades de un uso contracíclico de la política fiscal. Además, las posiciones de los distintos países en el ciclo económico difieren entre sí. Para los que se encuentran más avanzados en

CUADRO 2

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

	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (b)
Bélgica	-4,9	-4,0	-3,1	-1,9	-1,3	-1,3
Alemania	-2,6	-3,3	-3,4	-2,7	-2,1	-2,0
España	-6,2	-7,1	-4,5	-2,6	-1,8	-1,6
Francia	-5,8	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9	-2,3
Irlanda	-1,5	-2,1	-0,3	1,1	2,3	1,7
Italia	-9,2	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7	-2,0
Luxemburgo	2,7	1,8	2,8	2,9	2,1	1,1
Países Bajos	-3,8	-4,0	-2,0	-0,9	-0,9	-1,3
Austria	-5,0	-5,1	-3,7	-1,9	-2,1	-2,0
Portugal	-6,0	-5,7	-3,3	-2,5	-2,3	-2,0
Finlandia	-6,6	-4,6	-3,1	-1,2	1,0	2,4
PRO MEMORIA:						
UEM						
Saldo primario (a)	0,3	0,7	1,3	2,5	2,4	
Saldo total (a)	-5,1	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1	
Deuda pública	70,8	74,8	76,1	75,4	73,6	
Fuente: BCE (hasta 1998).						
(a) Déficit (-) / superávit (+).						
(b) Programas de estabilidad y convergencia nacionales.						

el mismo, ambas consideraciones hacen aconsejable la adopción de una orientación especialmente restrictiva de la política fiscal, a fin de evitar el afloramiento de tensiones inflacionistas y de consolidar los progresos realizados hacia los objetivos de medio plazo. Por el contrario, en los países en los que la desaceleración de la actividad económica se ha manifestado con una mayor intensidad —que tienden a coincidir con los que mantienen una posición estructural más desfavorable—, no existe apenas margen para que los estabilizadores automáticos contribuyan al sostenimiento de la actividad.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el segundo trimestre de 1999 las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro mantuvieron, en general, un carácter acomodante, en un marco de perspectivas de crecimiento relativamente débil en la zona, sin riesgos significativos para la estabilidad de precios. Sin embargo, hay que señalar que la configuración de estas condiciones registró cambios significativos a lo largo del período considerado.

Como se señaló en el anterior «Informe trimestral», a comienzos de año la situación económica de la zona del euro se caracterizaba por unas expectativas de crecimiento relativamente pesimistas y por una tasa de inflación muy reducida. En este contexto, el Consejo de

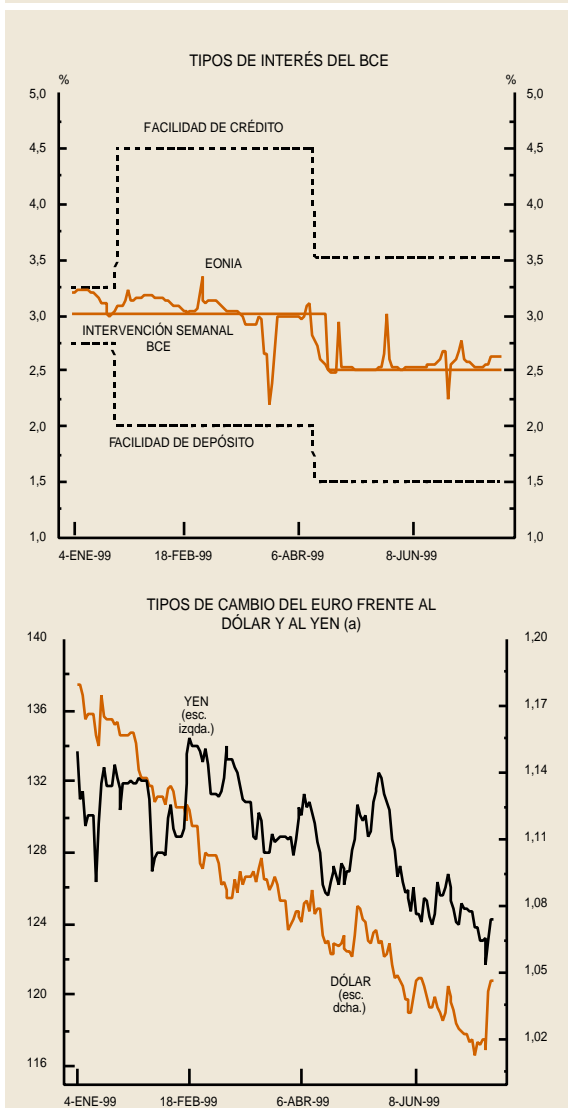
Gobierno del BCE, en su reunión del 8 de abril, decidió reducir en 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 2,5 %, disminuyendo, simultáneamente, los tipos de las facilidades permanentes de crédito y de depósito hasta el 3,5 % y el 1,5 %, respectivamente, desde el 4,5 % y 2,5 % (véase gráfico 10). Este recorte en los tipos oficiales del Eurosistema fue superior al previsto por parte de los mercados y dio lugar, en abril, a disminuciones de los tipos de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos.

El entorno exterior en el segundo trimestre estuvo presidido por las expectativas de elevación del tipo de interés de la Reserva Federal, que, según se ha mencionado previamente en este Informe, se materializaron finalmente el 30 de junio. Por otro lado, en el ámbito de la UEM se vislumbraron ciertos signos de recuperación en el ritmo de actividad a partir del mes de mayo. Estos factores propiciaron, a partir de dicho mes, movimientos al alza en los tipos de interés de la UEM, que fueron más intensos en los plazos más largos, con lo que estos se situaron en niveles superiores a los mantenidos a finales de 1998.

En relación con los tipos de interés a plazos más cortos, los tipos de los depósitos interbancarios experimentaron incrementos a partir del plazo de seis meses (véase gráfico 11). Con la última información disponible, el EURIBOR a seis meses se situaba, el 20 de julio, en torno

GRÁFICO 10

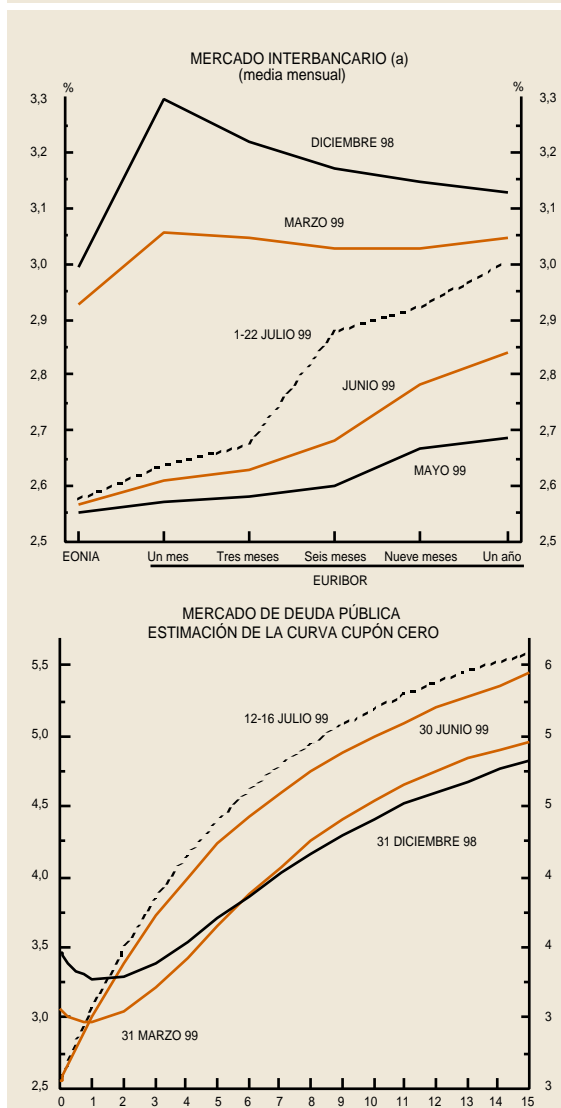
Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro



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

GRÁFICO 11

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



Fuentes: Banco de España y BCE.
(a) En diciembre de 1998, media de los tipos de interés interbancarios de los países del área del euro.

a 35 puntos básicos por encima del nivel medio alcanzado en mayo, mientras que en el caso del EURIBOR a doce meses el aumento era de 41 puntos básicos. En consecuencia, la pendiente de la curva EURIBOR ha aumentado significativamente en las últimas semanas, pasando la diferencia entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, de 11 puntos básicos en mayo, a 23 puntos básicos en junio y a 43 puntos básicos el 20 de julio. En cambio, los tipos de los depósitos interbancarios a tres meses y a plazos inferiores apenas han registrado cambios en el mismo período.

Por su parte, los tipos de interés a más largo plazo también experimentaron ascensos significativos en los últimos meses. En este caso, los primeros incrementos comenzaron a constatar-se en los primeros meses del año, de forma que ya en febrero y marzo tuvieron lugar aumentos en los tipos de los bonos a diez años respecto al nivel mínimo, inferior al 4 %, observado en enero. En todo caso, esa evolución se intensificó a partir de mayo, y, en la actualidad, los tipos se sitúan en torno al 5 %, lo que supone más de un punto porcentual por encima de los valores a comienzos de 1999. Como consecuencia de estos movimientos, los diferenciales

de tipos de interés a largo plazo frente a Estados Unidos tendieron a reducirse, sobre todo a partir del 30 de junio, fecha en la que la Reserva Federal decidió aumentar su tipo de intervención y los tipos de interés a largo plazo estadounidense tendieron a moderar su trayectoria alcista. Así, el diferencial entre Estados Unidos y la zona del euro disminuyó en la primera parte de julio hasta niveles en torno a los 115 puntos básicos, tras haberse situado por encima de los 140 puntos básicos durante los meses de mayo y junio.

Inicialmente, los movimientos al alza en los tipos de interés de la zona del euro y la disminución del diferencial a largo plazo con la deuda de Estados Unidos no frenaron la tendencia a la depreciación del euro frente al dólar durante el segundo trimestre, en el que el tipo de cambio del euro se debilitó alrededor de un 5 % frente a la divisa estadounidense, hasta alcanzar una depreciación acumulada del 12 % respecto a la cotización media mantenida en el mes de enero. Sin embargo, a mediados de julio el tipo de cambio del euro se estabilizó, para iniciar, después, un proceso de apreciación, que se mantenía a la fecha de cierre de este Informe (véase gráfico 10).

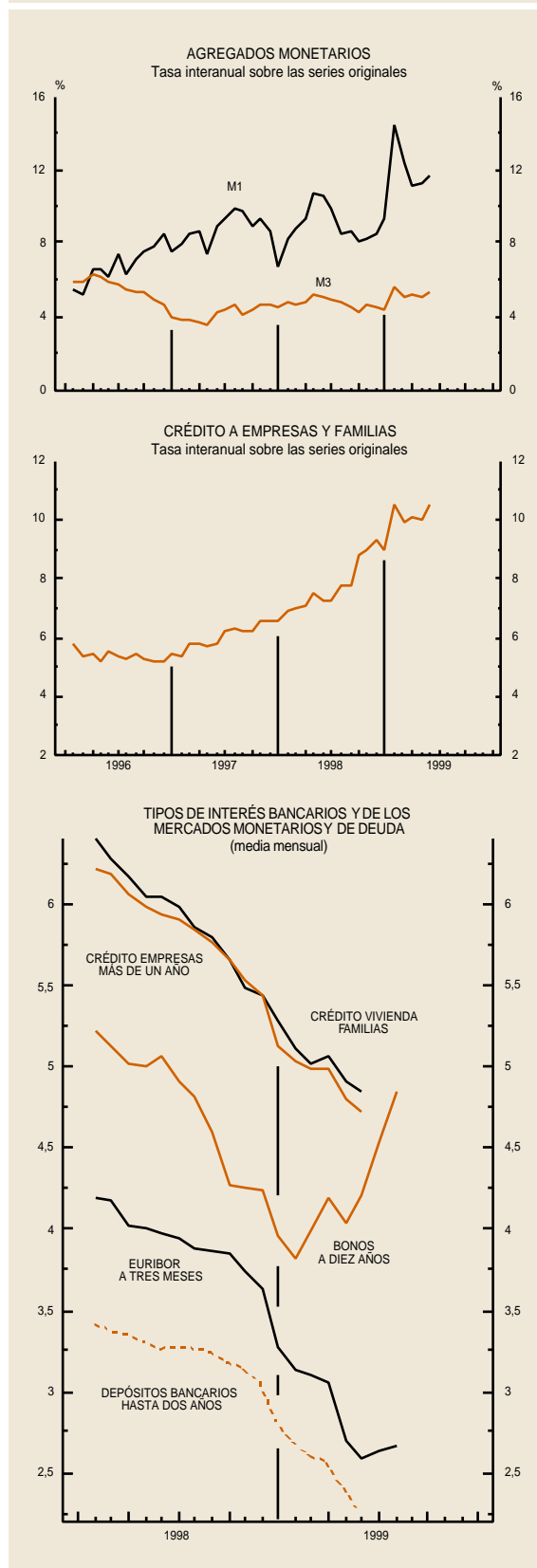
Por lo que respecta a los tipos de interés bancarios, la parte inferior del gráfico 12 muestra que, hasta el mes de mayo, los tipos de interés de los créditos bancarios a empresas y a familias han seguido descendiendo, reflejando con cierto retraso la disminución de los tipos de interés de mercado que tuvo lugar en trimestres anteriores.

Pese al aumento de los tipos de interés a largo plazo en el segundo trimestre, los mercados de renta variable de la zona del euro registraron, como el resto de las bolsas internacionales, una cierta mejoría, como consecuencia de las más favorables perspectivas económicas en la zona. Así, el índice *Dow Jones EURO STOXX* amplio experimentó, desde el mes de marzo y hasta el 15 de julio, un aumento en torno al 8,5 %, al tiempo que ha disminuido su volatilidad respecto al patrón exhibido en meses anteriores.

Las mejores perspectivas económicas y los reducidos niveles de los tipos de interés a corto plazo también se han reflejado en la evolución de los agregados monetarios y crediticios, que, con información hasta el mes de mayo, han presentado un comportamiento relativamente expansivo (véase gráfico 12). El agregado monetario de referencia (M3) registró crecimientos interanuales en torno al 5 % en abril y mayo, y su media móvil en los últimos tres meses se situó en el 5,2 %. Esta evolución se debió, fundamentalmente, al fuerte crecimiento de la demanda de los depósitos a la vista, que, tras

GRÁFICO 12

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



Fuentes: Banco de España y BCE.

la desaceleración mostrada en marzo, volvieron a dar muestras de un renovado dinamismo en abril y mayo. Así, M1 mostró crecimientos interanuales superiores al 11 % en estos dos meses. Entre el resto de activos financieros incluidos en M3, solo la demanda de participaciones en fondos del mercado monetario presentó una gran fortaleza, con un crecimiento interanual en torno al 15 % en el mes de mayo.

Respecto a las contrapartidas de M3, se mantuvo el elevado crecimiento de la financiación a los sectores residentes en la zona del euro, que alcanzó casi el 8 %, en términos interanuales, en mayo. Esta evolución siguió reflejando la fuerte expansión de la financiación a empresas no financieras y familias, que registró un crecimiento interanual del 10,5 % en mayo, y un crecimiento muy moderado de la financiación a las Administraciones Públicas (1,2 %). Por su parte, los pasivos a más largo plazo no incluidos en M3 mostraron, en general, un comportamiento bastante estable, con un crecimiento interanual en torno al 5 %. La diferencia entre, por un lado, el crecimiento del crédito y, por otro, de M3 y otros pasivos se financió mediante una disminución de la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria durante el segundo trimestre, la liquidez proporcionada por el Eurosistema a través de las operaciones principales de financiación (75 % del total) y de las operaciones a más largo plazo (25 % del total) hizo posible que el tipo de interés interbancario a un día, EONIA, se mantuviera en niveles entre el 2,5 % y el 2,6 %, alrededor de 30 puntos básicos por debajo de los niveles medios mantenidos en el mes de marzo. Los porcentajes de prorrateo aplicados por el Eurosistema en las subastas de las operaciones principales de financiación continuaron siendo muy pequeños a lo largo del segundo trimestre y, en especial, en las últimas semanas, en las que el porcentaje de adjudicación ha variado entre el 4 % y el 7 %. La liquidez neta proporcionada por el Eurosistema en los períodos de mantenimiento tercero, cuarto y quinto, correspondientes al segundo trimestre, se elevó a 175,5, 167 y 176,7 mm de euros, respectivamente, que fue suficiente para cubrir las necesidades de liquidez de las entidades por coeficiente de caja y el efecto de los factores autónomos. Estos factores supusieron, en media, un drenaje neto de liquidez de 74,4, 65,8 y 74,8 mm de euros, respectivamente.

4. La economía española

4.1. Demanda

Como ya se señaló en el epígrafe de Rasgos básicos, con la publicación de los datos provisionales de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 1999, el INE ha realizado el cambio a la nueva base CNE 95, que incorpora la metodología SEC 95. Los nuevos datos presentan modificaciones significativas en la evolución de algunos agregados económicos. En concreto, la nueva información revela un crecimiento mucho más pronunciado de la demanda nacional en el segundo semestre de 1998 que el estimado con anterioridad. En términos del PIB, sin embargo, se sigue observando el perfil de suave desaceleración desde mediados del pasado año, que recogía la anterior contabilidad, ya que la demanda exterior neta ha pasado a tener una aportación mucho más negativa desde el tercer trimestre de 1998.

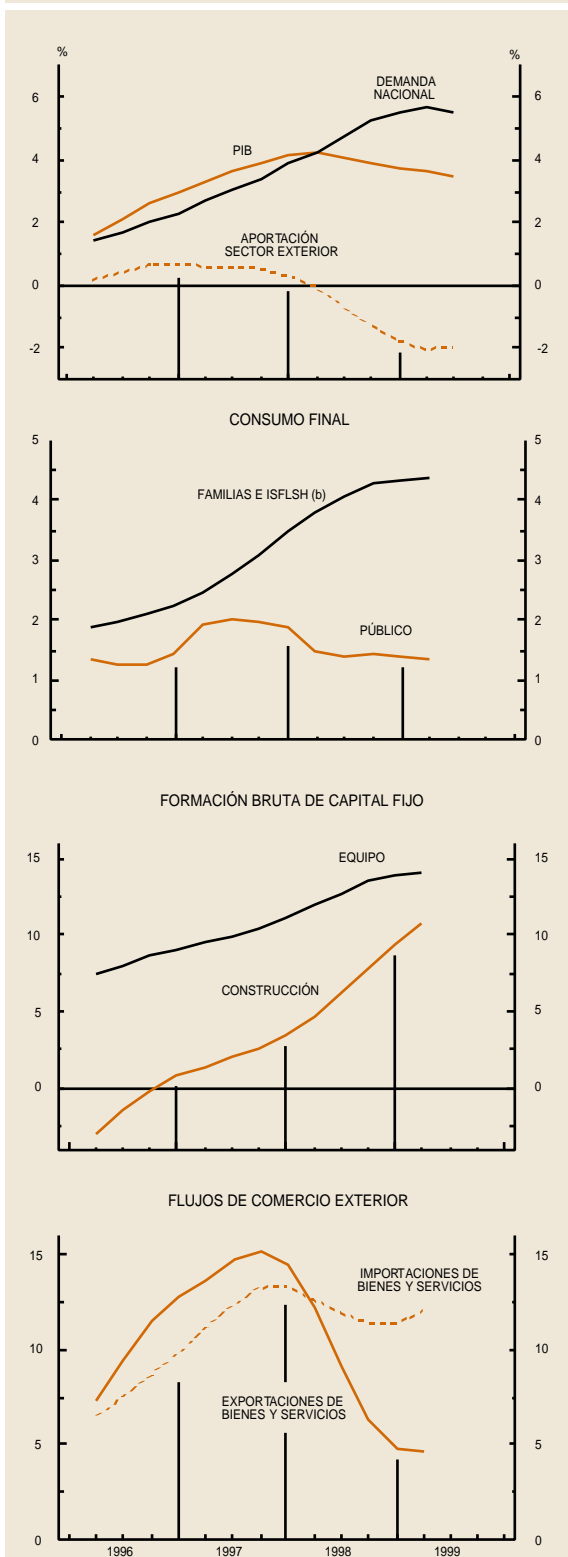
Según esta nueva información, la demanda nacional experimentó un crecimiento real interanual del 5,7 % en el primer trimestre (3) de 1999, ligeramente por encima del valor registrando en el cuarto trimestre de 1998, año en el que alcanzó un crecimiento medio del 5 % (véase gráfico 13). Todos los componentes de la demanda nacional, excepto el gasto en consumo final de las AAPP, intensificaron sus tasas de aumento en el primer trimestre de 1999. Destaca la aceleración que experimentó el gasto en construcción, mientras que el gasto en consumo final de los hogares y la inversión en equipo registraron tasas de aumento una décima superior a las del trimestre precedente. Por su parte, la demanda exterior neta amplió su carácter contractivo en el primer trimestre del año, restando dos puntos porcentuales al crecimiento real del producto. Este resultado refleja la aceleración de las importaciones, en línea con la fortaleza de la demanda interna, y un debilitamiento adicional de las exportaciones.

La información coyuntural disponible para el segundo trimestre de 1999 indica que el proceso de aceleración que venía registrando la demanda nacional, en términos de tasas interanuales, no ha continuado. De hecho, se estima que este agregado macroeconómico registró en ese período una tasa de crecimiento ligeramente inferior a la observada en el primer trimestre del año, ya que tanto el gasto en consumo final nacional como la formación bruta de capital se desaceleraron, aunque volvieron a registrar tasas de aumento real elevadas. Por su parte,

(3) Salvo indicación en contrario, las tasas de variación de la CNTR a las que se haga referencia en este epígrafe son las definidas en términos de ciclo-tendencia; el INE también publica datos brutos y desestacionalizados.

GRÁFICO 13

Principales agregados macroeconómicos (a)



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

con la información parcial disponible en este momento, se estima que la aportación negativa de la demanda externa al crecimiento real del producto se habría mantenido en torno a los niveles del primer trimestre, como consecuencia de un avance todavía muy reducido de las exportaciones, mientras que las importaciones siguieron impulsadas por la fortaleza que conserva la demanda final de la economía.

La última información coyuntural recibida de los indicadores de consumo señala que, durante el segundo trimestre del año, este agregado mantuvo un patrón de comportamiento próximo al del trimestre anterior, aunque inició una ligera tendencia a la desaceleración. En el gráfico 14 se observa que, aunque el índice de disponibilidades de bienes y servicios, calculado con información todavía escasa, ha tendido a estabilizar su tasa de crecimiento, en relación con la registrada el trimestre anterior, el componente de bienes ha moderado su ritmo de avance en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la pérdida de tono del componente alimenticio y del agregado de bienes de consumo duradero. La desaceleración de este último componente ha venido determinada por el conjunto de bienes duraderos distintos de los destinados al transporte privado, en tanto que la compra de vehículos mantiene un gran dinamismo. En efecto, el tono expansivo de las disponibilidades de bienes de transporte es compartido por el indicador de matriculaciones de vehículos automóviles destinadas al consumo, que ha experimentado un avance adicional en el segundo trimestre. Por otra parte, el índice de ventas del comercio al por menor registró un crecimiento interanual del 0,5 %, en términos reales, en el conjunto de los meses de abril y mayo, con respecto al mismo período del año anterior, muy por debajo del 3,2 % observado en el primer trimestre. No obstante, esta desaceleración no ha sido confirmada por el indicador de opiniones del comercio minorista, cuya mejora en el segundo trimestre se ha sustentado en una evolución más optimista de la situación contemporánea de este tipo de negocios.

Dado que todavía no están disponibles las cuentas sectoriales estimadas en el marco de la CNE 95, resulta especialmente complejo aproximar la evolución de la renta disponible de las familias para el año 1999. No obstante, los indicadores referidos a algunos de los componentes de este agregado confirman que la renta ha seguido registrando altas tasas de crecimiento, ya que al avance todavía importante de la remuneración de asalariados —a pesar de la suave desaceleración del empleo— se ha añadido el efecto expansivo procedente de la reforma del IRPF. El resto de factores determinantes del consumo privado —riqueza y tipos de interés—

también respaldaría un comportamiento dinámico del gasto, ya que su evolución favorable a lo largo de 1998 y los retrasos con los que actúan estas variables sobre las decisiones de las familias suponen un estímulo adicional al crecimiento del consumo en 1999. El optimismo que continúa caracterizando a las expectativas de los hogares favorece, asimismo, la materialización de las decisiones de gasto. En efecto, aunque el indicador de confianza de los consumidores ha mostrado un ligero descenso en el segundo trimestre, su nivel sigue siendo positivo y elevado. La ligera caída del indicador ha sido consecuencia de las opiniones sobre la situación del país, tanto actual como futura, mientras que el resto de componentes que lo integran tuvo un comportamiento más estable. No obstante, cabe destacar también el reciente empeoramiento de las expectativas sobre precios y empleo, que podrían estimular el ahorro de los hogares por motivo de precaución.

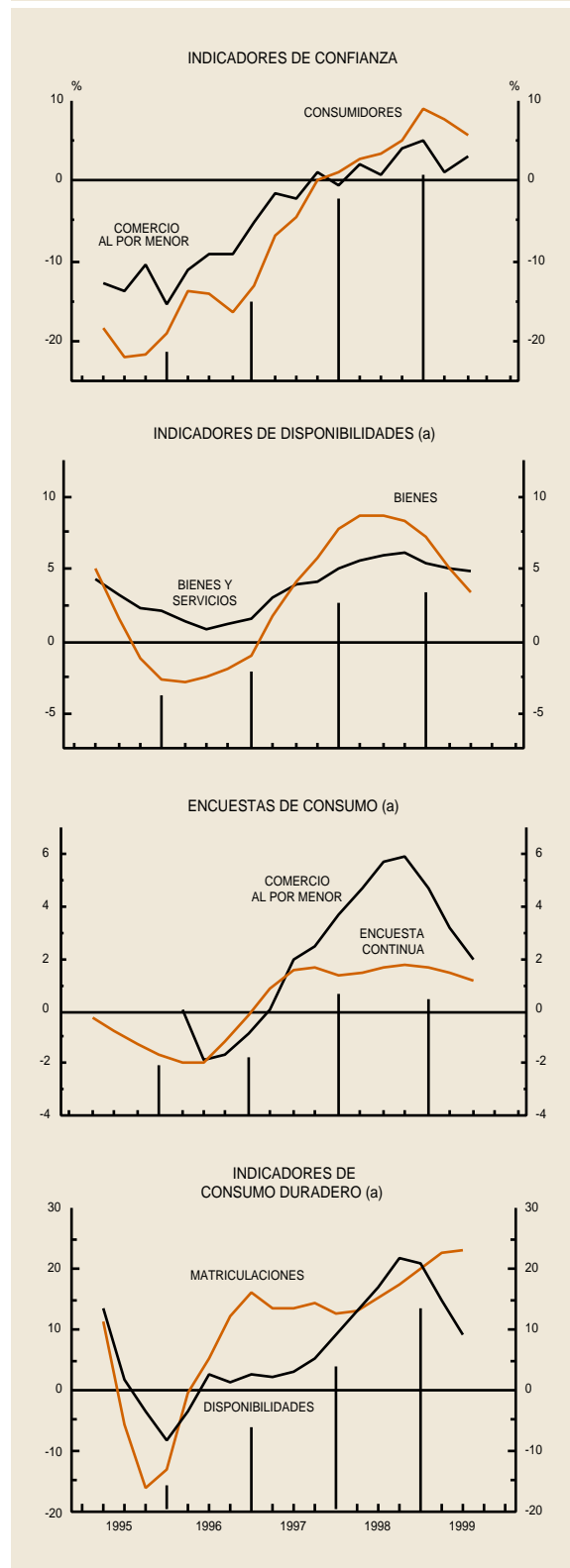
Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento interanual del 1,4 %, en términos reales, durante el primer trimestre de 1999, en línea con el tono de moderación manifestado a lo largo de 1998. Este ritmo de crecimiento se mantuvo prácticamente estabilizado durante el segundo trimestre de 1999, debido a la evolución de la remuneración de los asalariados de las Administraciones Públicas. Por el contrario, las compras netas de bienes y servicios y el consumo de capital fijo del sector público mostraron tasas de crecimiento algo más elevadas.

La formación bruta de capital fijo registró un incremento interanual, en términos reales, del 11,9 % en el primer trimestre de 1999, que prolonga la aceleración experimentada por este agregado desde 1996. Dicha aceleración vino apoyada en el fuerte dinamismo del gasto en construcción y en el elevado crecimiento de la inversión en bienes de equipo. En el segundo trimestre del año, la información coyuntural disponible señala que este componente de la demanda podría haber registrado una tasa de aumento algo inferior a la del trimestre anterior, debido, fundamentalmente, a la evolución estimada para la inversión en bienes de equipo.

Entre los indicadores disponibles referidos al comportamiento de la inversión en equipo en el segundo trimestre del año, cabe citar el índice de disponibilidades, que se desaceleró en abril, arrastrado por el menor crecimiento de la producción interior de este tipo de bienes, mientras que las importaciones intensificaron su dinamismo hasta alcanzar un incremento del 26,3 % en los cuatro primeros meses del año (véase el gráfico 14). Por componentes, tanto

GRÁFICO 14

Indicadores de consumo privado

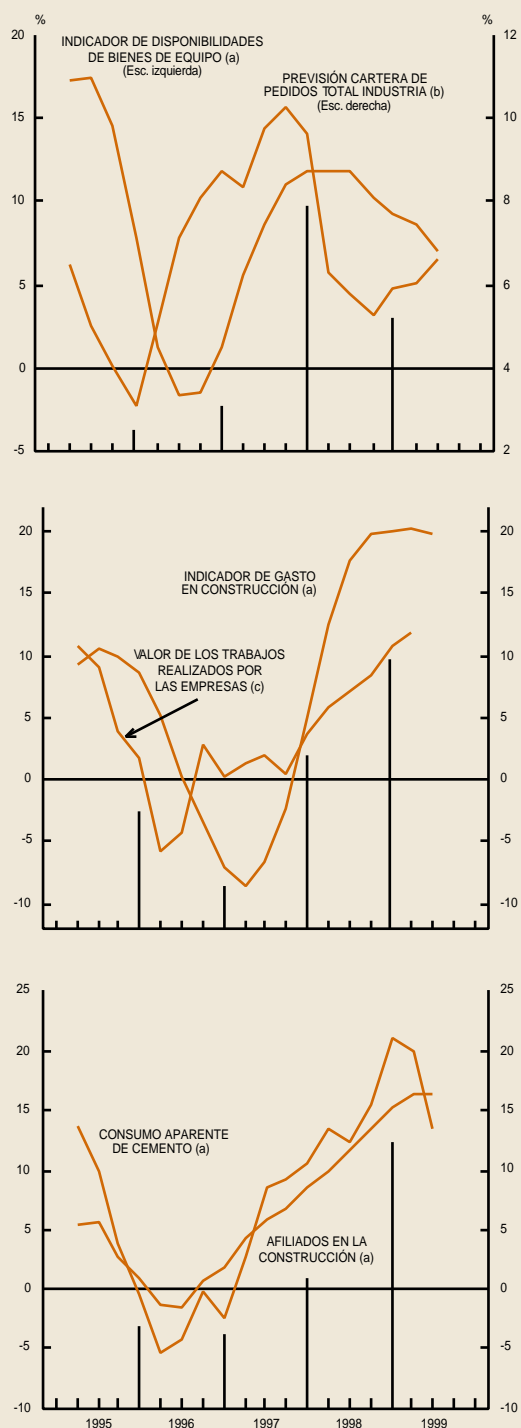


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Trabajo y Banco de España.

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

GRÁFICO 15

Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Ministerio de Industria y Energía, Oficemen, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- (b) Nivel, tendencia.
- (c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes de la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

las disponibilidades de material de transporte como las del resto de bienes de equipo han compartido el perfil de desaceleración del índice agregado, aunque el material de transporte se ha situado en ritmos de crecimiento comparativamente más elevados. No obstante, según la encuesta de coyuntura industrial publicada por el MINER, la previsión de cartera de pedidos del total de la industria ha mantenido en abril y mayo la tendencia alcista que inició a mediados de 1998, y el indicador de clima industrial en el sector de bienes de equipo ha mejorado tras el deterioro registrado en el primer trimestre del año (véase gráfico 15).

La ligera moderación del proceso inversor en el segundo trimestre de 1999 estaría relacionada con la ralentización experimentada por la demanda final, ya que los restantes determinantes básicos de la inversión productiva han conservado la buena situación de trimestres precedentes. De acuerdo con los datos de la CBT, en el primer trimestre de 1999 la cuenta de resultados de las empresas no financieras continuó beneficiándose de las reducciones de los tipos de interés que tuvieron lugar en los trimestres previos, aunque de forma cada vez menos intensa, y las rentabilidades, tanto las del activo neto como las de los recursos propios, se mantuvieron en niveles considerablemente altos. La mejora en las fuentes de financiación propias, reflejo del aumento de beneficios, y las buenas condiciones en que las empresas pueden apelar a la financiación ajena han sostenido el vigor de la actividad inversora. Según datos referidos al sector industrial, la finalidad prioritaria de la inversión está siendo el incremento de la capacidad productiva instalada, cuyo grado de utilización se mantiene en niveles elevados; la mejora de los rendimientos de los procesos de producción también figura como una finalidad importante de la inversión, según manifiestan los empresarios en la encuesta semestral de inversión realizada en el otoño de 1998.

La CNTR muestra que la inversión en construcción continuó ganando impulso durante el primer trimestre de 1999, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 10,7 %, siendo el componente de la demanda nacional que registró una aceleración más intensa en ese período. La información proporcionada por los indicadores de construcción durante el segundo trimestre indica que, si bien estos mantienen tasas de crecimiento muy elevadas, el proceso de aceleración ha tendido a detenerse.

Entre los indicadores contemporáneos de construcción, el dinamismo del consumo aparente de cemento, que registró un crecimiento interanual del 17,7 % entre los meses de abril y

junio, frente al 19,3 % observado durante el primer trimestre, es compatible con una desaceleración tendencial, como se recoge en el gráfico 14. Por su parte, el número de afiliados a la Seguridad Social en la actividad constructora mantuvo su pujanza en los meses de abril y mayo, con un crecimiento medio interanual del 16,5 %, muy próximo al 16,3 % del primer trimestre de 1999. En línea con este comportamiento del empleo, el paro registrado en la construcción experimentó una caída media interanual del 22,3 % durante esos meses, de nuevo similar al 22,9 % del trimestre anterior. Por último, el indicador de clima industrial en la construcción, publicado por la Comisión Europea con información hasta junio, ha mostrado un debilitamiento en los últimos meses.

Una valoración alternativa del comportamiento de la inversión en construcción durante el segundo trimestre puede obtenerse a partir de la evolución de los indicadores adelantados durante los trimestres anteriores. En este sentido, la licitación oficial, contabilizada por su fecha de publicación en el BOE, creció un 29 % durante el segundo semestre de 1998. Sin embargo, los últimos datos recibidos de licitación oficial, correspondientes al primer trimestre del año actual, muestran un retroceso de esta variable, que se cifra en una caída media del 19,9 % en términos interanuales, más acusada para el componente de obra civil, y que en caso de consolidarse podría afectar a medio plazo el dinamismo con el que evolucionan la obra pública y, por tanto, la construcción. No obstante, es de esperar que la puesta en marcha del Programa de Ejecución de Grandes Infraestructuras, en un futuro próximo, mantenga el tono elevado de la construcción pública en el medio plazo.

Los indicadores adelantados de edificación del sector privado (como el número de metros cuadrados a construir incorporados en las licencias municipales) han mostrado incrementos elevados durante el año 1998 que, en general, han continuado en los primeros meses de 1999. Además, la evolución de los factores determinantes de la inversión en vivienda parece respaldar un crecimiento significativo de esta variable: en este sentido, se pueden citar el comportamiento favorable del empleo, los reducidos niveles alcanzados por los tipos de interés, el alargamiento de los plazos de devolución de los créditos hipotecarios y las ganancias acumuladas de riqueza financiera, entre otros. Frente a estos factores, el repunte observado en los precios de la vivienda podría ser un elemento moderador del gasto, aunque el dinamismo que sigue manteniendo la oferta de viviendas lleva a esperar que las tensiones de precios no se acentúen significativamente.

La evolución tendencial de la inversión en construcción, estimada a partir de los indicadores adelantados que se acaban de comentar, se representa en la parte central del gráfico 15, resumida en el indicador del gasto. Los resultados obtenidos con este indicador corroboran el elevado dinamismo de la construcción en el segundo trimestre del año, que se desprendía de la evolución del resto de los indicadores.

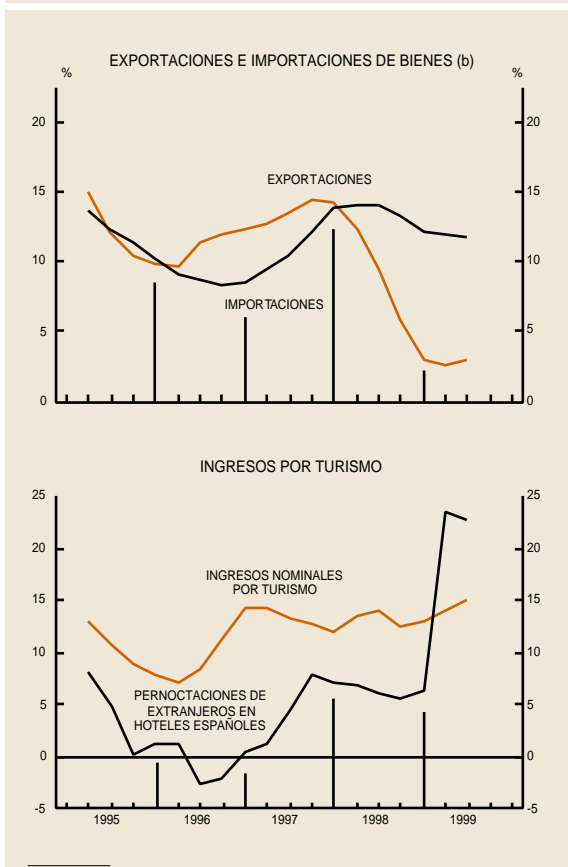
La inversión en existencias tuvo una aportación positiva de una décima al crecimiento del producto en el primer trimestre del año, la mitad que en el trimestre anterior. La información disponible para el segundo trimestre refleja el mantenimiento de una aportación positiva de la acumulación de existencias al crecimiento del PIB. Según se desprende de los resultados de las encuestas de opinión publicadas por la Comisión Europea, en ese período el porcentaje de empresas que declaraban tener existencias superiores a las deseadas se situó en niveles ligeramente inferiores a los del trimestre precedente.

En el primer trimestre de 1999, la demanda exterior neta continuó intensificando su aportación negativa al crecimiento del PIB, debido a la acentuada debilidad que mostraron las exportaciones de bienes y a las elevadas tasas de crecimiento de las importaciones, apoyadas en la fortaleza de la demanda interna. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre es aún muy incompleta, pues se refiere a los datos de comercio de bienes y de balanza de pagos del mes de abril (4), y no muestra cambios significativos en relación con las tendencias observadas en el primer trimestre. No obstante, la evolución de los determinantes de las exportaciones de bienes permite esperar una recuperación de este agregado a partir de los meses de verano. En efecto, la mejora del contexto internacional, en general, y de la UE, en particular, y la fuerte depreciación que ha registrado el euro con respecto al dólar deberían repercutir, si no lo han hecho ya, en una mejora de la exportación. En todo caso, el mal dato de exportaciones de abril, combinado con la fortaleza de los ingresos por turismo y con el mantenimiento de una tasa de crecimiento de las importaciones similar a la del primer trimestre del año —en línea con la evolución estimada de la demanda final—, permite estimar, en conjunto, que la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se habrá mantenido, en el segundo trimestre, en torno a los niveles alcanzados en el trimestre anterior.

(4) Habiéndose cerrado este Informe, se han publicado los datos agregados de comercio exterior del mes de mayo, que confirman la fortaleza de las importaciones de bienes y el bajo crecimiento de las exportaciones.

GRÁFICO 16

Comercio exterior (a)



Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

De acuerdo con las cifras de Aduanas, las exportaciones de bienes, tras regresar a una senda de crecimiento real positivo en el primer trimestre de 1999, volvieron a mostrar un comportamiento muy deprimido en el mes de abril, con una caída del 4,8 %, en términos reales; en consecuencia, en el período enero-abril su crecimiento real acumulado fue tan solo del 0,8 %. La fuerte atonía que registraron las ventas a la UE y el intenso descenso de las exportaciones a los mercados extracomunitarios propiciaron ese resultado. Dada la variabilidad que caracteriza a estos flujos, la valoración del único dato disponible para el segundo trimestre ha de hacerse con precaución; la evolución tendencial que aparece representada en el gráfico 16 estaría apuntando a la persistencia de un tono muy bajo de las exportaciones, que, no obstante, podrían haber tocando fondo en la primavera, lo que sería coherente con la evolución de sus factores determinantes. Por grupos de productos, las ventas de bienes de equipo fueron las

únicas que mantuvieron un tono elevado (14 % en tasa de crecimiento real) en el conjunto de los cuatro primeros meses del año, a pesar de su reciente desaceleración, mientras que el resto de componentes registraron caídas, destacando el retroceso de las exportaciones de consumo no alimenticio, influidas por la pérdida de competitividad de ciertas manufacturas de consumo frente a terceros países. Del mismo modo, las ventas de productos intermedios no energéticos continuaron acusando la caída de la demanda procedente de los países más afectados por la crisis financiera internacional.

Por el contrario, los ingresos reales por turismo han prolongado su comportamiento expansivo a lo largo del año en curso: los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos crecieron un 13 %, en términos nominales, hasta el mes de abril; del mismo modo, tanto la entrada de turistas como el número de viajeros extranjeros alojados en hoteles mostraron un elevado dinamismo en el conjunto de los cinco primeros meses del año (10,2 % y 19,4 %, respectivamente), repitiendo en el conjunto de los meses de abril y mayo las altas tasas registradas en el primer trimestre. Por áreas de procedencia, cabe destacar el importante aumento del turismo británico y la reactivación experimentada por el turismo procedente de otros países europeos, como Alemania, Italia o los Países Bajos. A la fortaleza de los resultados turísticos han contribuido el elevado nivel de confianza que mantienen los consumidores europeos y el abaratamiento de este servicio para aquellos turistas procedentes de países de fuera de la zona del euro, ligado a la depreciación de esta moneda.

Las importaciones de bienes crecieron a una tasa interanual del 14,5 % en el mes de abril, en términos reales, prolongando el ritmo de avance elevado que mostraron a lo largo del primer trimestre del año, y alcanzaron un incremento del 11,7 % en los cuatro primeros meses del año. Por componentes, la fortaleza que caracterizó a las compras de bienes de equipo y de bienes no alimenticios en el año 1998 se ha mantenido en el conjunto de los cuatro primeros meses de 1999, en sintonía con el vigor de la demanda interna; por su parte, las importaciones de consumo alimenticio registraron un perfil de moderada aceleración, favorecidas por los malos resultados de la última campaña hortifrutícola y por el descenso de los precios de estos productos en los mercados internacionales, mientras que las compras de bienes intermedios no energéticos registraron un incremento moderado, en consonancia con la ralentización de la actividad industrial. El volumen de importaciones de productos intermedios energéticos siguió experimentando tasas de cre-

cimiento elevadas como consecuencia del proceso de reposición de existencias que está teniendo lugar en las principales refinerías españolas, y que no se ha detenido a pesar de la fuerte tendencia al alza que está registrando el precio del crudo desde el mes de abril. Finalmente, los pagos por turismo crecieron un 15,6 % en los cuatro primeros meses del año, en términos nominales, en línea con el dinamismo que les venía caracterizando con anterioridad y que es consecuencia de la mayor capacidad de compra que han alcanzado los hogares españoles.

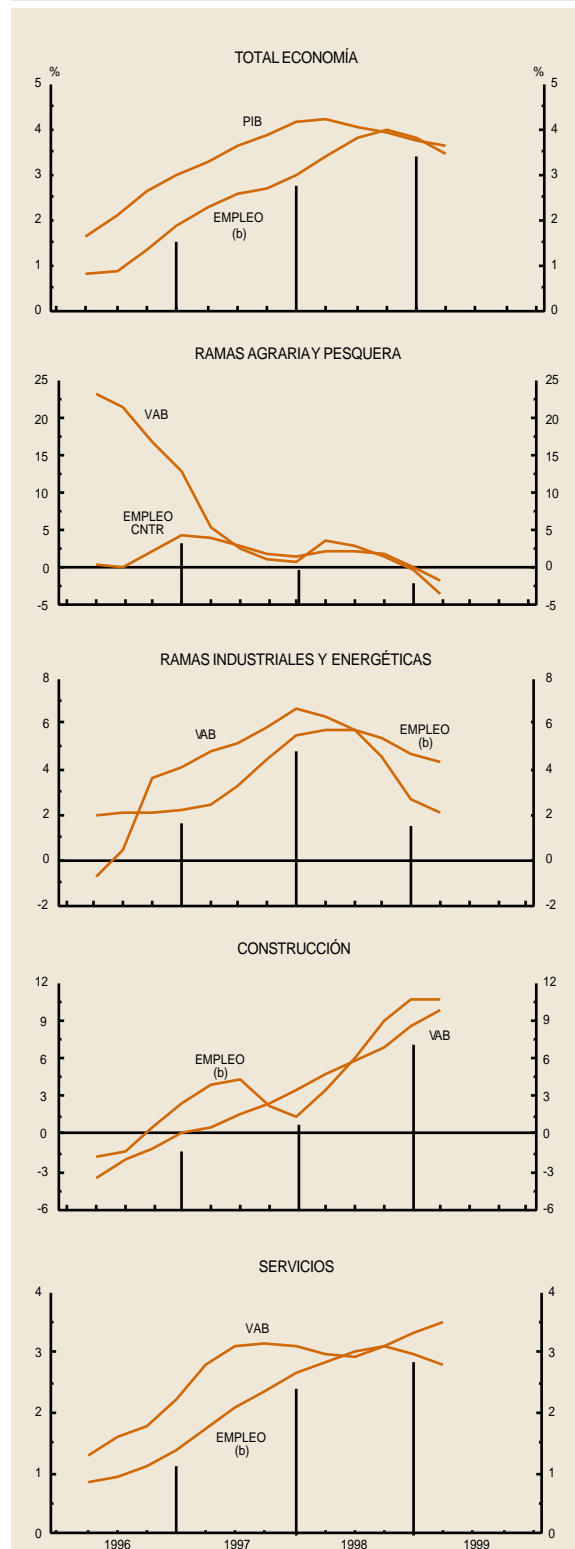
4.2. Producción y empleo

Como se deduce del comportamiento mostrado por la demanda interna y la demanda exterior en el segundo trimestre de 1999, se estima que, en ese período, el PIB de la economía española se desaceleró suavemente, en tasa interanual, prolongando la tendencia mostrada desde el comienzo de 1998. De esta forma, tras aumentar un 3,6 % en el primer trimestre, se estima que el PIB se incrementó en torno al 3,5 % en el segundo, tasa notablemente elevada y que ha venido acompañada de una importante creación de empleo. Desde la óptica de las ramas productivas, esta evolución del producto ha sido compatible con una moderación adicional en las tasas de crecimiento del valor añadido de las ramas industriales, en tanto que la construcción y los servicios han mostrado una mayor estabilidad. El número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo creció un 3,4 % en el primer trimestre del año (5), por debajo de la tasa media registrada en el ejercicio anterior, y los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 1999 coinciden en señalar una desaceleración adicional de esta variable, aunque menos acentuada que en el trimestre previo; ello favorecería una recuperación del ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo, que ha alcanzado tasas muy reducidas en los trimestres más recientes (véase gráfico 17). Por otra parte, si bien los resultados de la negociación colectiva confirman la desaceleración de las tarifas salariales, en relación con 1998, situándose muy próximas al crecimiento de los precios de consumo, existen indicios de agotamiento del proceso de desaceleración de las remuneraciones. Por último, el IPC ha registrado tasas de variación interanual en torno al 2,2 % durante el segundo trimestre, repuntando ligeramente tras el mínimo alcanzado el último trimestre de 1998.

(5) Los datos de empleo de la CNTR a los que se hará referencia, en adelante, son los correspondientes a las series de ciclo-tendencia de los puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

GRÁFICO 17

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

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

(b) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

En el primer trimestre de 1999, la actividad primaria acentuó el perfil de desaceleración que venía registrando desde principios de 1998, hasta registrar en ese período un descenso interanual del 3,7 %, según la CNTR. Esta pérdida de ritmo ha venido determinada, en gran medida, por la desfavorable climatología experimentada a partir del segundo semestre de 1998, que se ha concretado en una escasa pluviosidad, cuyos efectos también se harán notar en la producción de esta rama en el segundo trimestre del año. La ausencia de lluvias ha afectado intensamente a las cosechas de cereales de secano y de remolacha, así como al olivar y al viñedo, y ha repercutido en la producción ganadera, donde la consiguiente reducción de pastos ha empezado a afectar a las cabañas vacuna y ovina. La información coyuntural disponible referida al segundo trimestre de 1999 es muy escasa y confirma, en general, el tono deprimido del valor añadido de esta rama. En efecto, tanto la evolución del paro registrado en el segundo trimestre, en el sector agrícola, como la fabricación de productos para la agricultura en los meses de abril y mayo han mostrado signos de desaceleración, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social en esta rama se ha mantenido bastante estable.

El valor añadido de las ramas energéticas registró una recuperación en el primer trimestre de 1999, deteniendo la progresiva desaceleración que venía experimentando desde finales de 1997. La información disponible para el segundo trimestre del año, sin embargo, no parece indicar que se prolongue esta evolución favorable. Según el Índice de Producción Industrial (IPI), aunque la rama energética fue la actividad que mayor dinamismo mostró en los cinco primeros meses de 1999, con un crecimiento interanual acumulado del 3,5 % en dicho período, ha sido también la que en mayor medida se ha desacelerado en ese período. Esta pérdida de vigor se extendió a todos sus componentes, destacando la extracción de combustibles sólidos, cuya producción descendió un 8,7 % hasta mayo.

La continuada pérdida de vigor de la actividad industrial acontecida desde principios de 1998 se extendió al primer trimestre de 1999, aunque de forma atenuada. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre tiende a confirmar el escenario de desaceleración observado al comienzo de 1999, aunque existen indicios de que el proceso pudiera estar finalizando. El componente no energético del índice de producción industrial (IPI) aumentó un 2,6 %, en tasa interanual, en el conjunto de los meses de abril y mayo, tasa que se reduce sustancialmente si se corrige de los efectos del ca-

lendario, y que prolonga el tono deprimido de los meses anteriores. No obstante, el indicador cualitativo de clima industrial detuvo el ritmo de marcado deterioro que venía registrando desde mediados de 1998 en el segundo trimestre del año. A ello se añade la esperada recuperación de las exportaciones a la UE y a aquellas economías que más se vieron afectadas por la pasada crisis internacional, como se ha señalado en el apartado de demanda, por lo que existen elementos revitalizadores que pueden impulsar la actividad industrial en los próximos meses.

El análisis desagregado de las distintas ramas industriales ofrece comportamientos diferenciados entre ellas. La industria transformadora de los metales intensificó en los meses de abril y mayo el proceso de desaceleración que venía registrando desde el segundo trimestre de 1998, registrando un crecimiento interanual acumulado del 0,8 % hasta el mes de mayo. Dentro de esta rama, cabe destacar los fuertes descensos experimentados en los cinco primeros meses del año por la fabricación de material electrónico (excluidos los ordenadores), la construcción de máquinas de oficina y la construcción naval. Por el contrario, el conjunto de actividades comprendidas dentro de la extracción y transformación de productos no energéticos e industria química aumentó su ritmo de crecimiento en los meses de abril y mayo, hasta situarse en una tasa interanual acumulada del 2,6 % en ese último mes, truncando la tendencia a la desaceleración que venía mostrando desde doce meses antes. Ello ha sido el resultado de la favorable evolución experimentada por la industria química, la industria de mineral no metálico y la extracción de mineral no metálico ni energético. Asimismo, las otras industrias manufactureras también han comenzado a recuperarse a partir del mes de marzo, registrando un crecimiento interanual acumulado del 1,5 % en los cinco primeros meses del año. Dentro de ese último conjunto de actividades, cabe diferenciar claramente aquellas inmersas en procesos recesivos —cuero, calzado, vestido y confección, y la industria textil—, de las que han registrado signos de recuperación, como la industria del corcho y del mueble, la transformación del caucho y la producción de alimentos, bebidas y tabacos, sector este último que parece comenzar a abandonar las tasas de variación negativas de los primeros meses del año, motivadas, en gran medida, por la escasez de la última cosecha de aceituna con destino a la fabricación de aceite de oliva.

El valor añadido derivado de la actividad constructora avanzó en el primer trimestre de 1999 a un ritmo interanual del 10,2 %, según las estimaciones de la CNTR, en línea con la fase

de fuerte expansión que ha registrado desde principios del año 1996. La continuidad de este dinamismo se ha fundamentado en el vigoroso comportamiento de la obra civil y de la edificación, en su conjunto, tanto residencial como la destinada a otros usos. Como ya se ha comentado en el epígrafe de demanda, la información disponible para el segundo trimestre de 1999 confirma el mantenimiento de tasas elevadas de crecimiento en esta actividad, pero sin indicar una aceleración adicional.

Las ramas de los servicios alcanzaron un ritmo de crecimiento del 3,5 % en el primer trimestre de 1999, dos décimas superior al registrado el trimestre precedente, debido a la aceleración experimentada tanto por el componente de servicios de mercado como de no mercado. La reducida información disponible para el segundo trimestre de 1999 apunta hacia un estancamiento en el ritmo de crecimiento del valor añadido de los servicios de mercado, producto de movimientos contrapuestos y compensatorios de sus distintos componentes. Así, el proceso de desaceleración que vienen registrando ramas tales como el comercio —según se desprende del índice de ventas del comercio al por menor, en los meses de abril y mayo— se vería compensado por el creciente dinamismo del sector de transporte —según muestran los indicadores de empleo, con información hasta el mes de mayo— y por el excelente comportamiento observado en los últimos meses en la rama de restauración y alojamiento, ya que los indicadores sobre alojamientos y pernoctaciones han registrado fuertes avances en los cinco primeros meses del año.

La nueva CNTR ha proporcionado, por primera vez, datos de empleo calculados en términos de puestos de trabajo y de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Según estos datos, el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre de 1999 vino acompañado de un menor empuje del empleo, aunque dentro de registros elevados. En concreto, el número de puestos de trabajo equivalentes aumentó un 3,4 % en dicho período, en relación con el mismo trimestre de 1998, prolongando la desaceleración iniciada en el tercer trimestre de ese año. Este menor dinamismo apenas se reflejó en el empleo asalariado —colectivo que ha experimentado una ampliación significativa con la definición de la nueva CNE 95—, que ha mantenido un ritmo estable y elevado de aumento desde la segunda mitad de 1998, alcanzando un incremento interanual del 4,4 % en el primer trimestre. Por su parte, los autónomos, tras recuperarse levemente en 1998, registraron un descenso del 1 % en la primera parte del presente año.

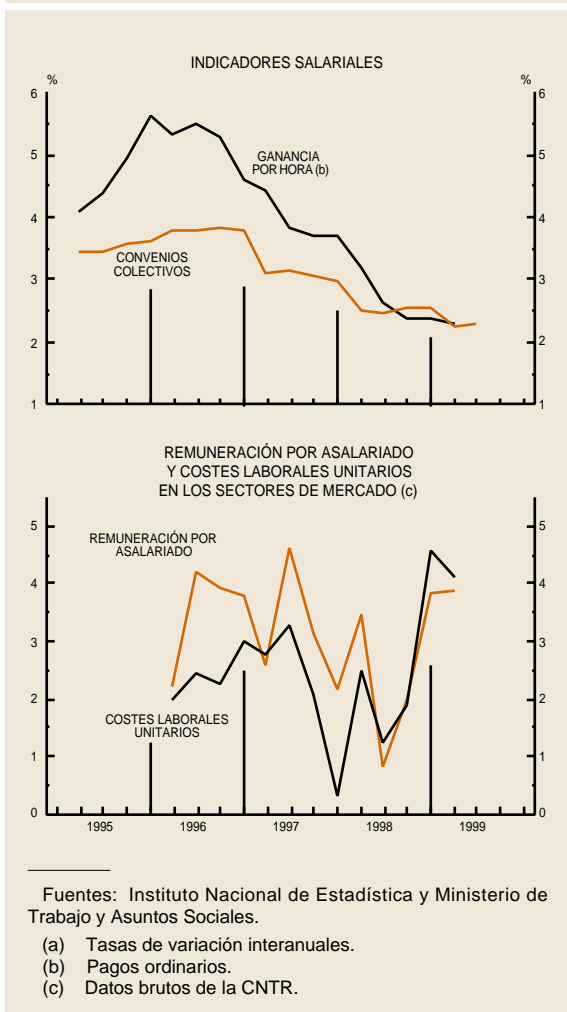
La EPA, principal indicador de empleo disponible, ha recogido una aceleración sustancial del número de ocupados en el primer trimestre de 1999, que contrasta con los datos de la CNTR para ese período y con la información aportada por el resto de indicadores. De hecho, los datos proporcionados por la EPA para ese período deben interpretarse con cautela, ya que han incorporado algunos cambios en el diseño de la Encuesta (6). Estos cambios permiten, sin duda, una mejor medición de los niveles de empleo y de desempleo, pero han afectado transitoriamente a las tasas de variación de las principales variables analizadas y será necesario tenerlos en cuenta en su interpretación. En relación con el desempleo, cabe mencionar que la tasa de paro estimada por la EPA para el primer trimestre quedó situada en el 17 % de la población activa. Por su parte, el paro registrado experimentó un importante recorte en dicho trimestre, en el que registró un descenso del 13,8 %, en términos interanuales. El ritmo de caída del paro registrado empezó a dar muestras de desaceleración a lo largo del segundo trimestre, que, no obstante, se cerró con un retroceso del 13,3 % en el número de desempleados apuntados en el INEM. El número de afiliaciones a la Seguridad Social también ha mostrado una cierta desaceleración en el segundo trimestre, en el que aumentó un 5,5 % con respecto al mismo período del año anterior, dos décimas menos que en el primer trimestre. Los datos disponibles apuntan, por tanto, hacia un avance del empleo en el segundo trimestre, inferior al del precedente. Por otra parte, la ligera desaceleración del producto, junto con la moderada pérdida de tono del empleo, habría supuesto una suave recuperación de la productividad aparente del trabajo, tras registrar crecimientos cercanos a cero en los trimestres anteriores.

Atendiendo al tipo de contrato, y con las salvedades que merecen los datos del primer trimestre, la EPA ha mostrado un aumento destacado de los asalariados fijos en ese período, más del doble del crecimiento observado en los temporales, lo que está de acuerdo con el perfil ascendente de los contratos de naturaleza indefinida registrados por el INEM, y que ha situado la *ratio* de temporalidad en el 32,6 % en el primer trimestre, ocho décimas por debajo del nivel alcanzado en igual período de 1998. En cuanto al empleo por ramas de actividad, en el primer trimestre de 1999 la información de la EPA es coincidente, en buena medi-

(6) Véase «La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999», *Boletín económico*, junio de 1999.

GRÁFICO 18

Evolución de los salarios y costes laborales (a)



da, con la que se desprende de la CNTR. Destaca el descenso del empleo en la agricultura (-2 %, según la CNTR), acorde con la evolución del VAB en esta rama. La pérdida de vigor de la actividad industrial, por su parte, solo vino acompañada de una suave moderación en el ritmo de aumento de puestos de trabajo (hasta el 4,3 %) —debido a una fuerte caída de los autónomos—, que apunta a un retroceso en la productividad aparente del trabajo en esta rama. En la construcción, la actividad más dinámica, el empleo mantuvo el fuerte empuje de finales de 1998, experimentando un incremento del 10,6 % en el número de puestos de trabajo. En cuanto a los servicios, los puestos de trabajo netos aumentaron un 2,8 %, ligeramente por debajo del trimestre anterior; la desaceleración afectó en menor cuantía a los servicios de mercado, que crecieron un 4 %, mientras que, en los de no mercado, el número de puestos de trabajo apenas se incrementó un 0,4 %.

4.3. Costes y precios

Con la nueva base CNE 95 se han comenzado a publicar datos trimestrales de remuneración de asalariados, que permiten calcular costes laborales unitarios, también trimestrales, compatibles con la evolución del PIB y del empleo. Según los nuevos datos, todavía provisionales, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía se incrementó un 3,8 % (7) en el primer trimestre de 1999, tras haber registrado un crecimiento medio del 2,7 % en 1998. Estos resultados imprimen un perfil de aceleración a la remuneración, desde mediados de 1998, que, sumada a la moderación de las ganancias de productividad, configura una evolución también alcista de los costes laborales unitarios (CLU) en el conjunto de la economía; en el primer trimestre de 1999 el incremento estimado para los CLU alcanza el 3,7 %. Cabe señalar que la utilización de series de datos brutos de la CNTR alivia algo el perfil creciente de la remuneración por asalariado y de los costes, al mostrar una desaceleración de ambas magnitudes en el primer trimestre de 1999. En cualquier caso, esta senda de aceleración no se aprecia en los indicadores disponibles sobre la evolución de los salarios durante 1998 y el comienzo de 1999, aunque la utilización de información desagregada de estos indicadores —en concreto, de la encuesta de salarios—, con criterios y ponderaciones más próximos a los de la CNE, sí permite un mayor acercamiento a las tasas de crecimiento de la remuneración estimadas por la CNTR.

Los datos de la encuesta de salarios en la industria y los servicios del primer trimestre del año —los últimos recibidos— y los convenios firmados hasta junio, indicarían el mantenimiento de tasas moderadas de crecimiento salarial (véase gráfico 18). Según la encuesta de salarios, el aumento de la ganancia media por persona y hora en el concepto de pagos ordinarios fue del 2,3 % durante el primer trimestre de 1999, una décima menos que en el cuarto trimestre de 1998; no obstante, en términos de pagos totales se observó un repunte hasta el 2,6 %. La incorporación al mercado de trabajo de asalariados con jornadas más reducidas ha seguido repercutiendo en un menor aumento de las ganancias por persona y mes (1,8 %, en términos de pagos ordinarios). Por ramas de actividad, el mayor incremento de las ganancias por persona y hora en el primer trimestre se produjo en la construcción (3,9 %), tras la aceleración que mostró durante el año anterior.

(7) Mientras no se indique lo contrario, las tasas mencionadas se corresponden con las calculadas sobre las series de ciclo-tendencia.

Por su parte, en la industria y los servicios el aumento fue de un 2,3 %, si bien en la primera de estas ramas el perfil fue de aceleración, mientras que en la segunda el aumento fue inferior al del cuarto trimestre del año anterior.

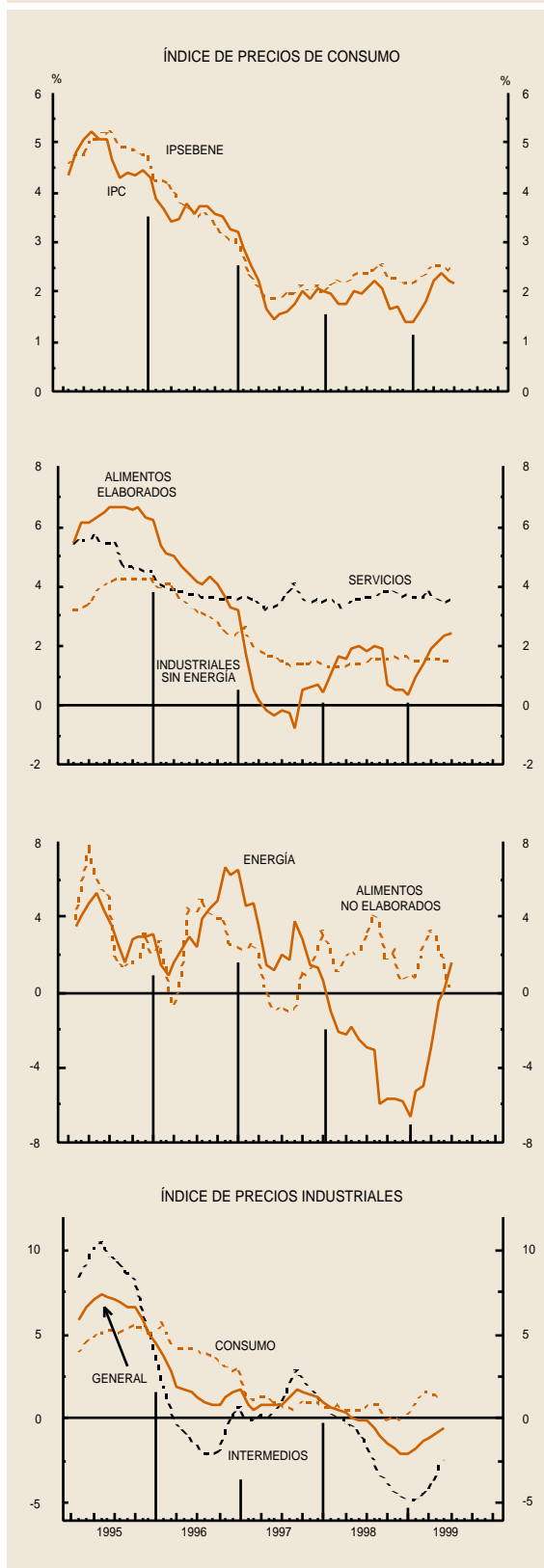
El incremento medio de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de junio —que anticipa cuál puede ser su resultado para el conjunto del año— fue del 2,3 %, tres décimas por debajo del observado en 1998, y solo unas décimas por encima del incremento esperado para los precios de consumo —un 2,1 %, según la previsión oficial incluida en Presupuestos—. Por ramas de actividad no hay apenas diferencias, correspondiendo los aumentos pactados más altos a la agricultura (2,6 %), seguida de los servicios (2,3 %), y de la industria y la construcción, con crecimientos salariales pactados del 2,2 %. Si se comparan estos datos con los incrementos de las ganancias por hora de la encuesta de salarios, se observa que, si bien en términos agregados los crecimientos son similares —indicando una deriva salarial próxima a cero—, por ramas de actividad se ha producido una notable ampliación de la deriva en la construcción, mientras que en los servicios tiene un signo negativo.

La interpretación de los indicadores salariales que se acaban de comentar lleva a estimar que la desaceleración de la remuneración por asalariado y de los CLU, que apuntaban los datos brutos de la CNTR en el primer trimestre de 1999, habrá continuado en el segundo trimestre, reforzada, en caso de los CLU, por el mayor avance de la productividad. No obstante, la persistencia de ritmos de crecimiento de los CLU superiores a los de los precios podría afectar negativamente a la competitividad de la economía, si la evolución favorable que han venido registrando otros costes (como los de los productos importados) se invirtiera y dejara de compensar las alzas de los costes laborales. Antes de analizar conjuntamente la evolución de precios y costes, en los siguientes párrafos se comenta brevemente la evolución de los principales indicadores de precios.

La mayor parte de los indicadores representativos de la evolución de los precios en la economía española ha mostrado una gran estabilidad en el segundo trimestre del año, tras el deterioro experimentado en el primer trimestre. La tasa de variación interanual del IPC se situó en el 2,2 % en el mes de junio, igualando el registro alcanzado en marzo (véase gráfico 19), mientras que el agregado que excluye los precios de los alimentos no elaborados y de la energía (IPSEBENE) ha mantenido estable su tasa de crecimiento interanual en junio,

GRÁFICO 19

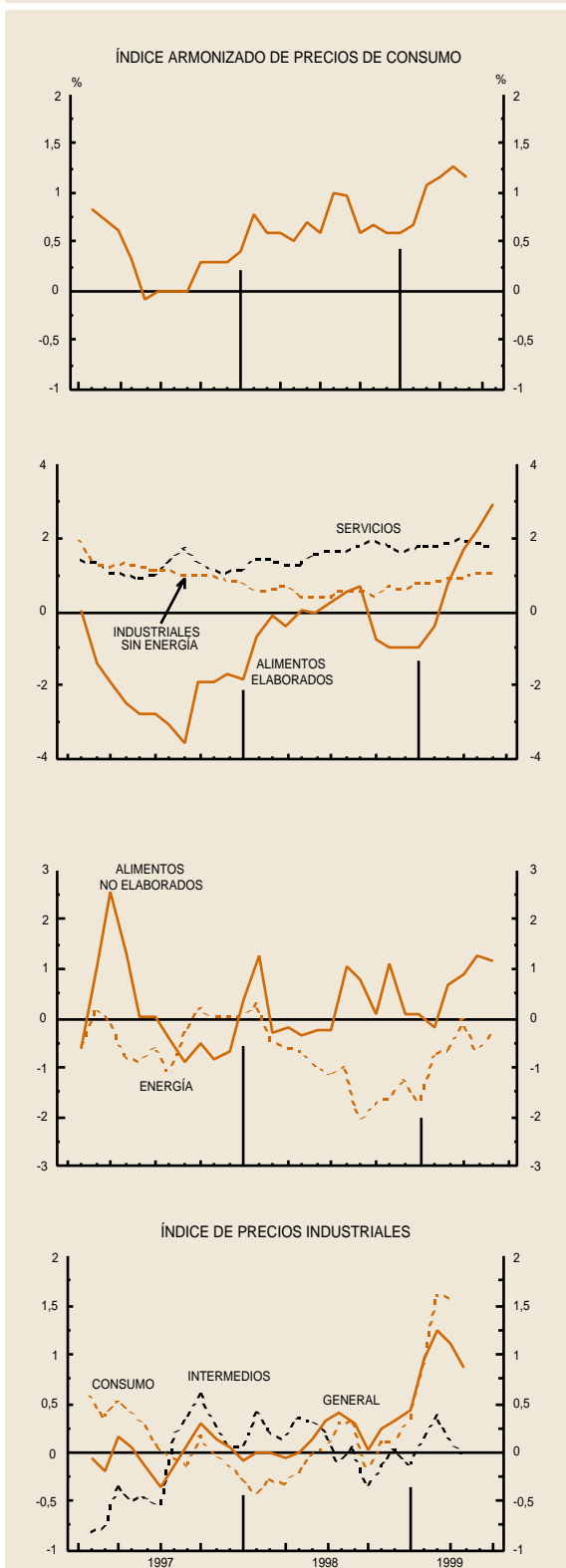
Indicadores de precios (a)
España



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

GRÁFICO 20

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

(a) Calculados con las tasas interanuales de las series originales.

en el 2,5 %. Por componentes, los precios de los alimentos elaborados registraron un crecimiento interanual en junio del 2,4 %, cinco décimas por encima del correspondiente al mes de marzo, mientras que los alimentos no elaborados, caracterizados por una trayectoria mucho más variable, se desaceleraron a lo largo del segundo trimestre, compensando la evolución alcista registrada en los primeros meses del año; ese proceso, no obstante, podría revertir en un futuro próximo si la sequía derivase en escasez de algunos alimentos. Los precios de los bienes industriales registraron un aumento entre marzo y junio, como consecuencia de la aceleración que viene produciéndose en los precios de la energía, cuya tasa de variación interanual pasó del 2,9 % al 1,6 % en dicho período. Las reducciones de precios de la tarifa eléctrica y del gas, introducidas por el Real Decreto-Ley de medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia, no han podido contrarrestar el efecto de los aumentos del precio del petróleo en los mercados internacionales. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos han mantenido su ritmo de variación interanual en el 1,5 %. Finalmente, los precios de los servicios situaron su variación interanual en el 3,5 %, en el mes de junio; estos precios han experimentado alzas y bajas de algunas décimas en su tasa interanual, desde el mes de marzo, como consecuencia de la evolución del precio de los servicios turísticos, que ha seguido un patrón algo diferente del observado en 1998. No obstante, en junio la tasa interanual de esta última rúbrica era todavía del 9,4 %.

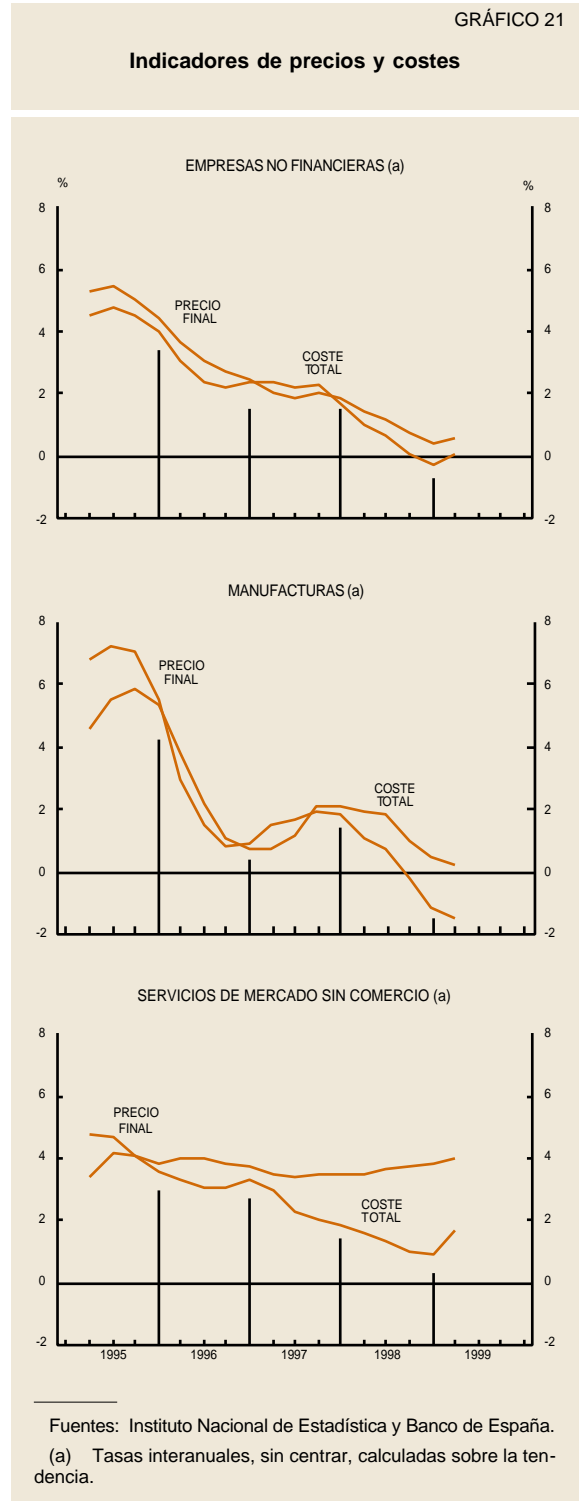
El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) mantuvo aproximadamente estable su tasa de crecimiento interanual, entre marzo y junio, en el 2,1 %. No obstante, la moderada evolución del IAPC en el conjunto de la zona del euro ha propiciado una ligera ampliación del diferencial de inflación con esta área, que alcanzó 1,2 puntos porcentuales en junio. Por componentes, se aprecia una mejora en el diferencial de servicios, que sigue siendo muy amplio, así como una apertura de la brecha de inflación en el caso de los alimentos (véase gráfico 20).

El índice de precios industriales (IPRI) ha mostrado un cierto deterioro durante los últimos meses, aunque su tasa de variación respecto al año anterior ha seguido teniendo signo negativo. La tasa interanual del índice general se situó, en mayo, en el -0,5 %, frente al -1,2 % correspondiente al mes de marzo. Esta evolución ha venido marcada por la trayectoria de los precios de los bienes intermedios energéticos, cuya tasa de variación alcanzó en mayo el -1,8 %, siendo -5,2 % a finales del primer trimestre. Los precios de producción de los bie-

nes de consumo, tras el deterioro sufrido en los primeros meses, estabilizaron su tasa interanual en el 1,3 %, mientras que los precios de los bienes de equipo también se han estabilizado en torno al 0,5 %. Por otra parte, los precios en origen de los productos agrícolas siguieron una trayectoria alcista en los primeros meses del año —febrero es el último dato conocido del índice de precios percibidos por los agricultores—, reflejando el encarecimiento del aceite de oliva y de las frutas frescas; otras informaciones más actualizadas han mostrado una atenuación de las alzas de precios en los meses posteriores, que, no obstante, podrían recrudecerse como consecuencia de la sequía. Por último, el índice de valor unitario de las importaciones mantuvo en abril una tasa de variación interanual negativa, aunque su ritmo de descenso se moderó en el transcurso de los cuatro primeros meses del año. Este resultado se observa tanto en el caso de los productos no energéticos —debido a la aceleración de los precios de los bienes de consumo no alimenticio— como de los energéticos.

Combinando la información que proporcionan los indicadores de precios y costes, en el marco contable de las tablas *input-output* de la economía española, se pueden obtener indicadores representativos del proceso de formación de precios y, residualmente, de la evolución de los márgenes de explotación (véase gráfico 21). En el primer trimestre de 1999, último para el que se dispone de información completa, los precios finales de las empresas no financieras experimentaron una modesta aceleración, que refleja la mayor proporción de productos destinados al mercado interior —donde se registran incrementos moderados de los precios finales—, frente al debilitamiento de la exportación —cuyos precios han descendido—. Los costes variables también se aceleraron ligeramente, de forma que los márgenes unitarios de explotación tendieron a estabilizarse, tras la importante ampliación observada en 1998. Dentro de los costes, las alzas de costes laborales, en línea con el comportamiento de los CLU calculados con datos de la CNTR, se vieron compensadas por los descensos de los costes intermedios, que siguen reflejando las sustanciales reducciones que todavía experimentan los precios de los productos intermedios importados.

Por ramas de actividad, se mantuvo el comportamiento diferencial de precios y márgenes en las manufacturas y en los servicios. En las primeras, los precios finales registraron fuertes descensos, asociados tanto a la evolución de los precios interiores como, especialmente, a los precios de los productos destinados al exterior, mientras que los costes variables, impulsados



por los costes laborales, crecieron por encima de los precios, por lo que se produjo una nueva comprensión de los márgenes de explotación. Por su parte, los precios de los servicios tendieron a acelerarse en el primer trimestre, manteniendo ritmos de crecimiento muy superiores a los de los costes, por lo que el margen bruto de explotación por unidad de producto continuó ampliándose.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Variación porcentual 3=2/1	Liquidación ENE-MAR		Liquidación	
	1998	1999		Variación porcentual 1999/1998	1998 ENE-JUN	1999 ENE-JUN	Variación porcentual 7=6/5
	1	2		4	5	6	
1. Ingresos no financieros	17.534	17.445	-0,5	23,0	8.372	9.158	9,4
Impuestos directos	7.457	7.431	-0,3	35,8	3.378	3.839	13,6
<i>IRPF</i>	4.992	5.201	4,2	24,9	2.834	3.059	7,9
<i>Sociedades (a)</i>	2.324	2.082	-10,4	—	463	683	47,7
<i>Otros</i>	140	149	5,7	137,2	82	96	17,9
Impuestos indirectos	7.015	7.524	7,3	14,7	3.499	3.954	13,0
<i>IVA</i>	4.373	4.807	9,9	17,8	2.231	2.591	16,1
<i>Especiales</i>	2.391	2.463	3,0	7,0	1.149	1.233	7,3
<i>Tráfico exterior</i>	132	133	0,8	16,6	61	67	10,4
<i>Otros</i>	120	120	0,7	26,8	58	63	8,8
Otros ingresos netos	3.063	2.490	-18,7	20,9	1.495	1.366	-8,6
2. Pagos no financieros	18.649	18.867	1,2	19,2	9.280	10.165	9,5
Personal	3.053	3.132	2,6	0,4	1.519	1.525	0,4
Compras	388	340	-12,4	14,7	195	227	16,5
Intereses	3.334	3.042	-8,8	51,6	1.782	2.183	22,5
Transferencias corrientes	9.906	10.411	5,1	10,5	4.811	5.204	8,2
Inversiones reales	898	945	5,3	36,3	476	582	22,2
Transferencias de capital	1.071	997	-6,9	-4,3	498	444	-10,9
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (b)	-1.114	-1.422	27,6	-3,1	-908	-1.006	10,8
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:							
Ingresos no financieros	17.316	—	—	17,4	8.014	8.898	11,0
Pagos no financieros	18.550	—	—	19,2	9.211	10.172	10,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-1.234	-1.164	-5,6	29,3	-1.198	-1.274	6,4

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

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

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

(c) La cifra del Presupuesto corresponde a la Administración Central, según contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo, y las de liquidación enero-junio no incluyen el excedente bruto de explotación, por la falta de información hasta el momento, aunque esta carencia no afecta a la necesidad de financiación.

4.4. La actuación del Estado

El déficit de caja del Estado se situó en 1.006 mm de pesetas en el primer semestre del año, un 10,8 % superior al del mismo período del año precedente. Esta tasa de variación se encuentra por debajo de la prevista en los Presupuestos Generales del Estado para el conjunto del año (27,6 %) (véase cuadro 3). El aumento del déficit de caja se debió a un incremento de los pagos no financieros (9,5 %) superior al de los ingresos (9,4 %), que contrasta con la previsión presupuestaria de una pequeña reducción de los ingresos (0,5 %) y un ligero aumento de los pagos (1,2 %). No obstante, las tasas de crecimiento del primer semestre se encuentran influidas de forma transitoria por ciertos efectos extraordinarios, especialmente importantes en el caso de los gastos, que se han visto afectados por la concentración de pagos por intereses en los primeros meses del presente año. Si se eliminaran estos efectos,

se obtendría una mejora del déficit de caja también con respecto al primer semestre de 1998.

Por otra parte, en términos de Contabilidad Nacional, el déficit público del Estado se situó en 1.274 mm de pesetas en el primer semestre, un 6,4 % por encima del registrado en el mismo período de 1998. Los gastos se incrementaron un 10,4 %, en línea con los anotados según el criterio de caja, mientras que los ingresos aumentaron un 11 %. El resultado del primer semestre, una vez tenidos en cuenta los efectos de calendario mencionados, es compatible con el objetivo anual de déficit público fijado por el Gobierno en el Programa de Estabilidad y Crecimiento. A continuación se comenta la evolución desglosada de ingresos y gastos en el segundo trimestre, utilizando la información en términos de caja, por ser esta la que se encuentra disponible en el momento de redactar este Informe (véase cuadro 3).

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 640 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta abril, superior en 175 mm de pesetas —un 37,5 %— al registrado durante el mismo período del año precedente. Este resultado mejora notablemente la previsión presupuestaria para el conjunto del año, que recogía una reducción del déficit de 48 mm de pesetas respecto al Presupuesto de 1998.

Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 9,1 % hasta abril —por encima de la previsión presupuestaria del 6,2 %—, superior al incremento del 5,8 % en los pagos no financieros. Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 8,1 %, tres puntos más que lo previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, a la evolución favorable de las afiliaciones, principalmente en el régimen general. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, también registró un incremento superior en más de dos puntos al presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante el primer cuatrimestre de 1999 coincidió con la previsión presupuestaria para el conjunto del año, ya que los mayores incrementos respecto a lo presupuestado en los gastos de consumo (sobre todo, en compras) se vieron compensados por el menor crecimiento de los pagos de prestaciones, fundamentalmente de pensiones contributivas y de gasto en farmacia —que en el cuadro adjunto se incluye en la rúbrica Resto—. Por el contrario, las prestaciones por Incapacidad temporal registraron un fuerte aumento, en contraste con la reducción prevista en el Presupuesto.

En lo relativo al INEM, se dispone de información sobre las cotizaciones sociales percibidas hasta marzo, que crecieron en dicho período un 11,7 % respecto al mismo período del año precedente, y de las prestaciones por desempleo hasta mayo, observándose una caída del 4,8 %. Ambas circunstancias se explican por la buena evolución del empleo. Por último, las bonificaciones para fomento del empleo se incrementaron en torno a un 65 % en el primer trimestre.

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

mm de pesetas y %

	Presupuesto			Ejecución		
				ENE-ABR		
	1998 (c)	1999	%	1998	1999	%
1. Ingresos no financieros	12.731	13.519	6,2	4.399	4.801	9,1
Cotizaciones sociales	8.596	9.032	5,1	2.763	2.987	8,1
Transferencias corrientes	3.998	4.327	8,2	1.597	1.766	10,6
Otros	137	160	16,5	39	48	20,9
2. Pagos no financieros	12.850	13.589	5,8	3.934	4.161	5,8
Personal	2.038	2.144	5,2	719	761	5,8
Gastos en bienes y servicios	1.211	1.281	5,7	400	433	8,3
Transferencias corrientes	9.417	9.959	5,8	2.777	2.926	5,4
Prestaciones	9.357	9.896	5,8	2.752	2.900	5,4
<i>Pensiones contributivas</i>	7.477	7.892	5,6	2.119	2.221	4,8
<i>Incapacidad temporal</i>	519	505	-2,8	125	143	14,7
<i>Resto</i>	1.361	1.499	10,1	508	535	5,3
Resto transferencias corrientes	60	64	5,9	25	26	5,9
Otros	184	205	11,6	38	41	9,2
3. Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-119	-71	-40,4	465	640	37,5

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

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

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

(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el presupuesto para 1998, ya que aún no se dispone de liquidación para el pasado año.

Tanto los capítulos impositivos como los otros ingresos netos presentaron tasas de variación superiores a las previsiones presupuestarias en el segundo trimestre, aunque se observó una desaceleración con respecto al primer trimestre. El elevado crecimiento de los impuestos directos (13,6 %) en los seis primeros meses, que contrasta con el descenso previsto en los Presupuestos (0,3 %), se debió, sobre todo, a la buena evolución de los ingresos procedentes del IRPF (7,9 %) y del impuesto sobre sociedades (47,7 %). En el caso del IRPF, hay que tener en cuenta, por un lado, la caída de los ingresos por retenciones del trabajo, asociada al descenso de los tipos medios de retención aplicado desde febrero, y, por otro, el ingreso de 145 mm de pesetas procedentes de las CCAA y de la Seguridad Social en concepto de retenciones del trabajo de ejercicios anteriores (el año pasado los ingresos realizados por este concepto fueron de 30 mm de pesetas). Si se elimina este último efecto, los ingresos del IRPF crecerían un 3,9 %, una tasa algo inferior a la previsión presupuestaria (4,2 %). Por su parte, la recaudación del impuesto sobre sociedades se vio influida positivamente por las menores devoluciones y por los ingresos procedentes de las retenciones sobre arrendamientos de bienes inmuebles y sobre las ganancias de los fondos de inversión, mientras que las plusvalías derivadas de las privatizaciones tuvieron un efecto negativo, si se compara con el año precedente.

Los impuestos indirectos crecieron un 13 % en el primer semestre, manteniendo todas las figuras impositivas que componen esta rúbrica un elevado dinamismo, con tasas de crecimiento muy por encima de las presupuestadas, debido, en gran medida, a la evolución del consumo y de las importaciones. Destaca, especialmente, el IVA, que creció un 16,1 %, aunque sobre esta tasa incide el descenso de las devoluciones en relación con el año precedente. Una vez eliminado este efecto, su tasa de crecimiento sigue siendo, sin embargo, superior a lo presupuestado (9,9 %). En el caso de los impuestos especiales, debe resaltarse el avance de los impuestos sobre hidrocarburos y determinados medios de transporte, y del impuesto sobre la electricidad, que incluye un mes más que en 1998, y, entre los otros impuestos indirectos, el que recae sobre las primas de seguro. El comportamiento de este último tributo, al igual que el de determinados medios de transporte, se justifica por la evolución expansiva de las ventas de automóviles.

Finalmente, a lo largo del segundo trimestre los otros ingresos netos acercaron su tasa de variación acumulada a la prevista en el Presupuesto. La caída de los ingresos patri-

moniales se debió a que el aumento de los dividendos y participaciones en los beneficios del Banco de España no compensó los menores ingresos por privatizaciones en este año. Del resto de los otros ingresos, solo las transferencias corrientes presentaron una tasa de crecimiento positiva. Las tasas y otros ingresos cayeron un 13,3 % en el primer semestre, como consecuencia de los menores ingresos por primas de emisión de deuda pública, y las transferencias de capital registraron un descenso del 9,7 %, explicado por un calendario distinto de las procedentes de la UE.

En cuanto a los pagos no financieros, también se desaceleraron con respecto al primer trimestre. No obstante, todos los capítulos de gasto, salvo los de personal y las transferencias de capital, presentaron, en el primer semestre, tasas de variación superiores a las presupuestadas para el conjunto del año. La tasa de crecimiento de los pagos por intereses (22,5 %) se encuentra influida, como se comentó con anterioridad, por el distinto calendario de vencimientos de deuda pública. Este efecto se eliminará en la segunda mitad del año, de tal forma que la tasa de crecimiento de los pagos por este concepto se irá acercando a la caída prevista en los Presupuestos (8,8 %); este descenso viene justificado por los mayores pagos ocasionados en 1998 por la amortización anticipada de deuda, y por los efectos derivados de la disminución de los tipos de interés desde 1995 y por los superávits primarios de los últimos ejercicios. Las desviaciones más significativas con respecto a lo presupuestado se produjeron en los capítulos de compras y de inversiones reales, habiéndose consumido, en ambos casos, algo más del 60 % de los créditos presupuestados. En el caso de las compras, se presupuestó una caída del 12,4 % frente al incremento del 16,5 % en el primer semestre. En el caso de las inversiones reales, la tasa prevista es del 5,3 %, que contrasta con la observada hasta junio (22,2 %). El crecimiento de las transferencias corrientes también ha sido superior al presupuestado, aunque debe tenerse en cuenta que, entre estas, se encuentran las destinadas a la Seguridad Social y a las CCAA, que crecen como consecuencia de la asunción por parte del Estado del coste de la sanidad y por el traspaso de competencias en materia de enseñanza no universitaria a las comunidades de Aragón, Baleares y La Rioja. Por su parte, las transferencias de capital se redujeron un 10,9 % en relación con el primer semestre del año anterior, descenso explicado por el retraso de los pagos a RENFE y por la disminución de las transferencias destinadas a subvencionar los intere-

ses de los préstamos para adquisición de viviendas. Por último, en lo relativo a los gastos de personal se mantuvo una tasa de crecimiento inferior a la presupuestada (0,4 %, frente a 2,6 %).

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

Según los datos de la Balanza de Pagos, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital alcanzó un superávit de 279 millones de euros en los cuatro primeros meses de 1999, lo que supone un deterioro de 2.699 millones en relación con el observado en las mismas fechas del ejercicio anterior (véase cuadro 4). Este resultado fue consecuencia, fundamentalmente, de la notable ampliación del desequilibrio comercial en este período, reflejo de la debilidad que han mostrado las exportaciones de bienes, que no ha podido ser compensado por los excelentes resultados de las operaciones turísticas ni por la mejora que ha registrado el resto de los saldos de la cuenta corriente: el superávit por transferencias corrientes aumentó ligeramente gracias al mayor avance de los flujos procedentes de la UE, en concepto de FEOGA-Garantía; del mismo modo, el déficit de rentas registró una corrección, como consecuencia del fuerte dinamismo que mostraron los ingresos, en especial los correspondientes al sector privado, que se han beneficiado de la expansión de los activos de este sector. Por el contrario, el saldo por cuenta de capital mostró un considerable deterioro en el período enero-abril, en comparación con el año anterior, debido a los retrasos en la percepción de los fondos estructurales asignados a España en el presupuesto comunitario.

Como ya se señaló en el epígrafe 4.1, la no disponibilidad, por el momento, de las cuentas de los sectores institucionales con la nueva metodología SEC 95 impide valorar adecuadamente el desglose sectorial de los flujos de ahorro e inversión de los sectores residentes. No obstante, sí puede deducirse de los comentarios realizados en este epígrafe que el debili-

CUADRO 4		
Balanza de pagos: resumen (a)		
Millones de euros		
	ENE-ABR 1998	ENE-ABR 1999
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	54.547	56.634
Mercancías	32.944	32.475
Servicios	12.450	14.083
<i>Turismo</i>	7.156	8.086
<i>Otros servicios</i>	5.294	5.997
Rentas	3.978	4.754
Transferencias corrientes	5.175	5.322
Cuenta de capital	2.636	1.972
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	53.976	57.993
Mercancías	36.816	39.317
Servicios	7.696	8.685
<i>Turismo</i>	1.231	1.423
<i>Otros servicios</i>	6.465	7.262
Rentas	6.231	6.750
Transferencias corrientes	3.234	3.240
Cuenta de capital	228	334
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	571	-1.359
Mercancías	-3.872	-6.842
Servicios	4.754	5.398
<i>Turismo</i>	5.925	6.663
<i>Otros servicios</i>	-1.170	-1.265
Rentas	-2.253	-1.996
Transferencias corrientes	1.941	2.082
Cuenta de capital	2.408	1.638

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

tamiento que continúa mostrando la capacidad de financiación de la economía, estaría, en parte, compensado por la menor necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, aunque también podría haberse reflejado en un deterioro de los saldos sectoriales de empresas y familias, a consecuencia de la fuerte expansión que siguen mostrando la inversión residencial y la inversión productiva privada.

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

En el ámbito financiero, el segundo trimestre se ha caracterizado en España por una transmisión gradual de las disminuciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés de muy corto plazo y a los tipos bancarios, que han llegado a situarse, especialmente en el caso de los tipos crediticios, en niveles muy reducidos. En cambio, las rentabilidades negociadas en los mercados españoles de bonos y obligaciones se han visto incrementadas significativamente, siguiendo las pautas del área del euro.

Las favorables condiciones crediticias han propiciado una continuación del elevado ritmo de expansión de la financiación al sector privado de la economía, que se estima ha crecido en torno al 16 % en tasa interanual en el segundo trimestre. Por su parte, el incremento de los tipos de interés a más largo plazo en relación con los de corto plazo ha reducido el atractivo de los activos financieros líquidos en favor de otros activos que ofrecen más rentabilidad y riesgo. Esto se ha reflejado en un ritmo de avance interanual de los activos financieros líquidos que se estima ligeramente por debajo del 5 % al final del segundo trimestre, una cifra más en consonancia con la evolución de la actividad económica.

5.1. Los tipos de interés y los mercados financieros

Como en otros países europeos, a partir del mes de mayo ha tenido lugar un aumento significativo de las rentabilidades negociadas en los mercados españoles de bonos y obligaciones, que se ha intensificado en las últimas semanas. Este incremento ha sido especialmente acusado en el caso de las obligaciones a diez años, que se han negociado en los últimos días a tipos de interés en torno al 5 %, que es la misma rentabilidad a la que se negociaban hace un año y casi un punto por encima del nivel de finales de 1998.

Obviamente, este desarrollo ha afectado a los mercados primarios de deuda pública, en los que, tras un período transitorio durante los meses de abril y mayo en el que las rentabilidades ofrecidas por el Tesoro mostraron una ligera caída, en el mes de junio, y sobre todo en las subastas celebradas en julio, los tipos de interés se han revisado al alza. Así, la rentabilidad en las emisiones de letras del Tesoro a un año ha recuperado, en julio, los niveles del primer trimestre, en torno al 2,9 %, mientras que los tipos en las emisiones de letras a dieciocho meses se han situado por encima del 3 %. Por lo que respecta a las emisiones de deuda a medio y largo plazo, este cambio de tendencia se ha

CUADRO 5

Tipos de interés y mercados financieros nacionales (a)

	1998				1999		Pro memoria: julio 1999
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	3,02	2,79	2,67	2,06	1,90	1,66	...
Tipo sintético activo	6,20	5,93	5,80	5,15	5,02	4,54	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,01	4,05	3,67	2,95	2,94	2,75	2,95
Subasta de bonos a tres años	4,32	4,35	3,96	3,54	3,51	3,29	3,92
Subasta de obligaciones a diez años	5,14	5,05	4,75	4,32	4,40	4,59	5,09
MERCADOS SECUNDARIOS:							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,05	4,06	3,64	2,88	2,91	2,68	2,78
Deuda pública a diez años	5,09	5,02	4,47	4,08	4,25	4,60	4,90
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,18	0,22	0,43	0,20	0,22	0,25	0,22
Pagarés de empresa	4,12	4,30	3,82	3,21	3,09	2,89	2,94
Obligaciones privadas	5,06	4,96	4,35	4,29	3,93	4,18	...
Índice General de la Bolsa de Madrid (c)	40,49	39,66	8,72	37,19	-0,12	4,22	0,76

Fuente: Banco de España.
(a) Datos medios diarios del último mes del trimestre.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Variación porcentual acumulada del Índice desde comienzos de año.
Última información disponible: 23 de julio de 1999.

acusado de forma más pronunciada. Concretamente, en la subasta del mes de junio el tipo de colocación de las obligaciones a diez años aumentó 38 puntos básicos sobre el nivel del mes anterior, y en la subasta del mes de julio el tipo marginal se incrementó adicionalmente en casi medio punto porcentual, hasta el 5,1 % (véase cuadro 5).

En cuanto a los mercados de valores privados de renta fija, hay que destacar el notable aumento de la contratación en el mercado AIAF en el período enero-junio de 1999. El volumen negociado en este período ha sido de 216 mm de euros (36 billones de pesetas), lo que supone casi triplicar el volumen negociado en el mismo período del año anterior. El mayor dinamismo de este mercado se ha debido, de una parte, al auge de los fondos de titulización tras las importantes emisiones de estos bonos en el mercado primario, ligados en su mayoría al mercado hipotecario; y, de otra, a la reactivación del mercado de pagarés de empresa, como consecuencia, en parte, del cambio de fiscalidad de estos productos que ha tenido lugar desde principios de 1999, que ha supuesto la eliminación de la retención a cuenta en las transmisiones realizadas por personas jurídicas. Respecto a las rentabilidades negociadas en este segmento, hay que señalar que permanecen muy alineadas con el mercado de depósitos interbancarios a doce meses, en torno al

3 %. Por último, también es destacable el incremento de la contratación de valores privados de medio y largo plazo (obligaciones, bonos y cédulas). El mantenimiento de un diferencial respecto a la deuda pública, en un entorno de tipos de interés reducidos, ha podido ser un factor que haya incentivado la demanda de estos valores.

En línea con la evolución del mercado secundario, las emisiones primarias de valores de renta fija han mantenido el tono de mayor dinamismo que viene mostrando este mercado desde finales de 1998, si bien durante el segundo trimestre de 1999 se detecta un menor volumen en la emisión de valores. Con todo, durante el primer semestre del año las emisiones de valores privados ascendieron a 2,7 mm de euros, de los que un 85 % corresponde a emisiones de bonos titulizados.

En cuanto a la renta variable, los mercados bursátiles nacionales siguen experimentando una volatilidad relativamente elevada, que puede estar frenando la inversión en estos valores. Tras el retroceso experimentado en los meses de febrero y marzo, durante el segundo trimestre se perfiló una senda de moderada recuperación, asociada a la mejora de las perspectivas económicas en el contexto europeo. Así, en conjunto, el Índice General de la Bolsa de Madrid experimentó una revalorización acumulada

CUADRO 6

Ahorro y posición financiera

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

	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (Datos del cuarto trimestre)							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (d)
Posición financiera de la nación	-16,6	-19,0	-19,3	-18,1	-17,7	-18,1	-19,4	-18,3
Empresas no financieras y familias	39,5	47,8	52,8	59,1	68,4	77,2	86,4	86,0
<i>Empresas no financieras (c)</i>	-17,2	-16,3	-13,6	-11,0	-6,8	-4,9	-0,5	-0,2
<i>Familias</i>	56,7	64,1	66,3	70,1	75,3	82,1	86,9	86,3
Instituciones de crédito (a) (c)	12,4	14,0	12,9	12,1	12,8	14,3	14,3	14,4
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Administraciones Públicas	-35,0	-42,0	-46,1	-50,3	-52,6	-52,0	-50,0	-49,2

Fuente: Banco de España.

(a) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(b) Empresas de seguro, instituciones de inversión colectiva, y sociedades y agencias de valores.

(c) Excluidas las acciones del pasivo.

(d) Datos del primer trimestre.

del 4,2 % en el primer semestre de este año, que es algo inferior a las revalorizaciones registradas en las principales plazas europeas.

Por lo que respecta a los tipos de interés bancarios, el efecto dominante en el segundo trimestre ha sido, todavía, el del traslado del recorte en el tipo oficial del Eurosistema instrumentado en abril a las operaciones con clientes. Este descenso ha sido más acusado en las operaciones activas que en las de captación de pasivo. Así, el tipo sintético de las operaciones de crédito se situó, en el segundo trimestre, en torno al 4,5 %, frente al 5 % del primer trimestre de 1999, lo que representa una disminución similar a la del tipo oficial (véase cuadro 5). Por su parte, el ya de por sí reducido nivel de los tipos de interés de los depósitos ha supuesto que estos hayan disminuido en menor medida en el segundo trimestre. Aun así, el tipo sintético de los depósitos se ha revisado a la baja en 25 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7 % en junio. En cualquier caso, habrá que prestar atención al posible efecto sobre los tipos de interés bancarios derivado del cambio de tendencia observado en las últimas semanas en los tipos de interés de los mercados financieros.

5.2. Los flujos financieros del conjunto de la economía

La información de las cuentas financieras del primer trimestre de 1999 refleja la ausencia de cambios significativos en los flujos financieros de la economía durante los tres primeros meses del año, en relación con el cuarto trimestre de 1998. Como se observa en el cuadro 6, se produce una reducción del ahorro neto del sector privado y se consolidan las tendencias ya apuntadas en el anterior «Informe trimestral», que mostraban un ahorro financiero neto de las familias reducido, especialmente si se compara con los datos pasados y, en concreto, con un período similar de bonanza económica como fueron los años 1988-1992. Las tendencias que podrían extrapolarse sobre la base de la información provisional disponible para el segundo trimestre del año confirman el deterioro del ahorro financiero neto de las familias, en la medida en que el ritmo de adquisición de activos financieros ha sido mucho más moderado que el de la toma de pasivos. La tendencia a un menor ahorro de las familias no ha repercutido significativamente en el ahorro financiero de la nación, que sigue situado en torno al 1 % del

CUADRO 7

Detalle de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos

Millones de euros

	1997	1998	ENE-ABR	
			1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-2.775	-1.188	-1.610	1.856
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	34.479	65.681	25.405	24.859
Inversiones directas (a)	5.621	10.152	3.809	2.553
Inversiones de cartera (b)	11.068	15.354	-1.662	8.946
Administraciones Públicas	9.952	4.125	-6.067	5.783
Otros sectores residentes	1.183	8.469	2.199	863
Sistema crediticio	-67	2.760	2.206	2.300
Otras inversiones	17.790	40.176	23.258	13.360
Administraciones Públicas	21	866	76	152
Otros sectores residentes	544	4.319	2.298	3.682
Sistema crediticio	17.226	34.991	20.884	9.526
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	37.255	66.870	27.015	23.003
Inversiones directas	10.970	16.507	3.837	5.371
Otros sectores residentes	9.844	14.756	3.432	5.293
Sistema crediticio	1.126	1.751	405	78
Inversiones de cartera	14.377	40.985	10.874	21.020
Otros sectores residentes	10.049	29.873	9.441	13.965
Sistema crediticio	4.328	11.112	1.433	7.055
Otras inversiones	1.555	21.625	13.629	10.103
Administraciones Públicas	331	388	163	-19
Otros sectores residentes	12.392	17.668	9.133	1.012
Sistema crediticio	-11.168	3.569	4.333	9.110
Activos de reserva	10.352	-12.248	-1.325	-13.491

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.

PIB al final del primer trimestre (calculado en términos acumulados de los últimos cuatro trimestres), puesto que se ha producido una mejora progresiva del ahorro de las Administraciones Públicas, hasta el -1,4 % del PIB en el primer trimestre de 1998. Por otro lado, las necesidades de endeudamiento de las empresas no financieras se han mantenido estables en el primer trimestre, en torno al -1,1 % del PIB.

En términos de la posición financiera neta, definida como la diferencia entre el total de activos y pasivos financieros, esta evolución del ahorro financiero neto ha supuesto una ligera caída en el caso de las familias, que contrasta con el continuo aumento registrado en el pasado, y un incremento de la posición financiera de las empresas, que han ido saneando su situación financiera en los últimos años.

La información disponible sobre la evolución de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, que abarca hasta el mes de abril, refleja una continuación de las tendencias registradas a lo largo de 1998, a la vez que se percibe un cam-

bio de signo en los flujos netos de capitales respecto a los experimentados el mismo período del año anterior. Así, el saldo de la cuenta financiera mostró unas entradas netas de capital por importe de 1.856 millones de euros en los cuatro primeros meses de 1999, frente a unas salidas netas de 1.610 millones de euros en el mismo período del año anterior (véase cuadro 7).

La adquisición de activos exteriores (salidas de capital) mantuvo un fuerte dinamismo en los primeros meses de 1999. Las inversiones directas experimentaron un crecimiento elevado en el período enero-abril, sustancialmente superior al registrado en el mismo período del año anterior, fruto del intenso proceso inversor de las empresas españolas en el exterior, especialmente en Iberoamérica. Las inversiones en cartera se han duplicado en los cuatro primeros meses del año, y en ellas destaca la adquisición de valores por parte de las entidades de crédito españolas. En el apartado de otras inversiones, se ha observado un ligero aumento de los depósitos de los residentes en el exte-

rior, aunque muy inferior al mostrado en el mismo período del año anterior. Finalmente, la disminución que se observa en los activos de reserva está, en buena medida, explicada por el vencimiento de las operaciones *swap* de divisas contratadas el año anterior y por la transferencia de reservas del Banco de España al BCE que tuvo lugar a comienzos de este año —y que, en contrapartida, dio lugar a un activo de la misma magnitud clasificado en el apartado de otras inversiones—.

En cuanto a las entradas de capital, entre enero y abril de 1999 se ha registrado un volumen similar al exhibido en el mismo período del año anterior, aunque este año un alto porcentaje de la variación de pasivos frente al exterior se ha canalizado a través de la compra de valores emitidos por las AAPP. También hay que destacar el elevado flujo de financiación obtenido por el sector privado en el exterior, que, en los cuatro primeros meses del año, está solo ligeramente por debajo de la financiación total concedida por entidades no residentes a lo largo de todo 1998. Además, como ha venido sucediendo en los últimos años, las entidades de crédito españolas aumentaron su endeudamiento exterior, lo que supone que el ahorro financiero nacional continúa siendo insuficiente para cubrir la cuantiosa adquisición de activos exteriores por parte de los residentes.

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

Según se ha comentado en el apartado anterior, el ahorro financiero neto del sector privado en relación con el PIB se redujo en el primer trimestre y se estima que podría registrar una nueva disminución en el período abril-junio. Esta evolución general es el resultado del menor ahorro financiero de las familias y de un mantenimiento del correspondiente a las empresas no financieras. El menor ahorro financiero neto del sector privado viene explicado por el fuerte incremento de los pasivos financieros, frente a un crecimiento más moderado de sus activos financieros (véase cuadro 8).

El seguimiento que se realiza mensualmente del conjunto de los activos financieros más líquidos, así como de la financiación bancaria, ya ha permitido observar la diferente trayectoria de los activos y pasivos financieros de las empresas y las familias en los últimos meses, si bien, como se refleja en el gráfico 22, la evolución de los activos financieros líquidos resulta mucho más moderada que la de los activos totales. Así, se estima que los activos financieros totales de empresas y familias han crecido en torno a un 11 % en tasa interanual en el segun-

do trimestre, cifra que se sitúa por encima de la expansión del trimestre anterior, pero inferior al 13 % alcanzado a finales de 1998. Por el contrario, los activos financieros líquidos —que incluyen, junto a los medios de pago, otros activos financieros, como los depósitos a plazo, las cesiones temporales, los valores bancarios y las participaciones en fondos de inversión de renta fija— han crecido en torno al 5 %, ligeramente por debajo de la tasa registrada a finales de 1998. Dentro de este subconjunto de activos financieros, son los medios de pago los instrumentos que han mostrado una aceleración mayor durante este segundo trimestre, como consecuencia, muy probablemente, del reducido coste de oportunidad de mantener dichos activos.

Por el lado de los pasivos financieros, se aprecia una cierta aceleración de la evolución ya marcadamente expansiva que se había experimentado en los últimos trimestres, hasta alcanzar una tasa interanual de casi el 17 % en junio. Dado el carácter más provisional de la información disponible sobre algunos pasivos financieros, como el crédito interempresarial, sería conveniente prestar más atención al agregado de endeudamiento compuesto por el crédito bancario y los valores de renta fija. Al analizar esta variable de financiación, se observa que en el segundo trimestre no se ha producido una aceleración como la que muestran los pasivos totales estimados, aunque sí se comprueba que la financiación concedida al sector privado ha consolidado los elevados ritmos de crecimiento (16 %) ya mostrados en períodos anteriores.

5.3.1. Flujos financieros de las familias

La evolución de los flujos financieros durante la primera mitad del año 1999 pone de manifiesto la consolidación de la menor capacidad de ahorro de este sector, situada por debajo del 3 % del PIB. Este resultado es consecuencia de una cierta estabilización del ritmo de crecimiento de las operaciones activas, aunque con altibajos, mientras que los niveles de endeudamiento han mostrado un perfil creciente que se ha acentuado significativamente en lo que va de año. Además, a diferencia de lo que ocurrió en 1998, el efecto de las revalorizaciones de algunos activos financieros apenas compensa la moderación de los flujos financieros, habida cuenta de la incertidumbre y volatilidad que han mostrado los mercados bursátiles durante todo el primer semestre de 1999. Todo ello determina un incremento muy pequeño de la riqueza financiera neta de las familias (véase gráfico 23).

CUADRO 8

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

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1998				1999 (b)	
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	1.270,5	14,9	14,0	10,5	12,9	10,2	11,4
Activos financieros líquidos	545,6	6,9	5,5	5,3	5,4	4,0	4,7
<i>Medios de pago</i>	253,9	10,5	7,7	10,2	14,6	14,6	16,8
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	291,6	4,5	3,9	2,0	-1,1	-3,3	-4,0
Resto de activos financieros	724,9	22,8	22,4	15,4	20,0	15,5	17,1
Pasivos financieros totales	863,8	10,3	12,7	12,3	13,3	15,5	16,9
Financiación bancaria más valores de renta fija	543,5	13,1	15,4	14,8	16,2	15,3	16,0
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	440,3	14,2	16,7	15,9	15,8	14,4	15,5
Resto de pasivos financieros	320,3	5,7	8,3	8,2	8,4	16,0	18,4
FAMILIAS:							
Activos financieros totales	806,6	15,2	11,7	6,9	10,5	6,4	8,8
Activos financieros líquidos	453,6	6,5	4,4	4,7	3,6	2,0	3,7
<i>Medios de pago</i>	191,2	7,6	4,9	6,5	8,9	10,6	14,0
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	262,4	5,8	4,1	3,6	0,4	-3,1	-2,8
Resto de activos financieros	353,0	30,8	24,1	10,6	21,9	12,7	16,2
Pasivos financieros totales	360,3	11,7	12,2	12,0	13,4	16,0	18,3
Financiación bancaria más valores de renta fija	250,4	16,8	17,4	16,5	18,3	18,6	20,0
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	226,8	17,6	18,2	17,2	19,1	19,4	20,9
Resto de pasivos financieros	109,9	2,2	2,4	3,3	3,6	10,5	14,6
EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	463,9	14,1	18,6	17,5	17,5	17,6	16,3
Activos financieros líquidos	92,0	8,9	11,2	8,7	14,8	15,1	9,9
<i>Medios de pago</i>	62,8	22,3	18,1	24,7	35,4	28,8	26,0
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	29,2	-5,7	2,4	-9,7	-13,5	-4,5	-13,7
Resto de activos financieros	371,8	15,6	20,7	20,0	18,2	18,3	18,0
Pasivos financieros totales	503,4	9,3	13,1	12,5	13,2	15,2	15,9
Financiación bancaria más valores de renta fija	293,1	10,3	13,9	13,5	14,6	12,7	12,8
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	213,5	11,0	15,4	14,7	12,7	9,6	10,3
Resto de pasivos financieros	210,4	7,9	11,8	11,1	11,2	19,0	20,5

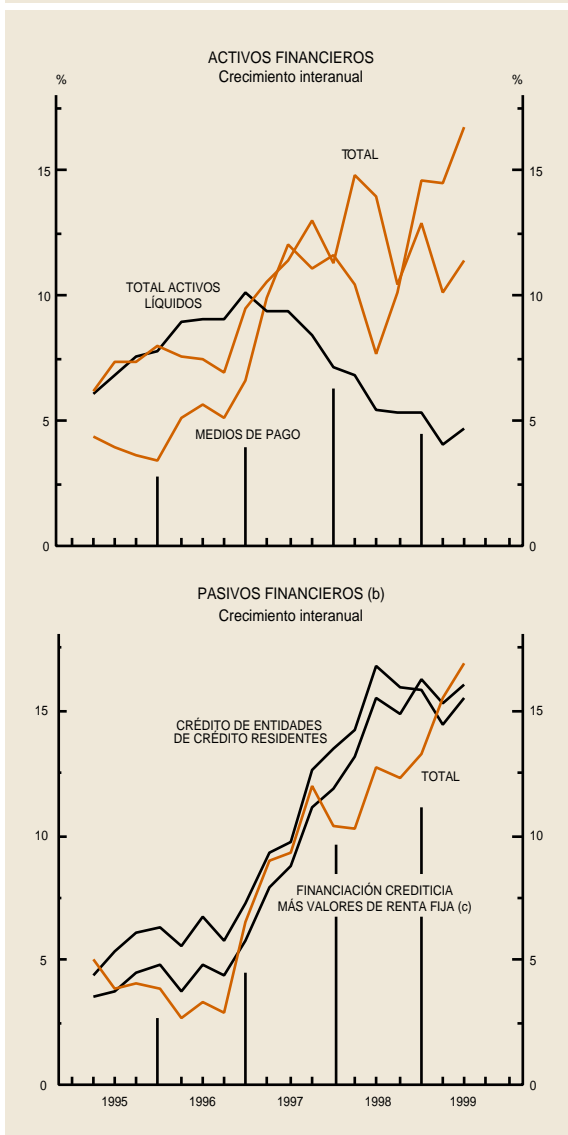
Fuente: Banco de España.
(a) Miles de millones de euros.
(b) Los datos correspondientes al segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

El ritmo más moderado de crecimiento de los activos financieros de las familias, en comparación con el registrado en años anteriores o con la evolución de los pasivos financieros, puede deberse, en parte, a la baja rentabilidad de los instrumentos tradicionales de ahorro, que incentiva el consumo y la inversión en activos reales. De hecho, los indicadores de actividad y precios del sector de construcción muestran un fuerte dinamismo, como se pone de manifiesto en el capítulo anterior de este Informe. La mayor volatilidad de los mercados bursátiles nacionales y las caídas de precios en los mercados de deuda podrían estar también desanimando la adquisición de activos financieros a favor del gasto en consumo y en vivienda.

Atendiendo a la evolución más reciente de los activos financieros totales de las familias, su crecimiento interanual se ha situado en tasas próximas al 9 % en el segundo trimestre. El reducido nivel de los tipos de interés ha provocado que la demanda de activos financieros se siga polarizando en los activos más líquidos —cuyo coste de oportunidad ha disminuido significativamente— y en los activos con menor grado de liquidez, pero que pueden ofrecer una mayor rentabilidad a cambio de un mayor riesgo. De esta forma, los activos con tasas de crecimiento más elevadas son los medios de pago, que en el segundo trimestre presentan una expansión interanual estimada del 14 %, y los activos con un grado reducido de liquidez,

GRÁFICO 22

Empresas no financieras y familias (a)



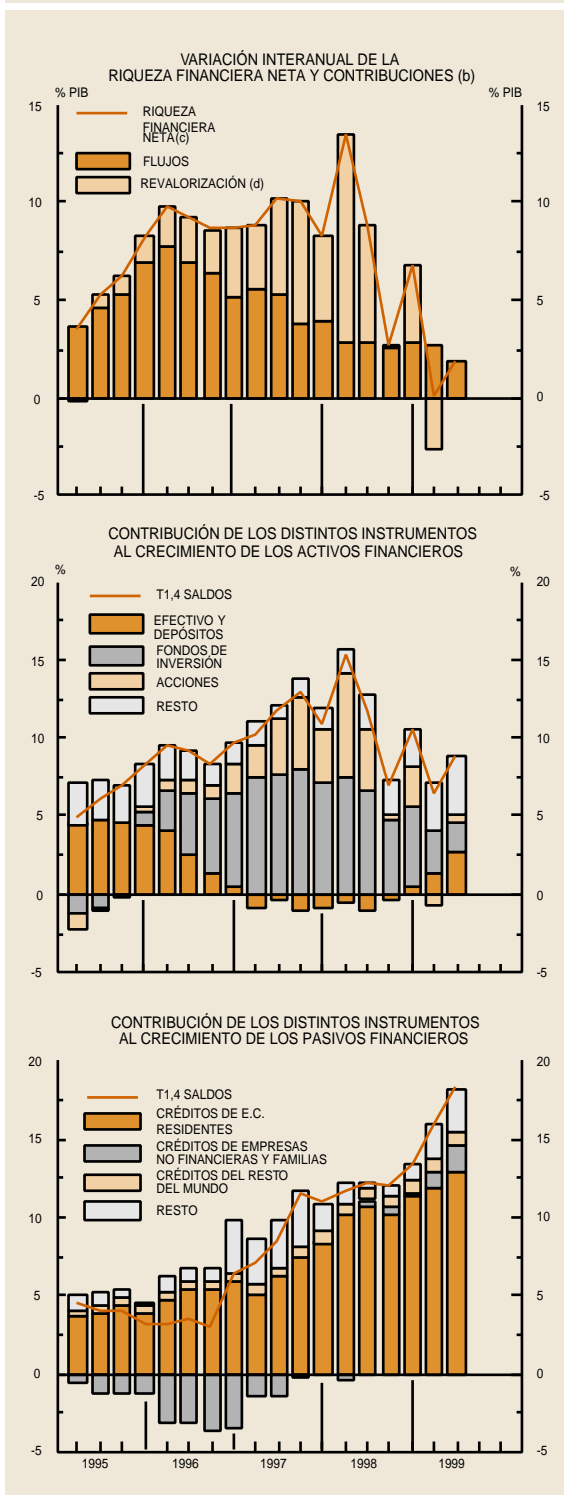
Fuente: Banco de España.
 (a) Los datos del segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.
 (b) Excluidas las acciones.
 (c) No incluye el crédito comercial.

como son las acciones y los valores de renta fija. En contraste, el conjunto de los activos líquidos distintos de los medios de pago —esto es, los depósitos a plazo, las cesiones temporales y las participaciones en fondos de inversión de renta fija— mostó tasas de avance negativas en los dos primeros trimestres de 1999, en la medida en que la rentabilidad adicional ofrecida no parece compensar su menor liquidez.

En el primer semestre de 1999, se estima que la cartera de acciones de las familias ha re-

GRÁFICO 23

Familias (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Los datos del segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.
 (b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
 (c) Calculada con una estimación del activo para aproximarlo a una valoración a precios de mercado.
 (d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

gistrado una expansión moderada, reflejo de la ausencia de una tendencia clara de los precios en este mercado. En todo caso, en el segundo trimestre se ha apreciado una tímida revalorización, fruto de las mejores perspectivas económicas, y las adquisiciones por parte de las familias podrían haber sido más elevadas. Además, a comienzos del tercer trimestre se han producido varias Ofertas Públicas de Valores, que han recibido una demanda cuantiosa por parte del público.

Por lo que respecta a la evolución de los pasivos financieros, durante el segundo trimestre se estima que ha tenido lugar una progresiva aceleración, hasta tasas del 18 %, consolidándose un perfil de avance rápido durante los últimos nueve meses. En concreto, el crédito bancario, concedido tanto por entidades residentes como no residentes, que es el instrumento más relevante y sobre el que se dispone de información más precisa, aumentó a una tasa interanual del 20 % en el segundo trimestre, lo que sugiere que el reducido nivel de los tipos de interés crediticios, las buenas perspectivas económicas y el aumento de la renta disponible derivado de la disminución de las retenciones por IRPF han incentivado un endeudamiento intenso de las familias.

La información trimestral de los balances bancarios respecto al destino del crédito concedido a las personas físicas (que es un concepto que no coincide exactamente con el de familias que se analiza en este epígrafe) evidencia el mantenimiento de los importantes ritmos de crecimiento del crédito destinado a la adquisición de vivienda, que se situaron durante el primer trimestre de 1999 en tasas cercanas al 20 %. Asimismo, se observa un importante repunte del crédito destinado a bienes de consumo duradero, que aumentó a una tasa superior al 40 % en el primer trimestre.

5.3.2. *Flujos financieros de las empresas no financieras*

Los flujos financieros de las empresas muestran una evolución más equilibrada entre el crecimiento de los activos y pasivos financieros que en el caso de las familias, lo que se traduce en el mantenimiento de un ahorro financiero neto estable. Esto podría explicarse, en alguna medida, por la mayor facilidad de las empresas para financiar sus inversiones con cargo a sus recursos propios en la fase alcista del ciclo, cuando sus cuentas de resultados son más favorables, sin necesidad de acudir al endeudamiento externo. De hecho, las tasas de crecimiento de los activos financieros de las

empresas han superado a las de los pasivos en los últimos trimestres.

Se estima que los activos financieros totales experimentaron un crecimiento del 16 % durante el segundo trimestre, que es el resultado, como en el caso de las familias, de un fuerte crecimiento de los medios de pago (26 %) y de los activos que no se consideran líquidos. Dentro de estos, los activos frente a las empresas y familias (el denominado crédito interempresarial) y frente al resto del mundo siguen mostrando una contribución elevada al crecimiento de los activos financieros de las empresas, como se aprecia en el gráfico 24. En relación con este último componente, se observa una cierta moderación en los depósitos mantenidos en entidades no residentes, mientras que las inversiones directas en el exterior mantienen el dinamismo de trimestres anteriores, con flujos medios de crecimiento trimestral en torno a los 2,5 mm de euros en el último año.

La evolución estimada de los pasivos financieros durante el segundo trimestre se ha caracterizado por una ligera aceleración, hasta alcanzar el 16 % en tasa interanual. En términos de la contribución al crecimiento de estos pasivos, se observa un cierto cambio en su composición por instrumentos: así, aunque el crédito bancario continúa siendo la principal fuente de financiación, desde mediados del año pasado muestra una trayectoria descendente en su contribución al crecimiento del total de la financiación de las empresas; por su parte, las otras fuentes de financiación alternativas —como son el crédito empresarial y la financiación exterior— han mostrado una importante contribución al conjunto de la financiación obtenida por este sector.

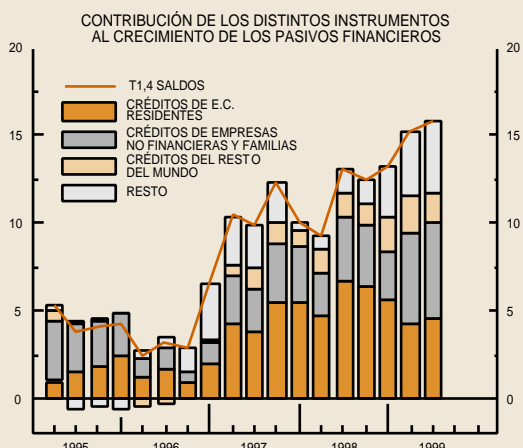
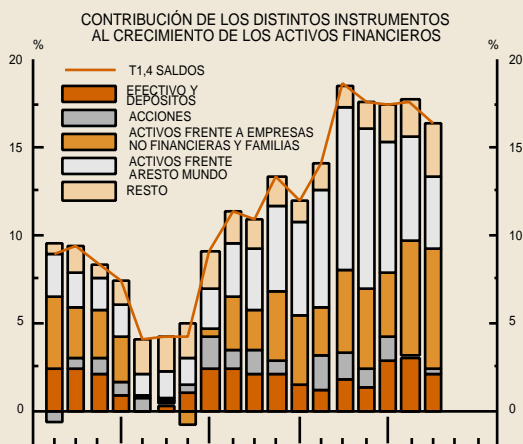
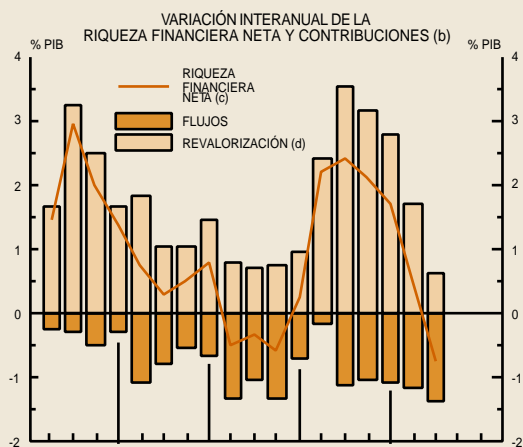
Por último, la información disponible sobre el destino del crédito bancario concedido a las empresas durante el primer trimestre indica que la financiación otorgada al sector de servicios y a la industria se mantiene en tasas interanuales de crecimiento similares a las de final de año, en torno a un 16 % y un 11 %, respectivamente. Sin embargo, el crédito al sector de la construcción se ha moderado significativamente hasta el 12 %, desde el 17 % que registraba a finales de año.

5.4. *Flujos financieros de las Administraciones Públicas*

En el primer trimestre de 1999, el ahorro financiero neto del conjunto de las Administraciones Públicas ha experimentado una nueva mejoría, al pasar del -1,7 % del PIB a finales de 1998 al -1,4 %; la información disponible del

GRÁFICO 24

Empresas no financieras (a)

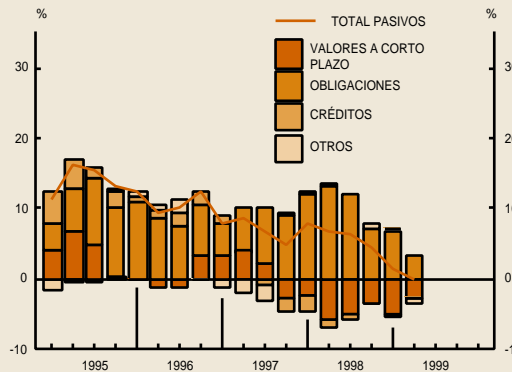


Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.
- (b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
- (c) No se incluyen las acciones en el pasivo. Calculada con una estimación del activo para aproximarla a una valoración a precios de mercado.
- (d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

GRÁFICO 25

Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas T 1,4 y contribuciones



Fuente: Banco de España.

segundo trimestre apunta a que esta mejora podría haber continuado.

La trayectoria descendente descrita por las necesidades de financiación durante los últimos trimestres ha tenido su correspondencia en la desaceleración continuada de los ritmos de crecimiento de los pasivos financieros de las AAPP, como se observa en el gráfico 25. En cuanto a la cobertura por instrumentos de estas necesidades de financiación, ha continuado el alargamiento de los plazos de los pasivos financieros, mediante la sustitución de valores de renta fija a corto plazo por bonos y obligaciones.

En el conjunto de la primera mitad del año, la colocación neta de valores públicos en los mercados de emisión ha ascendido a 6,5 mm de euros, a la que se añade un incremento de la financiación en moneda extranjera por importe de 950 millones de euros. Al haber superado los recursos captados en los mercados de valores a las necesidades de financiación efectivas, se ha elevado el volumen de activos financieros de las AAPP. En concreto, el saldo de los depósitos de las AAPP en el Banco de España se ha incrementado por importe de 6 mm de euros en el primer semestre.

Atendiendo a los resultados de las colocaciones de valores del Estado, las emisiones netas de letras del Tesoro efectuadas durante el período abril-julio fueron negativas por importe de 4,1 mm de euros. A pesar de ello, este importe supone una cierta recuperación de la actividad en relación con la fuerte contracción del trimestre anterior, período donde tuvo lugar la

mayor parte de los vencimientos para este año. La reducción acumulada del saldo vivo de letras del Tesoro en la parte transcurrida del año se eleva a 11,3 mm de euros, concentrándose dicha disminución en el plazo de los dieciocho meses, mientras que en los plazos de doce y seis meses se ha producido, en general, una renovación de los saldos que vencían. En cuanto a las subastas de deuda a medio y largo

plazo resueltas en el período abril-julio, la emisión bruta superó los 11,6 mm de euros, con una distribución próxima a la de los objetivos máximos de colocación establecidos. Sin embargo, la financiación neta finalmente captada ha sido escasa, como consecuencia de las amortizaciones que ha habido en este período.

28.7.1999.

Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma

Este artículo ha sido elaborado por Pilar García Perea, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

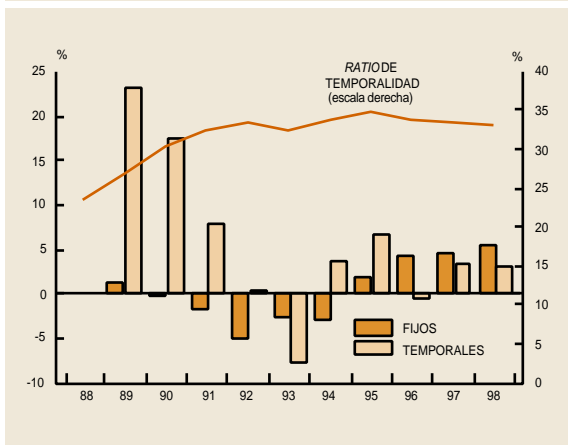
Desde 1994, España está experimentando una fase de intenso crecimiento del empleo neto, superando ampliamente los ritmos de avance que se registran en la media de los países de la Unión Europea (UE). En este período se han llevado a cabo dos reformas globales del mercado de trabajo, una a finales de 1994 y otra a mediados de 1997, y se ha introducido una nueva regulación del contrato a jornada parcial a finales de 1998. Estas reformas han ido encaminadas a potenciar la contratación indefinida y la jornada parcial, al tiempo que se ha tratado de restringir la contratación temporal, fundamentalmente a través de la negociación colectiva. Como resultado de las medidas adoptadas se observa, por un lado, que la *ratio* de temporalidad ha empezado a disminuir, aunque todavía sigue registrando porcentajes muy elevados con relación a la media de la UE; además, la *ratio* de empleo a tiempo parcial, a pesar de haber crecido de forma importante durante la década de los noventa —a un ritmo muy similar al de la media de la UE— sigue siendo notablemente inferior a las vigentes en la mayoría de los países de nuestro entorno.

El pasado 17 de mayo finalizó el período de dos años durante el cual, como resultado de la última de las dos reformas señaladas, los nuevos contratos indefinidos estuvieron incentivados a través de bonificaciones de la cuota empresarial a la Seguridad Social, en cuantías que oscilaban entre el 40 % y el 60 %, dependiendo del colectivo afectado. La bonificación, inicialmente prevista para un período transitorio de dos años, a contar desde el inicio de la vigencia del contrato, se amplió durante doce meses más por una cuantía del 20 %. Además, el régimen de bonificaciones a los nuevos contratos indefinidos, con una vigencia inicial también de dos años, se ha prorrogado hasta el 31 de diciembre de 1999, aunque su importe ha experimentado un recorte significativo, hasta quedar comprendido entre el 25 % y el 45 %. Por último, con efectos del 1 de enero de 1999, la contratación indefinida a jornada parcial pasó a estar bonificada por primera vez, desapareciendo así la desventaja a la que se encontraba sometida en comparación con la normativa vigente para los contratos de jornada completa. En este artículo se analiza la evolución reciente de las modalidades de contratación, con el propósito de valorar la incidencia de las reformas acordadas.

En los tres epígrafes que siguen se repasan, sucesivamente, la evolución reciente de la con-

GRÁFICO 1

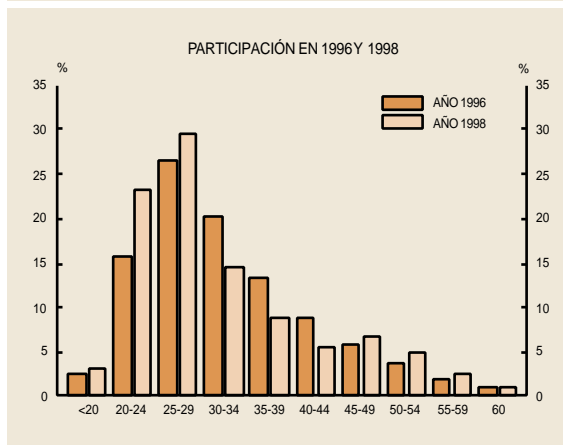
Ratio de temporalidad y evolución de asalariados



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

GRÁFICO 2

Contratación indefinida según edades



Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

tratación indefinida, temporal y a tiempo parcial. El artículo finaliza con un epígrafe de conclusiones y con un anejo, en el que se presentan con cierto detalle los aspectos legales y los nuevos incentivos que entraron en vigor el pasado 17 de mayo y que recaen sobre las distintas modalidades de contratación.

2. CONTRATACIÓN INDEFINIDA

En el gráfico 1 se observa el intenso crecimiento experimentado por el empleo fijo a partir de 1995, que estuvo acompañado de un ligero descenso de la *ratio* de temporalidad, ya que el empleo temporal siguió aumentando a buen ritmo. La reducción de la *ratio* de temporalidad entre 1995 y 1998 fue de tan solo dos puntos porcentuales, por lo que el empleo temporal, al concluir 1998, seguía alcanzando a un tercio de la población asalariada, frente a un porcentaje en torno al 10 % en la media de la UE.

En mayo de 1997, tras la firma del Acuerdo Interconfederal para la Estabilidad del Empleo (AIEE), entró en vigor el nuevo contrato indefinido de fomento, dirigido al colectivo con mayores dificultades para encontrar empleo (fundamentalmente jóvenes de 18 a 29 años, parados de larga duración, trabajadores de más de 45 años y trabajadores minusválidos) y a los contratos resultantes de la conversión de empleo temporal en indefinido. En relación con las características del contrato indefinido de naturaleza ordinaria, el de fomento rebaja los costes de despido improcedente desde 45 días por año trabajado hasta 33 días y desde un tope de 42 mensualidades hasta 24, como máximo. Por otra parte, permite acceder al colectivo de trabajadores cubiertos por este tipo de contratos a

un amplio conjunto de incentivos-bonificaciones que se aplican sobre las cuotas a la Seguridad Social (véanse cuadros A.1 y A.2, para un mayor detalle). Cabe recordar que las cuotas sobre las que se aplican las bonificaciones suponen aproximadamente un 30 % del salario. En conjunto, ambas medidas supusieron una reducción significativa del coste de este tipo de contratación indefinida, lo que sin duda contribuye a explicar la nueva senda de crecimiento del empleo indefinido que se observa en el período más reciente. Conviene destacar que las bonificaciones también se extendieron a la contratación indefinida ordinaria, por lo que los incrementos en la contratación indefinida no se concentraron exclusivamente en la de fomento, apreciándose también avances significativos en la contratación ordinaria. Nótese que en este caso el colectivo afectado es muy similar al de la contratación de fomento: jóvenes menores de 30 años, parados de larga duración, mujeres que traten de acceder a segmentos del mercado de trabajo en los que la representación femenina sea reducida y que sean desempleadas de larga duración y mayores de 45 años. En concreto, en el transcurso de los dos últimos años se han registrado algo más de un millón y medio de contratos indefinidos, de los cuales el 63,5 % han sido contratos de fomento a jornada completa y el 20,3 % contratos ordinarios también a jornada completa (véase cuadro 1).

En el gráfico 2 se aprecia cómo la introducción de estas medidas ha originado un cambio en la distribución por edades de la contratación indefinida, aumentando de forma muy marcada la participación de los menores de 30 años, especialmente del colectivo entre 20 y 29 años, y de manera muy tenue la del colectivo mayor de 45 años, todo ello en detrimento del grupo cen-

tral de edades, donde el grueso de las contrataciones tienen carácter ordinario y, además, tienen que cumplir más requisitos (ser parados de larga duración o proceder de un empleo temporal) para poder acogerse a las bonificaciones. En términos de formación se observa que durante 1998 los contratos indefinidos se desplazaron hacia niveles más elevados de cualificación, sin que, por el contrario, se aprecien cambios respecto a la distribución por sexos.

Aunque estaba previsto que la duración del régimen de bonificaciones aplicable a la contratación indefinida de fomento fuera de dos años, desde su entrada en vigor en mayo de 1997, la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, amplió el período de aplicación hasta diciembre de 1999, pero se instrumentó un recorte en las bonificaciones. La información más coyuntural revela que en el mes de mayo pasado, en el que finalizó el régimen previsto por la Ley 64/97, se produjo un fuerte aumento de la contratación indefinida, probablemente en anticipación del recorte en las cotizaciones que se iba a producir a partir de ese momento. En efecto, tal y como cabía esperar, en el mes de junio el ritmo de crecimiento de la contratación indefinida se debilitó respecto al fuerte impulso del mes anterior, pero mantuvo un dinamismo en línea con el prevaleciente en meses anteriores, por lo que en principio parece que el recorte en las bonificaciones no ha afectado muy negativamente a la contratación, aunque será necesario esperar algunos meses para comprobar si se confirma esta tendencia.

3. CONTRATACIÓN TEMPORAL

En cuanto al empleo temporal, la reforma de 1997, además de propiciar la conversión de contratos temporales en indefinidos, a través de su transformación en contratos indefinidos de fomento, eliminó los incentivos que todavía quedaban en alguna modalidad de empleo temporal, suprimió el contrato de lanzamiento de nueva actividad y volvió a retocar los contratos formativos, tanto en prácticas como de formación. Además, encomendó a la negociación colectiva la tarea de especificar los motivos que justifican la realización de contratos temporales (véanse cuadros A.1 y A.2). Todas estas medidas han ralentizado la utilización de la contratación temporal, pese a lo cual la *ratio* de temporalidad permanece en niveles muy altos. Cabría pensar que la incorporación de modificaciones sobre la contratación a través de la negociación colectiva sigue un proceso lento, por lo que sus efectos terminarán produciéndose en un horizonte temporal dilatado. No obstante, la información disponible parece indicar que la introducción de una normativa más estricta a la contratación

CUADRO 1

Contratos registrados (Miles de personas)				
	1997	%	1998	%
Total contratos	10.090	100,0	11.663	100,0
Indefinidos	704	7,0	971	8,3
<i>Ordinarios</i>	162	1,6	178	1,5
<i>Fomento</i>	418	4,1	646	5,5
<i>Tiempo parcial</i>	123	1,2	147	1,3
Temporales	9.386	93,0	10.692	91,7
<i>Obra</i>	2.766	27,4	3.177	27,2
<i>Eventuales</i>	3.466	34,4	4.114	35,3
<i>Interinidad</i>	717	7,1	587	5,0
<i>Prácticas</i>	81	0,8	95	0,8
<i>Formación</i>	156	1,5	147	1,3
<i>Tiempo parcial</i>	1.860	18,4	2.220	19,0
<i>Otros</i>	340	3,4	352	3,0
PRO MEMORIA:				
Total contratos tiempo parcial	1.983	19,7	2.367	20,3

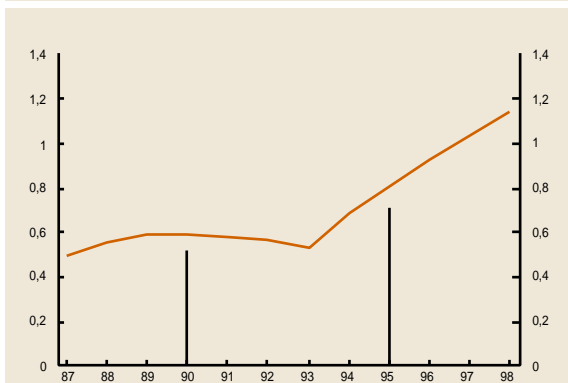
Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

temporal en los convenios se enfrenta a grandes dificultades, que es posible que perduren mientras lo haga el sistema actual de indemnizaciones de la contratación indefinida.

Durante 1997 se registraron algo más de nueve millones de contratos temporales, superándose con creces los diez millones y medio de contratos en 1998. Aunque estos datos se refieren a contrataciones brutas (al no disponerse de datos equivalentes sobre finalización de contratos no es posible transformar los datos en términos netos), son lo suficientemente elocuentes sobre la intensidad con la que se sigue recurriendo a la contratación temporal. Por modalidades, el mayor número de contratos registrados fueron de obra y eventuales, llegándose a superar entre los dos la cifra de siete millones de contratos durante 1998, mientras que los contratos en prácticas y para la formación no llegaron a alcanzar los 250.000 (véase cuadro 1). Atendiendo a las características personales de los contratos temporales, se observa que los contratos de obra y eventuales tienden a concentrarse prioritariamente entre los hombres, con edades comprendidas entre los 20 y 40 años, y con predominio de un nivel de formación bajo o medio. Por el contrario, los contratos de interinidad se efectúan mayoritariamente entre las mujeres, también con edades comprendidas entre los 20 y 40 años, y con un nivel de formación medio o medio-alto. Cabe destacar, además, que este tipo de contrato se realiza con mayor frecuencia entre los establecimientos con una dimensión intermedia (entre 100 y 500 trabajadores), frente a los contratos

GRÁFICO 3

Ratio contratos/asalariados



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

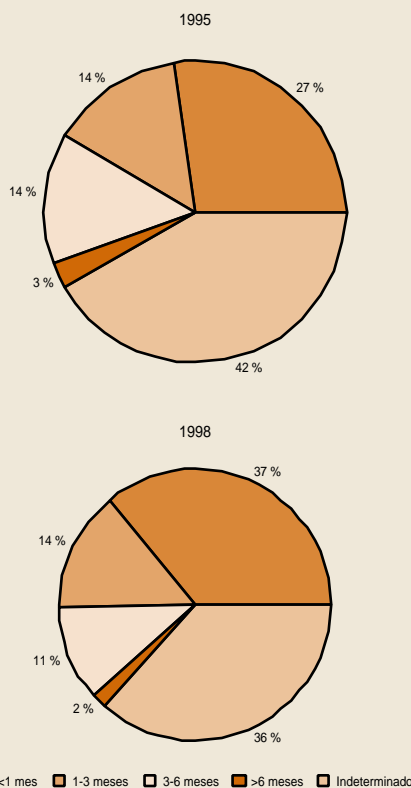
de obra y eventuales, que tienden a concentrarse entre las empresas de menor tamaño. Cuando se analizan las características personales de los contratos formativos (prácticas y formación) se comprueba su adaptación a las características legales requeridas en términos de edad y de nivel de estudios, observándose que entre los hombres hay un predominio de los contratos de formación, mientras que entre las mujeres dominan los contratos en prácticas.

Otro aspecto que conviene destacar es el aumento ininterrumpido que se observa desde 1994 en la *ratio* de contratos registrados sobre el total de asalariados, variable que permite aproximar el grado de rotación del empleo. Esta evolución, que se representa en el gráfico 3, indica el acortamiento en el período medio de duración de los contratos, a pesar del aumento del peso de la contratación indefinida en el total. Naturalmente, este hecho es especialmente destacado en el caso de los contratos temporales, que, como se aprecia en el gráfico 4, entre 1995 y 1998 han experimentado un significativo desplazamiento hacia los contratos con duraciones inferiores a un mes, llegando a representar el 37 % del total de los contratos temporales. Además, este desplazamiento se ha concentrado de forma casi exclusiva en los contratos eventuales, mientras que el resto de las modalidades de contratación ha mostrado una duración acorde con su normativa, y por lo tanto relativamente estable a lo largo del tiempo. El aumento de la rotación que se viene apreciando explica, aunque solo en parte, el fuerte dinamismo que sigue registrando la contratación temporal.

Uno de los factores que podría explicar la reducción en el período medio de duración de

GRÁFICO 4

Contratos temporales según su duración (a)



Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.
(a) Porcentaje sobre el total de contratos temporales.

los contratos eventuales es la consolidación de las Empresas de Trabajo Temporal (ETT), cuya actividad consiste en la puesta a disposición de otra empresa usuaria, con carácter temporal, de trabajadores previamente contratados por las primeras. Los contratos entre las ETT y el trabajador pueden ser por tiempo indefinido o de duración determinada, en cuyo caso la duración coincide con la del contrato de puesta a disposición. En principio, las ETT proporcionan la posibilidad de combinar una utilización muy amplia y flexible del empleo eventual por parte de la empresa usuaria con una reducción significativa de la rotación, cuando los contratos originales se realicen por tiempo indefinido. En la práctica, sin embargo, las ETT, cuyo registro anual de contratos de puesta a disposición se cifra en torno a un millón, contratan masivamente por tiempo determinado. La modalidad más utilizada es el contrato eventual, que llega a representar un 60 % del total de empleo temporal. Además, un 40 % de estos últimos tienen una duración de entre uno y cinco días. Todo ello contribuye, sin duda, a aumentar la rotación.

4. CONTRATACIÓN A TIEMPO PARCIAL

Como ya se ha comentado, España mantiene una *ratio* de ocupados a tiempo parcial muy baja respecto a la media de la UE, y ello a pesar del gran avance que se ha producido a lo largo de toda la década de los noventa. En el gráfico 5 se aprecia que a pesar de haberse duplicado esta *ratio* en el transcurso de los últimos diez años —hasta situarse en un 8 %— los avances en la media de la UE han sido también significativos, por lo que la diferencia entre ambas proporciones se mantiene en ocho puntos porcentuales.

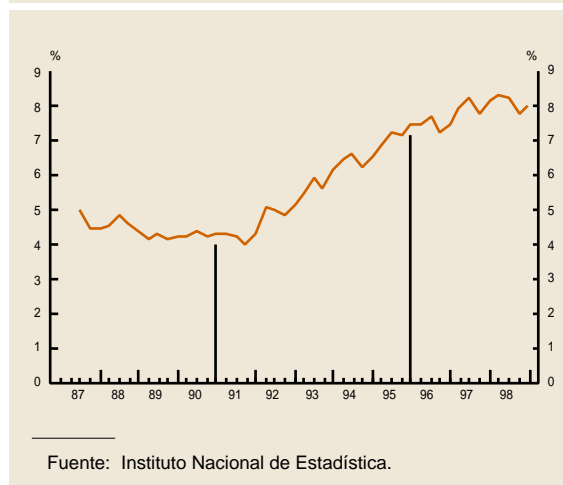
La escasa participación de la contratación a tiempo parcial en España es en parte el resultado de que esta modalidad se introdujo tardíamente (en 1980) y estuvo inicialmente dirigida a un colectivo específico de trabajadores con dificultades especiales para encontrar trabajo (1). En 1984 se permitió la utilización del contrato a tiempo parcial con carácter general y, posteriormente, la reforma de 1994 aumentó su flexibilidad notablemente, lo que se reflejó en el fuerte impulso que experimentó hasta 1997. La no extensión a la contratación a jornada parcial de las bonificaciones asociadas a los nuevos contratos indefinidos ayuda a explicar la pausa en el crecimiento del empleo a jornada parcial a partir de ese año, a pesar de que podían acogerse al nuevo contrato indefinido de fomento.

Posteriormente, el Real Decreto-Ley 15/1998 introduciría cambios significativos en su regulación, que se resumen en el cuadro A.3. La nueva regulación define de forma más estricta la jornada a tiempo parcial, estableciéndose que ha de ser inferior al 77 % de la jornada a tiempo completo, mientras que antes bastaba con que la prestación convenida fuera inferior al tiempo considerado como habitual. Además, aunque se mantiene la posibilidad de realizar el cómputo en términos anuales, se introducen procedimientos que limitan las posibilidades efectivas de distribución de la jornada ordinaria, al establecerse que en el contrato deberán figurar el número de horas contratadas y su distribución horaria, así como la concreción mensual, semanal y diaria. Por último, se elimina la posibilidad de realizar horas extraordinarias. Para compensar estas limitaciones se introduce como concepto nuevo las horas complementarias, que se retribuyen como las horas ordinarias, y pueden llegar a representar el 15 % (30 % si se pacta en convenio) de las horas ordinarias de trabajo. Sin embargo, el hecho de que el trabajador deba conocer el día y hora de

(1) Perceptores de prestaciones por desempleo, trabajadores agrarios en paro y menores de 25 años.

GRÁFICO 5

Ratio de asalariados a tiempo parcial



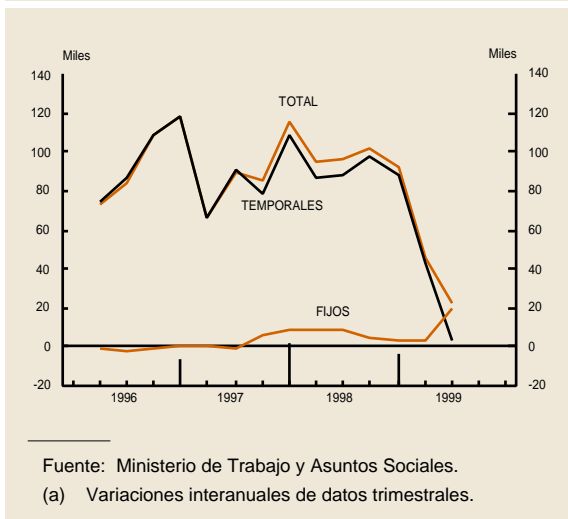
la realización de las horas complementarias con un preaviso de siete días puede limitar las posibilidades de ajuste que proporcionan las horas complementarias. Cuando el contrato a jornada parcial es de carácter temporal, las rigideces son todavía mayores, dada la imposibilidad de utilizar las horas complementarias.

No obstante, la reforma establece una equiparación plena de la protección social de los trabajadores a jornada parcial con la de los trabajadores a tiempo completo, e introduce un coeficiente corrector del 1,5 %, con el objetivo de mejorar la accesibilidad de los trabajadores con jornada parcial a las prestaciones de jubilación e incapacidad permanente.

Los contratos registrados a tiempo parcial representan en torno al 20 % del total de contratos, proporción que se ha mantenido prácticamente estable durante los dos últimos años. En concreto, en 1998 se firmaron algo menos de dos millones y medio de contratos a jornada parcial, de los cuales solo 147.000 fueron indefinidos (véase cuadro 1). Hay que tener en cuenta, sin embargo, que el alto volumen de contrataciones temporales a jornada parcial se debe, en gran parte, a la elevada rotación que también experimenta esta modalidad de contratación. El análisis de las características personales permite apreciar que son las mujeres y los jóvenes los que en mayor medida acceden a la jornada parcial, con un predominio de un nivel de formación medio. Por su parte, el análisis de la distribución por ramas de actividad permite valorar en qué ramas se concentra este tipo de empleo y en cuáles está experimentando un avance más significativo. Estas son la agricultura y los servicios, con *ratios* de empleo parcial del 6,5 % y del 10,7 %, respectivamente.

GRÁFICO 6

Evolución de los contratos a tiempo parcial (a)



te, mientras que en la industria se sitúa en un 3 % y en la construcción no llega al 1,5 %. Dentro de los servicios, el empleo a tiempo parcial es más significativo en la hostelería (13 %), las actividades inmobiliarias y de servicios a empresas y de educación (14 %), otras actividades sociales y de servicios personales (16 %), y el personal doméstico (50 %), aunque algunas de estas actividades tienen un peso muy reducido en el empleo total.

En el gráfico 6 se observa que los contratos a jornada parcial han sufrido un retroceso en el primer semestre de 1999, como consecuencia exclusivamente del comportamiento de los contratos temporales, mientras que la contratación indefinida, tras una relativa estabilidad durante los primeros meses del año, experimentó un ligero repunte en el segundo trimestre. Es importante destacar que, desde enero de 1999, la contratación indefinida a tiempo parcial tiene acceso, por primera vez, al régimen de bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social. Además, desde el 17 de mayo de 1999 dichas bonificaciones son prácticamente iguales que las de la contratación indefinida a jornada completa, por lo que cabe esperar que se mantenga un comportamiento algo más favorable de los contratos indefinidos a jornada parcial, ya que estos incentivos podrían tender a compensar, al menos en parte, la falta de flexibilidad de la que adolece este tipo de contratación. Otro aspecto que podría impulsar al alza la contratación indefinida a jornada parcial es la mejora en las condiciones de protección social, dado que podría incentivar una mayor aceptación por parte del trabajador de esta modalidad de contrato.

5. CONCLUSIONES

Las medidas adoptadas en el ámbito del mercado de trabajo, tras la entrada en vigor del AIEE firmado por las organizaciones sindicales y empresariales en mayo de 1997, están permitiendo que el ciclo de creación de empleo neto que registra la economía española en los últimos cuatro años se caracterice por una creciente participación de la contratación indefinida. Desde 1994 hasta 1998 se han creado en torno a un millón y medio de puestos de trabajo netos según la Encuesta de Población Activa, de los cuales algo más de un millón han sido empleos indefinidos. El volumen de contrataciones registradas durante los dos últimos años de reforma ha afectado de forma muy positiva a los jóvenes de 20 a 29 años y muy modesta al colectivo mayor de 45 años, que sigue encontrando grandes dificultades para conseguir empleo, y ello a pesar de que las bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social de este colectivo son especialmente generosas. Resulta con todo difícil conocer qué parte de la expansión del empleo indefinido obedece a los menores costes de despido y qué parte al recorte de las cotizaciones a la Seguridad Social. Al mismo tiempo, la contratación indefinida en el grupo central de edades está perdiendo peso.

El avance del empleo estable no ha sido un obstáculo para que la contratación temporal haya seguido creciendo con fuerza. Este hecho refleja que existe una brecha todavía significativa entre los costes de la contratación permanente y los de la contratación temporal. En este contexto el empleo temporal continúa siendo la fórmula preferida de contratación, a pesar de las incertidumbres que introduce en la toma de decisiones de los agentes económicos. Este hecho alerta sobre los efectos que podría tener la completa eliminación de las bonificaciones sobre la contratación indefinida. Dentro del empleo temporal son los contratos de obra, y en especial los eventuales, los que alcanzan cotas más elevadas. Estos últimos registran, además, una reducción progresiva en su período medio de duración, que se ha podido ver intensificada por las facilidades que proporcionan las ETT para realizar contratos de duración muy corta. Aunque en conjunto la contratación a tiempo parcial ha experimentado un cierto retroceso en los primeros meses de 1999, la reforma de este tipo de contratación, a finales de 1998, y la extensión de las bonificaciones existentes para los contratos indefinidos a jornada completa podría estar favoreciendo la contratación indefinida a jornada parcial, si bien la información disponible es todavía escasa.

22.7.1999.

ANEJO

CUADRO A.1

Contratación ordinaria a tiempo completo

Aspectos legales	Incentivos
Regulados por la normativa general del Estatuto de los Trabajadores (ET)	Ley 64/1997; Ley 50/98; Real Decreto-Ley 5/1999
<ul style="list-style-type: none"> • Las partes pactan para que sus prestaciones se prolonguen indefinidamente en el tiempo • La extinción del contrato está sujeta al pago de indemnizaciones: <ul style="list-style-type: none"> • 20 días por año trabajado, con un máximo de 12 mensualidades, en caso de despido objetivo declarado procedente • 45 días por año trabajado, con un máximo de 42 mensualidades, en caso de despido objetivo o disciplinario (a) declarado improcedente 	<p>I. Los contratos indefinidos ordinarios iniciales, celebrados desde el 17.5.1999 hasta el 31.12.1999, darán derecho, durante un período de 24 meses siguientes a la fecha de la contratación, a las siguientes bonificaciones de la cuota empresarial a la Seguridad Social por contingencias comunes (b):</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Jóvenes menores de 30 años <ul style="list-style-type: none"> 1^{er} año: 35 % + (5 % mujeres a jornada completa) 2^o año: 25 % + (5 % mujeres a jornada completa) b) Parados de larga duración <ul style="list-style-type: none"> 1^{er} año: 40 % + (5 % mujeres a jornada completa) 2^o año: 30 % + (5 % mujeres a jornada completa) c) Mujeres subrepresentadas desempleadas de larga duración <ul style="list-style-type: none"> 1^{er} año: 45 % 2^o año: 40 % d) Mayores de 45 años: <ul style="list-style-type: none"> 1^{er} año: 45 % + (5 % mujeres a jornada completa) Resto del contrato: 40 % + (5 % mujeres a jornada completa)
Indefinidos	<p>II. La transformación en indefinidos de los contratos temporales tendrá derecho a las siguientes bonificaciones, en función del momento de celebración del contrato temporal</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Contratos temporales suscritos con anterioridad al 17.5.1997 <ul style="list-style-type: none"> Bonificación general Dos primeros años: 50 % Tercer año: 20 % Bonificación para mayores de 45 años Dos primeros años: 60 % Resto del contrato 50 % b) Contratos temporales suscritos entre el 1.1.1999 y el 31.12.1999 <ul style="list-style-type: none"> 25 % durante dos años, excepto para los trabajadores mayores de 45 años, que se prolonga durante la vigencia del contrato

Contratación ordinaria a tiempo completo (continuación)

	Aspectos legales	Incentivos
	Regulados por la normativa general del ET (Art. 15) y posteriormente modificado por Ley 63/1997	
Duración determinada	<ul style="list-style-type: none"> • Las partes niegan desde el principio la permanencia indefinida y prevén el momento de finalización del contrato • No procede indemnización a la terminación del contrato • Son contratos causales, esto es, obedecen a necesidades estructurales de la empresa y deben ser definidos en su objeto <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Obra o servicio</i>: realización de una obra o servicio determinado, que debe ser identificable y separable del resto de la actividad de la empresa <ul style="list-style-type: none"> • Duración: la ejecución de la obra o servicios ha de estar limitada en el tiempo, aunque sea de duración incierta • Convenios colectivos: pueden identificar aquellos trabajos que pueden cubrirse con contratos de este tipo 2. <i>Eventuales</i>: podrá celebrarse cuando las circunstancias del mercado, acumulación de tareas o exceso de pedidos así lo exigieran, aun tratándose de la actividad normal de la empresa <ul style="list-style-type: none"> • Duración: máxima de seis meses, dentro de un período de doce meses • Convenios colectivos: pueden modificar la duración máxima del contrato, el período dentro del cual puede celebrarse y ambas cosas simultáneamente, en cuyo caso el período máximo de referencia será de 18 meses y la duración máxima del contrato las 3/4 partes de dicho período (c) 3. <i>Interinidad</i>: sustitución de trabajadores con derecho a reserva de puesto de trabajo; cubrir temporalmente un puesto de trabajo durante el proceso de selección o promoción para su cobertura definitiva <ul style="list-style-type: none"> • Duración: el tiempo durante el cual subsiste el derecho a reserva de trabajo 	<ul style="list-style-type: none"> • Se incrementan en medio punto las cotizaciones al desempleo <p>Cuando el contrato de interinidad va destinado a cubrir descanso por maternidad, adopción y acogimiento, se obtiene una bonificación del 100 % en las cuotas empresariales de la Seguridad Social, siempre que se cubra con un trabajador desempleado inscrito en el INEM</p> <p>Cuando el contrato de interinidad va destinado a cubrir excedencia por cuidado de hijos, se obtiene una bonificación del 95 %, 60 % y 50 % en el 1º, 2º y 3º año, respectivamente, en la cuota empresarial a la SS por contingencias comunes, siempre que se cubra con un desempleado que lleve percibiendo prestaciones durante más de un año</p>

(a) Cuando el despido es de naturaleza disciplinaria y es declarado procedente no se pagan indemnizaciones.
 (b) Desde el 17.5.1997 hasta el 16.5.1999 las bonificaciones oscilaban entre el 40 % y el 60 %, dependiendo del colectivo afectado, durante 24 meses. En todos los casos se prolongó la bonificación, en una cuantía del 20% durante 12 meses más.
 (c) Antes de la reforma (17.5.1997) los convenios colectivos podían modificar tanto el período de referencia de estos contratos como su duración sin limitación alguna, situación que seguirá produciéndose mientras sigan vigentes las normas convencionales en las que así se determinó.

Contratación de fomento

Aspectos legales	Incentivos
Ley 63/1997	Ley 50/1998; Real Decreto-Ley 5/1999; Ley 64/1997
<p>1. <i>Indefinido de fomento</i> (a tiempo completo o a tiempo parcial)</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Se articula con carácter transitorio con efectos del 17 de mayo de 1997 al 16 de mayo del 2001 • La indemnización en caso de despido objetivo declarado improcedente queda reducida a 33 días de salario por año trabajado, con un máximo de 24 mensualidades • Va dirigido a dos tipos de colectivos: <ul style="list-style-type: none"> I. Los que se ven singularmente afectados por el desempleo <ul style="list-style-type: none"> a) Jóvenes de 18 a 29 años b) Parados de larga duración c) Trabajadores mayores de 45 años d) Trabajadores minusválidos II. Los que se ven singularmente afectados por la inestabilidad laboral y responden a la conversión de contratos temporales en indefinidos <ul style="list-style-type: none"> a) Todos los contratos temporales existentes en la empresa el 17.5.1997 que se transformen en indefinidos desde el día 17.5.1997 hasta el 16.5.2001 b) Contratos temporales suscritos entre el 17.5.1997 y el 16.5.1998 que se transformaron en indefinidos dentro del mismo año c) En la actualidad la transformación de los contratos se articula a través de la negociación colectiva 	<ul style="list-style-type: none"> I. Los contratos indefinidos a tiempo completo celebrados entre el 17.5.1999 y el 31.12.1999 tendrán derecho a la siguiente bonificación de la cuota empresarial de la SS por contingencias comunes, en función del colectivo que se vea afectado (a) <ul style="list-style-type: none"> a) 1^{er} año: 35 % + (5 % mujer a jornada completa) 2^o año: 25 % + (5 % mujer a jornada completa) b) 1^{er} año: 40 % + (5 % mujer a jornada completa) 2^o año: 30 % + (5 % mujer a jornada completa) c) 1^{er} año: 45 % + (5 % mujer a jornada completa) Resto de vigencia: 40 % + (5 % mujer a jornada completa) d) Ver apartado 2. II. La transformación en indefinidos de los contratos temporales a jornada completa tendrá derecho a las siguientes bonificaciones, en función del momento de celebración del contrato temporal (a) <ul style="list-style-type: none"> a) Se rigen por la Ley 64/1997 Bonificación general Dos primeros años: 50 % Tercer año: 20 % Bonificación para mayores de 45 años Dos primeros años: 60 % Resto del contrato 50 % b) Contratos temporales suscritos entre el 1.1.1999 y el 31.12.1999 que se transformen en indefinidos dentro del mismo año Se prorrogan las bonificaciones que la Ley 64/1997 establecía para los contratos suscritos entre el 17.5.1997 y 16.5.1998, aunque reducidas: 25 % durante dos años, excepto para los trabajadores mayores de 45 años, que se prolonga durante la vigencia del contrato.
Indefinidos	

Contratación de fomento (continuación)

	Aspectos legales	Incentivos
	Ley 63/1997	Ley 50/1998; Real Decreto-Ley 5/1999; Ley 64/1997
Indefinidos (continuación)	<p>2. <i>Trabajadores minusválidos</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Las empresas beneficiarias estarán obligadas a mantener la estabilidad en el empleo de los trabajadores contratados al amparo de esta modalidad por un tiempo mínimo de tres años. En caso de despido procedente, deberán sustituirse por otros trabajadores minusválidos, beneficiándose solamente de la bonificación de la cuota de la Seguridad Social por los sustitutos Necesariamente se realizarán a tiempo completo. 	<ul style="list-style-type: none"> Subvención de 650.000 PTA por cada contrato de trabajo Bonificación de la cuota empresarial de la SS, por contingencias comunes <ul style="list-style-type: none"> a) Menor de 45 años: 70 % b) Mayor de 45 años: 90 %
	<p>3. <i>Anticipación de la edad de jubilación a los 64 años</i></p> <p>La empresa queda obligada a sustituir al trabajador jubilado por otro trabajador, simultáneamente al cese por jubilación. El contrato del sustituto podrá adoptar cualquier modalidad vigente excepto la de eventual</p> <ul style="list-style-type: none"> Duración: mínima de un año. 	
Duración determinada	<p>1. <i>En prácticas</i>: destinado a trabajadores que poseen los conocimientos teóricos necesarios, pero carecen de la experiencia precisa para el correcto desempeño del ejercicio profesional</p> <ul style="list-style-type: none"> Requisitos del trabajador <ul style="list-style-type: none"> a) Poseer una titulación de grado medio o superior b) Haber terminado los estudios dentro de los cuatro años inmediatamente anteriores a la contratación, o de los seis años, si el trabajador es minusválido c) No haber estado contratado con anterioridad en prácticas por el tiempo de duración máximo (dos años) en virtud de la misma titulación Duración: mínima de seis meses y máxima de dos años, con la posibilidad de efectuar hasta dos prórrogas cuando el contrato se concierte por un período inferior a dos años Convenios colectivos: pueden determinar, dentro de los límites anteriores, la duración del contrato Retribución: el 60 % y 75 % durante el primer y segundo año, respectivamente, del salario fijado en convenio para un trabajador que desempeñe el mismo o equivalente puesto de trabajo. En ningún caso la cuantía podrá ser inferior al SMI 	<p>Reducción de la cuota empresarial de la SS, por contingencias comunes, del 50 %, si se contrata en prácticas a un trabajador minusválido</p>

Contratación de fomento (continuación)

	Aspectos legales	Incentivos
	Ley 63/1997	Ley 50/1998; Real Decreto-Ley 5/1999; Ley 64/1997
Duración determinada (continuación)	<p>2. <i>Para la formación</i>: su finalidad es la adquisición de la formación teórica y práctica necesaria para desempeñar un oficio o un puesto de trabajo que requiere un determinado nivel de cualificación</p> <ul style="list-style-type: none"> • Requisitos del trabajador: <ul style="list-style-type: none"> a) Ser mayor de 16 años y menor de 21, salvo universitarios que no tienen tope máximo de edad (b) b) Carecer de la titulación requerida para realizar un contrato en prácticas c) No haber estado contratado para la formación o aprendizaje, por el máximo establecido para este contrato • Duración: mínima de seis meses y máxima de dos años, con la posibilidad de acordar hasta dos prórrogas, siendo la duración mínima de cada una de ellas de seis meses • Convenios colectivos: pueden establecer duraciones diferentes sin que la duración mínima pueda ser inferior a seis meses, ni la máxima superior a tres años (cuatro años en caso de trabajadores minusválidos). Establecer el límite del nº de contratos que pueden realizar las empresas en función del tamaño de su plantilla (c). También pueden determinar el tiempo dedicado a la formación teórica y su distribución, que en ningún caso podrá ser inferior al 15 % de la jornada máxima • Retribución: se fijará en convenio, no pudiendo ser inferior, en ningún caso, al SMI en proporción al tiempo de trabajo efectivo • Cotización: se fija una cuantía única, independiente del salario percibido. No se cotiza ni se tiene derecho a la protección por desempleo <p>3. <i>Fomento al empleo de minusválidos para 1999</i>: es el único colectivo al que en la actualidad cabe contratar bajo esta modalidad de empleo temporal, independientemente de la naturaleza de la actividad</p> <ul style="list-style-type: none"> • Duración: mínima de doce meses y máxima de tres años, con la posibilidad de acordar prórrogas cuya duración mínima será de doce meses • Indemnización: doce días de salario por año de servicio 	<p>Reducción de la cuota empresarial a la SS por contingencias comunes de un 75 %. Si fuese el primer trabajador contratado, la reducción será de un 100 %</p>
	<p>(a) Desde el 17.5.1997 hasta el 16.5.1999 las bonificaciones oscilaban entre el 40 % y el 60 %, dependiendo del colectivo afectado, durante 24 meses. En todos los casos se prorrogaron las bonificaciones, por una cuantía del 20 % durante 12 meses más.</p> <p>(b) Si el contrato se realiza en escuelas-taller, casas de oficio y programas de garantía social, los contratos se podrán celebrar con menores de 24 años.</p> <p>(c) Si los convenios colectivos no lo establecen, como es el caso hasta el momento, dichos máximos quedan establecidos por Ley.</p>	

Contratación a tiempo parcial

	Aspectos legales	Incentivos
	Real Decreto-Ley 15/1998	Ley 50/1998; Real Decreto-Ley 5/1999
Ordinario	<ul style="list-style-type: none"> • Es aquel realizado para la prestación de servicios durante un número de horas al día, a la semana, al mes o al año inferior al 77 % de la jornada a tiempo completo • En el contrato deberán figurar el número de horas contratadas y su distribución horaria y concreción mensual, semanal y diaria • No pueden realizar horas extraordinarias, salvo que sean debidas a fuerza mayor • Tienen los mismo derechos que los trabajadores contratados a tiempo completo, que se aplicarán de manera proporcional en función del tiempo trabajado • La base de cotización a la Seguridad Social está constituida por las retribuciones efectivamente percibidas, en función de las horas trabajadas tanto ordinarias como complementarias 	<p>1. <i>Indefinidos</i></p> <p>I. Los contratos indefinidos iniciales, celebrados entre el 1.1.1999 y el 31.12.1999 tendrán derecho a las siguientes bonificaciones de la cuota empresarial de la SS por contingencias comunes (a)</p> <p>a) Jóvenes menores de 30 años: 35 % 1^{er} año y 25 % 2^o año</p> <p>b) Parados de larga duración: 40 % 1^{er} año y 30 % 2^o año</p> <p>c) Mayores de 45 años: 45 % 1^{er} año, 40 % resto del contrato</p> <p>d) Mujeres subrepresentadas, paradas de larga duración: 45 % 1^{er} año y 40 % 2^o año</p> <p>II. Transformación de contratos temporales a tiempo parcial en indefinidos a tiempo parcial, incluidos los contratos de fijos discontinuos, dará lugar a una bonificación del 25 % durante los 24 meses siguientes a dicha transformación, salvo que esta afecte a un contrato celebrado con un trabajador mayor de 45 años, en cuyo caso la bonificación del 25 % se prolongará durante la vigencia del contrato. La jornada del nuevo contrato indefinido ha de ser como mínimo igual a la del contrato temporal que se transforma</p>
	<p>1. <i>Indefinidos</i>: cuando se concierte para realizar trabajos fijos y periódicos, o para realizar trabajos que tengan el carácter de fijos-discontinuos y no se repitan en fechas ciertas</p> <ul style="list-style-type: none"> • Podrán formalizar un pacto de horas complementarias, siempre y cuando su realización haya sido acordada, como adición a las horas ordinarias pactadas en el contrato a tiempo parcial, no pudiendo exceder del 15 % de las horas ordinarias de trabajo (30 % si se pacta en convenio), respetándose siempre el límite del 77 % del contrato a tiempo parcial. Se retribuyen como horas ordinarias y el trabajador deberá conocer el día y hora de su realización con un preaviso de siete días <p>2. <i>Duración determinada</i></p> <p>a) Obra o servicio</p> <p>b) Eventuales</p> <p>c) Interinidad</p> <p>d) Empleo para minusválidos</p> <p>e) En práctica</p> <ul style="list-style-type: none"> • No podrán pactar horas complementarias 	<p>2. <i>Duración determinada</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Se incrementan en 1,5 puntos las cotizaciones al desempleo.

Contratación a tiempo parcial (continuación)

	Aspectos legales	Incentivos
	Real Decreto-Ley 15/1998	Ley 50/1998; Real Decreto-Ley 5/1999
Jubilación parcial	<p>Cuando el trabajador reduce su jornada y sus salarios entre un mínimo del 30 % y un máximo del 77 % por acceder a la situación de jubilación parcial (b) El trabajador solicitará la pensión de jubilación parcial, cuya cuantía será equivalente a la reducción producida</p> <ul style="list-style-type: none"> • Requisitos del trabajador <ul style="list-style-type: none"> a) Haber cotizado a la Seguridad Social al menos 15 años b) Tener una edad entre 60 y 64 años • Duración: equivalente al tiempo que le reste al trabajador para alcanzar los 65 años, momento a partir del cual podrá solicitar la pensión de jubilación ordinaria 	
Relevo	<p>Es aquel concertado obligatoriamente por la empresa, simultáneamente al de jubilación parcial, con un trabajador desempleado, con la finalidad de mantener cubierta, como mínimo, la jornada de trabajo dejada por el jubilado parcialmente (c)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Duración: el contrato se extinguirá al cumplir el trabajador sustituido la edad de 65 años, salvo que el contrato de relevo se transforme en indefinido por la vía de los contratos de fomento a la contratación indefinida 	

(a) Con anterioridad a esta fecha los contratos indefinidos a jornada parcial no tenían ningún tipo de bonificación.
(b) El contrato de relevo puede ser a tiempo parcial o completo.
(c) La empresa deberá concertar, simultáneamente, un contrato de trabajo con otro trabajador en situación de desempleo, denominado contrato de relevo.

El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

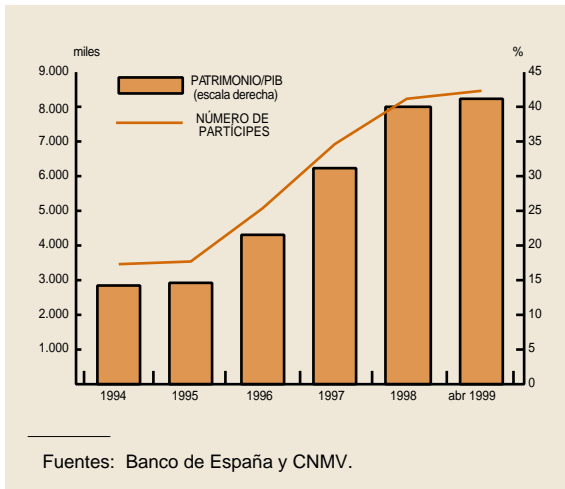
A lo largo de los últimos años los sistemas financieros de la Unión Europea (UE) han estado sometidos a un intenso proceso de transformación de sus estructuras, de su operativa y de sus prácticas. Los conocidos fenómenos globales de desregulación de los servicios financieros, automatización de la información, internacionalización de la actividad financiera y, más recientemente, creación de la moneda única, han potenciado la eficiencia, competitividad y transparencia de los mercados financieros europeos (1).

En el caso de España, habría que añadir, como factor nacional adicional, que el proceso de institucionalización del ahorro ha desempeñado un papel crucial en el desarrollo y transformación de los mercados de capitales. En efecto: la fuerte expansión de la inversión colectiva, en general, y de los fondos de inversión, en particular, ha sido uno de los fenómenos financieros más importantes de la década de los noventa y parece previsible que continúe, aunque con menor vigor, en los próximos años. Esta expansión ha sido en el pasado tan rápida e intensa que ha supuesto cambios sensibles en la forma de captación de pasivo de las entidades financieras (y, por tanto, en sus balances y cuentas de resultados), en el tamaño y composición de los mercados de valores, e incluso, en los hábitos y la cultura financiera de los inversores individuales. De hecho, las participaciones de fondos de inversión se han convertido en el instrumento de ahorro preferido por las familias en los tres últimos años, pudiendo afirmarse que, en abril de 1999, el patrimonio de los fondos ha superado el 43 % del PIB (ver gráfico 1).

Una de las implicaciones más destacables del renovado auge de la inversión colectiva, en conjunción con la importante reducción de los tipos de interés experimentada en los últimos años, ha sido el aumento en la sofisticación de los instrumentos de inversión, lo que hace necesario reforzar aún más la transparencia y la información publicitaria en la comercialización de los fondos de inversión. Así, el descenso de los tipos de interés ha originado que los valores con más riesgo tengan un mayor peso en las carteras de los agentes, lo que, a su vez, ha propiciado la proliferación de fondos más o menos sofisticados y con mayores inversiones en renta variable y en valores internacionales.

(1) Ver Restoy (1999).

GRÁFICO 1

Evolución del patrimonio y número de partícipes

Este artículo analiza algunos aspectos de la fuerte expansión de los fondos en el período reciente y las perspectivas futuras de esta modalidad de inversión colectiva. Para ello, en el segundo epígrafe se analiza la evolución de los fondos de inversión en el período 1994-1999 y las implicaciones que dicha evolución tiene para el conjunto del sistema financiero español. En el tercero se exponen los cambios recientes que se han observado en la cultura financiera de los partícipes y se destaca la importancia que tienen la transparencia y el suministro de la información en la comercialización de estos instrumentos. Finalmente, en el cuarto epígrafe, se recogen las principales conclusiones del artículo y se comentan las perspectivas de expansión futura de los fondos.

2. DESARROLLO RECIENTE Y EFECTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

Las participaciones en los fondos de inversión han experimentado un sensible crecimiento a lo largo del período 1994-1998. En efecto, después de sufrir un estancamiento en su desarrollo a lo largo de 1994 y 1995, como consecuencia de la crisis del mercado de bonos y de las incertidumbres sobre la culminación del proyecto de unión monetaria, durante los tres últimos años han registrado un auge espectacular (ver gráfico 1). Sin embargo, hay que destacar que a lo largo de los meses transcurridos de 1999 se aprecia una ralentización en el crecimiento de su patrimonio, como resultado de un doble efecto. De un lado, la moderación de las suscripciones netas en los cuatro primeros meses de 1999 (con un avance del 2 %) y, de otro, la baja revalorización de las participaciones (en torno al 1,5 %), en la que han influido negativa-

mente las alzas en los tipos de interés a largo plazo y la baja rentabilidad de los índices bursátiles nacionales e internacionales.

A pesar de ello, a finales de abril de 1999, el patrimonio de los fondos alcanzaba los 213 millardos de euros, lo que supone un 43 % del PIB y casi el 25 % del ahorro financiero bruto de las familias, mientras que el número de partícipes se situaba en los 8,2 millones, si bien hay que tener en cuenta que esta última cifra puede estar sobrevalorada, ya que un mismo inversor puede ser partícipe de varios fondos. Este fuerte desarrollo muestra que los fondos de inversión han sido la modalidad de ahorro preferida por las familias en los tres últimos años. Como se ve en el cuadro 1, mientras que los depósitos bancarios han reducido su participación en el ahorro financiero bruto de las familias desde el 57 % en 1994 hasta el 41 % en 1998, los fondos han aumentado su peso desde el 12 % al 22 %, crecimiento que, en términos relativos, solo es superado por las tenencias directas de acciones.

Por tipos de fondos, sin embargo, hay que destacar que la evolución en el período 1994-1999 ha sido dispar. Así, mientras que el patrimonio de los FIM ha crecido de forma constante a lo largo de todo el período y de forma especialmente acusada entre 1996 y 1998, hasta alcanzar los 166 millardos de euros en abril de 1999, los FIAMM (fondos de inversión en activos del mercado monetario) han registrado un movimiento más cíclico. En efecto, durante el período 1994-1997, el patrimonio de los FIAMM aumentó a un elevado ritmo, hasta alcanzar los 61 millardos de euros en diciembre 1997, si bien, la tasa de crecimiento era cada vez menos intensa a medida que transcurría el período. Por el contrario, a partir de 1997 y hasta abril de 1999, su patrimonio ha experimentado un continuo descenso, que ha sido especialmente acusado entre 1998 y los meses transcurridos de 1999.

Este comportamiento claramente descendente de los FIAMM contrasta con el avance de los FIM, que son fondos con vocación a más largo plazo. La sensible caída del patrimonio de los fondos de dinero hay que vincularla a los reducidos tipos de interés (que ha generado una rentabilidad media ponderada anualizada en el primer cuatrimestre del 1,8 %) combinados con unos gastos de gestión y depósito algo elevados y, en menor medida, a los cambios en la tributación y en el régimen de retenciones aplicable a la inversión colectiva. Todo ello ha propiciado que este tipo de fondos generasen rentabilidades reales negativas después de impuestos.

CUADRO 1

Evolución de los saldos de los activos financieros de las familias

Millones de euros y %

	1994	1995	1996	1997	1998
Saldo de activos financieros	505.367	548.676	602.292	683.790	769.945
COMPOSICIÓN PORCENTUAL:					
Efectivo y depósitos	57,4	57,0	52,3	45,5	40,9
Valores de renta fija	3,7	4,3	3,4	2,6	1,6
Acciones	8,4	8,2	9,8	14,4	18,1
Fondos de inversión	11,8	11,7	16,2	20,4	22,4
Fondos de pensiones	2,1	2,4	2,9	3,3	3,5
Seguros	8,6	9,1	9,6	9,7	9,8
Créditos y otros	7,9	7,3	5,7	4,0	3,7
PRO MEMORIA:					
Ahorro financiero neto familias (1)	17.586	27.094	20.699	16.720	16.384
Variación fondos de inversión (2)	6.377	4.838	32.527	39.943	32.563
Variación fondos de inversión/ahorro financiero neto (%) (2/1)	36,3	17,9	157,1	238,9	198,8

Fuentes: Banco de España y CNMV.

La fuerte expansión de los fondos de inversión en España ha supuesto que esta modalidad de inversión colectiva se sitúe, en términos relativos, en el segundo lugar en la Unión Europea (UE), después de Francia (2) y a gran distancia respecto de la media del resto de países. Es por ello que la industria nacional de fondos se encuentra en una buena situación para hacer frente a la creciente competencia comunitaria, que se está viendo reforzada con el euro y la culminación del mercado único de servicios de inversión.

Las causas de la sensible expansión de esta modalidad de ahorro en nuestro país son, sin duda, variadas. Entre ellas, sin embargo, podrían destacarse las siguientes:

- Las elevadas rentabilidades financieras obtenidas en el pasado, fruto tanto de la continuada reducción de los tipos de interés como de las fuertes alzas bursátiles observadas en el período 1996-1998.
- La favorable fiscalidad de los fondos frente a otros instrumentos de ahorro, tanto en el impuesto de sociedades como en el de las personas físicas, aunque este aspecto ha cambiado algo a partir de 1999.
- La materialización en fondos de inversión de una gran parte del ahorro-previsión que realmente está destinado a complementar las pensiones públicas de jubilación y que, por

(2) Luxemburgo se excluye de esta comparación, por tratarse de una plaza financiera muy atípica.

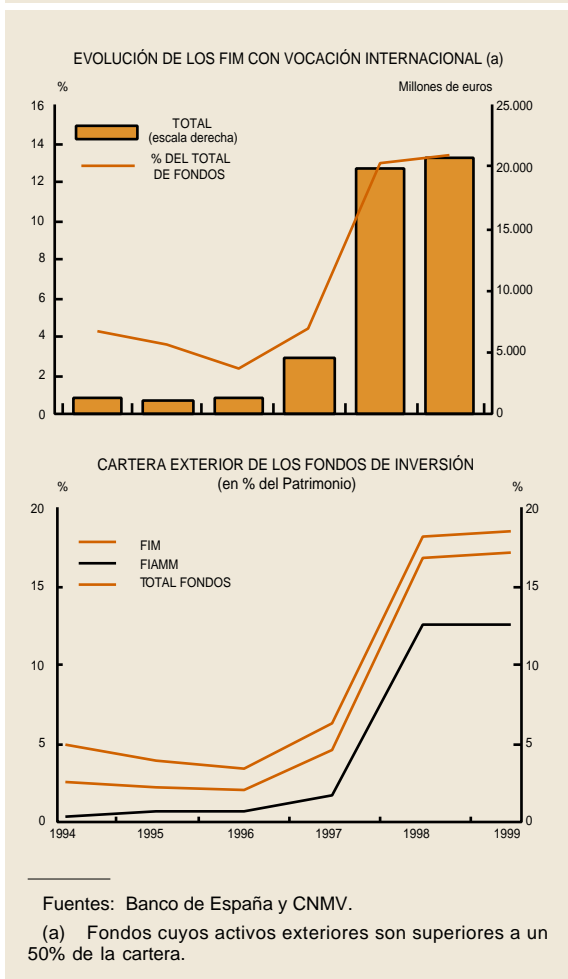
falta de liquidez o por razones fiscales, no se materializa en fondos de pensiones.

- Las propias características y la flexibilidad de la inversión colectiva, que hace que los inversores individuales puedan obtener las rentabilidades negociadas en los mercados de capitales (muchos de ellos mayoristas) con unos costes muy moderados (3) y, al mismo tiempo, acceder fácilmente a cualquier tipo de inversión por sofisticada o inaccesible que resulte a un ahorrador individual (países emergentes, instrumentos derivados, sectores muy específicos, como el tecnológico, farmacéutico o investigación biológica).
- El renovado esfuerzo de las entidades de crédito por la comercialización de las participaciones en fondos en un contexto más amplio de elevada competencia bancaria. En efecto: la competencia por la captación de pasivo se ha hecho especialmente acusada en un entorno de expectativas de reducción de tipos de interés y de una cierta cautividad fiscal, por lo que la banca ha redoblado su interés en distribuir entre el público esta modalidad de ahorro, que le permite no solo captar recursos sino fidelizar aún más a su clientela bancaria.
- El incremento en la oferta de fondos garantizados (que surgieron en un primer momento

(3) Este argumento podría matizarse en el caso de los fondos de dinero, que quizás en la actualidad el porcentaje de comisiones de gestión y de depósito resultan algo elevadas, dados los bajos tipos de interés y la reducida sofisticación en la gestión.

GRÁFICO 2

Internacionalización de los fondos de inversión



como resultado de la crisis del mercado de bonos y, posteriormente, se han ido desarrollando hacia vocaciones más o menos sofisticadas y con la utilización de instrumentos derivados), que ha permitido a los partícipes acotar su nivel de riesgo y hacer a estos fondos muy competitivos en la captación del ahorro familiar (4).

El rápido y acusado crecimiento de la inversión colectiva en los últimos tres años ha afectado con mayor intensidad que en el pasado al desarrollo de los mercados de valores, al comportamiento de los agentes financieros y a los hábitos de los ahorradores individuales.

En primer lugar, habría que señalar que, como muestra el cuadro 1, si bien la expansión de la inversión colectiva en España se ha nutrido del nuevo ahorro de las familias y empre-

(4) Un análisis más detallado sobre los fondos garantizados se puede encontrar en Marcos (1997).

sas, el grueso del crecimiento ha tenido lugar a costa del desplazamiento desde otros instrumentos de ahorro más tradicionales. Este comportamiento ha propiciado que, a partir de 1995, el saldo de esta modalidad de inversión supere ampliamente al de los depósitos de ahorro y, desde 1997, al saldo de los depósitos a plazo.

En segundo lugar, los fondos han transformado profundamente los hábitos de las familias y las empresas, ya que la remuneración de sus ahorros se obtiene en mayor medida vía plusvalías en lugar de mediante el cobro de rentas periódicas. Este hecho ha determinado, a su vez, que la fiscalidad de la inversión colectiva fuera más moderada que la de otras formas de ahorro tradicionales. Por el contrario, se ha producido un aumento de la volatilidad de la remuneración que obtienen los agentes por su ahorro financiero.

En tercer lugar, el auge de los fondos en España, a diferencia de lo ocurrido en los países anglosajones, ha sido un fenómeno de «desintermediación vinculada»; es decir, de desintermediación patrocinada o promovida por las entidades de crédito. En efecto: el desarrollo de la inversión colectiva ha sido posible por la masiva comercialización de participaciones por entidades de crédito a través de su amplia red de sucursales bancarias. Como consecuencia de ello, se ha modificado la estructura de los balances bancarios y la composición de las cuentas de resultados.

Respecto a los balances bancarios, a lo largo de los últimos años la expansión de los fondos ha acentuado la continuada reducción de las partidas de depósitos de clientes, al tiempo que ha aumentado progresivamente los saldos de las cesiones de deuda a instituciones de inversión colectiva. Este episodio ha dado lugar a una pérdida, más o menos significativa, de recursos ajenos de las entidades de crédito (también denominado «pasivo invertible») que ha tenido que ser compensada con un aumento de la financiación exterior. Más recientemente, las autoridades supervisora y legisladora han promocionado el proceso de titulización de activos para intentar aportar más papel negociable a los mercados y recursos ajenos a los bancos y cajas (5).

Respecto a las cuentas de resultados, las comisiones cobradas por la gestión y comercialización de fondos están aumentando progresivamente en proporción al margen ordinario, habiéndose pasado del 4,03 % en 1994 al 8,87 %

(5) Ver Ayuso (1998).

en 1998. La estrategia de promocionar las instituciones de inversión colectiva, aunque en el corto plazo conlleva la reducción del margen financiero, permite consolidar, a medio y largo plazo, unos ingresos estables y recurrentes (contabilizados en el margen ordinario) que son menos dependientes de la coyuntura monetaria y financiera (6).

En cuarto lugar, el auge de los fondos ha impulsado la liquidez y la eficiencia de los mercados de valores españoles. El mercado de deuda pública ha sido el principal favorecido por este auge, ya que, gracias a la inversión colectiva, se ha aumentado sensiblemente, en un primer momento, la liquidez y profundidad de la negociación del segmento de valores a corto plazo y de repos de deuda, y, posteriormente, la de los valores a medio y largo plazo. A lo largo de los dos últimos años, el mercado bursátil se ha beneficiado también ampliamente de la progresiva creación de fondos con vocación de renta variable y, en general, de los aumentos de las carteras de acciones cotizadas.

En quinto lugar, en línea con lo anterior, los principales emisores en los mercados de valores se han visto favorecidos por el auge de los fondos. De esta forma, el Estado y otros organismos públicos han registrado una sensible reducción de sus costes de emisión, que ha sido más rápida e intensa en el período reciente e inmediatamente anterior a la creación del euro. Fruto de las fuertes adquisiciones a lo largo del período analizado de valores del Estado en firme y con pacto de recompra (repos), los fondos han ido constituyendo elevadas carteras de renta fija. Asimismo, aunque en menor medida, las empresas cotizadas han visto disminuir su coste de capital como consecuencia de las acusadas alzas experimentadas en las cotizaciones en los tres últimos años.

Finalmente, uno de los aspectos más llamativos del desarrollo reciente de la inversión colectiva ha sido la internacionalización de los fondos, en una doble vertiente: por un lado, como se aprecia en el gráfico 2, los fondos con vocación internacional (considerando estos como aquellos que mantienen más del 50 % de la cartera en activos exteriores, tanto de renta fija como variable) han aumentado sensiblemente en el último año, hasta alcanzar el 14 % del saldo total de fondos en abril de 1999, cuando a finales de 1996 dicho saldo apenas superaba el 2 %. Por otro lado, el peso de la cartera exterior también ha experimentado un avance significativo, de forma que, a finales de

abril de 1999, la cartera media de activos exteriores se situaba en torno al 17 %, lo que contrasta notablemente con el 2 % mantenido en 1996 (ver gráfico 2).

Los motivos de este vuelco hacia la vocación internacional son muy diversos y difíciles de cuantificar, pero, en todo caso, lo que sí parece claro es que se ha reducido el sesgo doméstico de gestores y partícipes. Los primeros datos apuntan a que esta vocación internacional está centrada mayoritariamente en valores de renta fija y de renta variable de la zona euro. Este comportamiento no ha sido ajeno al fuerte desarrollo que han tenido los fondos garantizados preferentemente vinculados a índices bursátiles europeos.

3. LA IMPORTANCIA DE LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA

El considerable auge de la inversión colectiva en los tres últimos años hace que la información suministrada a los partícipes y la publicidad difundida por las entidades comercializadoras sean aspectos vitales para los inversores y para los organismos supervisores.

Según se ha comentado, una de las grandes ventajas de los fondos es que ha permitido a los inversores individuales y, en especial, a los más modestos, acceder a las rentabilidades obtenidas en los mercados de valores (habitualmente más elevadas que en el mercado de depósitos) con unos costes muy moderados (7) y con una fiscalidad favorable. En el gráfico 3, se aprecia cómo los FIAMM han obtenido rentabilidades muy alineadas con las obtenidas en el mercado de deuda a corto plazo, al tiempo que los rendimientos de los FIM de renta fija han seguido el perfil de los tipos de interés de la deuda pública. La característica principal de estas rentabilidades es que no son conocidas ex-ante y, salvo excepciones, no son asegurables, en contraposición a lo que ocurre, por ejemplo, con las cuentas corrientes bancarias o los bonos cupón-cero. La circunstancia de que la rentabilidad final a obtener por el partícipe no sea conocida ex-ante hace que sea especialmente importante tener acceso a la información sobre la estructura de la cartera de los fondos y sobre las expectativas de los mercados financieros.

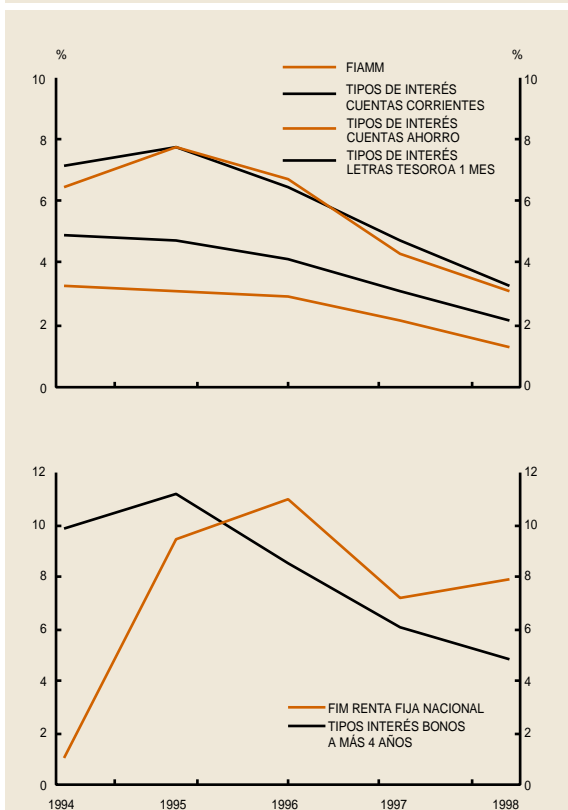
A su vez, la variedad de las rentabilidades históricas obtenidas por los partícipes de fondos es muy amplia (ver cuadro 2), dependiendo

(6) Para un mayor detalle del proceso de comercialización de los grupos bancarios ver García-Vaquero y Maza (1994).

(7) En todo caso, muy alineados con los repercutidos a los grandes inversores mayoristas.

GRÁFICO 3

Rentabilidad comparada de los fondos de inversión



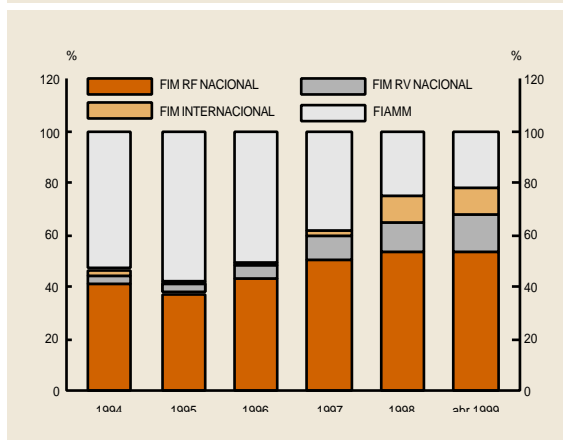
Fuentes: Banco de España y CNMV.

del tipo de fondo y del riesgo escogido. Además, aunque no está recogido en el cuadro, la variabilidad de la rentabilidad media obtenida por cada fondo es función directa del volumen de activos denominados en divisas y, en mayor medida, de la renta variable mantenida en cartera. Por este motivo, la vocación del fondo y la estrategia de cartera de los gestores cobran una importancia decisiva para prever la evolución futura de los rendimientos y los riesgos de las participaciones.

De otra parte, en el contexto actual de bajos tipos de interés y de expectativas de inflación reducida, los inversores han ido asumiendo en sus carteras de fondos mayores niveles de riesgo y rentabilidad. Este comportamiento se ilustra en el gráfico 4, que muestra cómo en los tres últimos años los inversores han reducido sensiblemente sus tenencias de fondos de dinero en favor de FIM de mayores duraciones y, en especial, de FIM con vocación de renta variable y con vocación de renta fija internacional. Como consecuencia de ello, ha aumentado la volatilidad de los valores liquidativos de un buen número de participaciones y la predictibilidad de sus valores

GRÁFICO 4

Distribución del patrimonio de los fondos por vocación



Fuente: Banco de España.

se ha hecho más difícil. Por ello, se hace necesario que las gestoras expongan claramente la vocación del fondo a partir del establecimiento de criterios de selección de valores.

En este sentido, a lo largo de los últimos años se ha mejorado sensiblemente la información proporcionada por las instituciones de inversión colectiva, lo que ha contribuido positivamente a aumentar la cultura financiera de los ahorradores. Así, el legislador, los organismos supervisores y las propias entidades financieras han realizado a lo largo de este período una labor destacada en aras de una mayor transparencia de los fondos y una mejor protección a los partícipes.

En este sentido, hay que destacar los siguientes aspectos:

- La comercialización de fondos garantizados y de fondos paraguas con una gestión pasiva de carteras (8), que ha permitido controlar y conocer de antemano los riesgos asumidos por los partícipes.
- La fijación de normas contables precisas, tanto en la valoración de las carteras de inversión como en la valoración de las suscripciones y reembolsos de participaciones.

(8) Un fondo paraguas es un conjunto de subfondos que mantienen invariables sus respectivas vocaciones, con el ánimo de trasladar al partícipe la decisión de gestión de su inversión en función de sus propias expectativas. De este modo, la entidad gestora del fondo paraguas se compromete a mantener una determinadas estructuras de cartera de los subfondos, con independencia de la evolución positiva o negativa de los mercados. Aunque esta modalidad de inversión colectiva no está suficientemente desarrollada en España, debido a factores regulatorios y fiscales, es posible encontrar en otros países de la UE la distribución de fondos paraguas mediante los denominados compartimentos.

CUADRO 2

Rentabilidades medias anuales ponderadas de los fondos de inversión a 31.12.1998

%

	Último año	Últimos 3 años	Últimos 5 años	Últimos 7 años
FIAMM	3,11	4,77	5,79	7,24
FIM renta fija	5,13	6,8	6,25	7,74
FIM renta fija mixta	11,8	12,05	8,63	9,89
FIM renta variable mixta	17,82	22,26	13,89	13,88
FIM renta variable	30,31	34,27	20,13	19,38
FIM intern. renta fija	3,29	8,38	4,96	9,72
FIM intern. mixtos	10,97	15,3	8,88	10,88
FIM intern. renta variable	9,29	17,7	8,91	11,32
Garantizados renta fija	7,38	11,2
Garantizados renta variable	21,54	21,31
Garantizados internacionales	17,2	18,21

Fuente: INVERCO.

- La difusión de las comisiones y gastos repercutibles a los partícipes, bien de forma directa, bien de manera implícita.
- La amplia y frecuente publicidad suministrada en todos los medios de comunicación, en las sociedades rectoras y en la CMNV a través de Internet y de sus informes trimestrales y anuales.
- La simplificación de determinadas informaciones en los folletos y en la información trimestral («creación de folletos reducidos»), que, en ocasiones, es redundante o no aporta ningún valor a los partícipes.
- La obligación de insertar en la publicidad afirmaciones del tenor «rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras», para evitar inferencias no deseadas, o las tasas de rentabilidad equivalentes (TAE), para permitir comparaciones con otros productos financieros.

No obstante, a pesar de estos sensibles avances, es preciso seguir mejorando la publicidad de los fondos, la información suministrada a los partícipes, las políticas de distribución de los comercializadores y la desregulación de algunos aspectos de la normativa de los fondos. A continuación se comentan algunos de los temas que hoy son objeto de debate y que son susceptibles de seguir elevando los niveles de transparencia de una modalidad de ahorro que tiene características especiales.

Con relación a la información suministrada a los inversores, sería deseable ahondar en la cuantificación del riesgo de mercado de las participaciones, de forma que el partícipe pudiera

conocer —siempre con datos históricos— el binomio rentabilidad-riesgo de cada fondo. Asimismo, esta información permitiría que el horizonte temporal de su inversión fuera coherente con la rentabilidad esperada en el momento de realizar la misma. El nivel de riesgo podría obtenerse publicitando en mayor medida los niveles de volatilidad o, en el caso de los fondos de renta fija, la duración de su cartera (9).

En cuanto a las clasificaciones de fondos, podría resultar procedente publicar un mayor número de ordenaciones. Además de las ya existentes en función de la vocación, se podrían añadir rankings según las rentabilidades asociadas a un nivel determinado de riesgo, a partir de determinadas referencias de rentabilidad-riesgo provenientes de los mercados («benchmarks») o de referencias cualitativas que aproximen la calidad de los equipos gestores. Asimismo, habría que aclarar si las clasificaciones de fondos se realizan de acuerdo con la situación de la cartera en una fecha determinada o si se trata de la vocación manifestada por el gestor.

Finalmente, en un marco de libre circulación de capitales y de establecimiento financiero y de ausencia de riesgo de tipo de cambio en la zona del euro, es cada vez más necesario avanzar en la armonización fiscal de la inversión colectiva. En este sentido, sería deseable que dicha armonización no solo tuviera lugar en el ámbito comunitario sino, al menos, en todo el área de la OCDE, con el fin de evitar la deslocalización del ahorro hacia territorios con determinados privilegios tributarios y la consiguiente erosión de la recaudación tributaria.

(9) Una propuesta se puede encontrar en Ayuso, Blanco y Sanchís (1998).

4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Los procesos de internacionalización y desregulación de la actividad financiera, junto con la creación de un mercado único de servicios financieros y de una moneda única, han sido decisivos en la transformación de los mercados financieros europeos. En el caso de España, habría que añadir que la institucionalización del ahorro ha incidido de forma particularmente intensa en el sistema financiero.

La expansión de los fondos de inversión a lo largo de los tres últimos años ha sido uno de los rasgos más relevantes de la evolución de nuestro sistema financiero. La fuerza de esta expansión ha significado transformaciones muy relevantes en los balances y en la forma de captar recursos de las entidades de crédito, en el desarrollo de los mercados de valores, en las prácticas y en la forma de remunerar el ahorro de las familias y en la cultura financiera de los inversores individuales. En este sentido, cabe destacar que el patrimonio de los fondos ha superado los 210 millardos de euros a finales de abril de 1999, lo que supone el 43 % del PIB y casi un 25 % del ahorro financiero bruto de las familias. Como resultado de este fuerte auge, las participaciones de fondos se han convertido en el instrumento de ahorro preferido por las familias en los tres últimos años.

Las propias características de los fondos hacen que, en comparación con otros productos financieros tradicionales, como los depósitos bancarios, la transparencia sobre su vocación y la composición de sus carteras, así como las expectativas acerca de la evolución de los mercados de valores, sean aspectos especialmente relevantes para la toma de decisiones de inversión de los ahorradores. Además, en el período reciente han tenido lugar cambios significativos que se han traducido en una mayor sofisticación y proliferación de los fondos. Este hecho, a su vez, ha derivado en un mayor abanico de posibilidades y en una mayor dispersión de rentabilidades y riesgos en los fondos, toda vez que han aumentado los porcentajes de tenencias en renta variable, en valores internacionales y, en menor medida, en derivados.

A lo largo de la década de los noventa, la información sobre los fondos y la protección al partícipe han mejorado sustancialmente. Tanto el legislador como la CNMV y las propias entidades financieras han realizado un gran esfuerzo para mejorar la transparencia de los fondos y la protección de los partícipes. Algunos de los principales avances se han producido en el terreno de la publicidad y supervisión de los fondos; en las normas contables de valoración de las carteras de inversión y de las suscripciones

y reembolsos de participaciones; en la difusión de las comisiones y gastos repercutibles a los partícipes; y en la frecuencia y extensión de la información facilitada por los medios de comunicación, las sociedades rectoras y la CMNV a través de Internet y de sus informes trimestrales y anuales. No obstante, a pesar de estos considerables avances, es preciso seguir mejorando en aspectos relacionados con la publicidad de los fondos, la información suministrada a los partícipes, las políticas de distribución de los comercializadores y la homogeneización en el tratamiento fiscal de los fondos y otros **activos financieros**.

Respecto a la evolución futura de los fondos de inversión en España, parece previsible que tanto su patrimonio como el número de partícipes siga aumentando en los próximos años, aunque a un ritmo algo menos intenso que el registrado en los tres últimos ejercicios. Un primer factor que puede provocar un crecimiento más moderado que en el pasado es el elevado volumen patrimonial alcanzado por los fondos, que pone de relieve la madurez de esta industria. Asimismo, no hay que descartar la competencia que puedan ejercer otros productos financieros tanto bancarios como de banca-seguros. En menor medida, la fiscalidad y el régimen de retenciones pueden restar atractivo a los fondos para los ahorradores de rentas bajas, mientras que el progresivo desarrollo que cabe esperar tengan los fondos de pensiones en un entorno regulatorio y fiscal más favorable para su expansión, podría hacer que los fondos de inversión dejaran de captar parte del ahorro-previsión destinado a la jubilación. No obstante, no debe olvidarse que, a pesar de que el reciente cambio en la fiscalidad ha equiparado la tributación de los distintos instrumentos de ahorro, los fondos de inversión siguen teniendo una fiscalidad que resulta muy atractiva para los inversores de rentas medias y altas y para colocaciones superiores a los dos años.

Respecto a los distintos tipos de fondos, hay que señalar que podría continuar la tendencia descendente de los FIAMM, habida cuenta de los reducidos tipos de interés, las comisiones relativamente elevadas y, en menor medida, la nueva fiscalidad y el nuevo régimen de retenciones a cuenta. Por el contrario, hay varias razones que invitan a pensar que los FIM podrían más que compensar el descenso de los fondos de dinero. En primer lugar, se han regulado —en la Ley de reforma del mercado de valores— y se van a regular próximamente —en el proyecto de Ley de instituciones de inversión colectiva— nuevas formas de inversión colectiva, con el ánimo de mejorar y flexibilizar las distintas modalidades de fondos (fondos de fondos, fondos principales-subordinados, fondos

paraguas, fondos de valores no cotizados, fondos para inversores institucionales). En esta línea, se han liberalizado también los coeficientes de inversión, autorizando a los FIM a invertir un determinado porcentaje en valores no cotizados y, más recientemente, estableciéndose que los fondos puedan destinar un cierto porcentaje de su patrimonio a otro tipo de valores distintos de la deuda pública, como los de renta fija privada e, incluso, de renta variable (ver artículo de «Regulación financiera» en este Boletín). En segundo lugar, las propias características de los FIM los convierten en un instrumento muy flexible, para adaptarse a todo tipo de innovaciones y riesgos: divisas, derivados, nuevos mercados, nuevos valores y nuevos riesgos.

15.7.1999.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J. (1998). «Perspectivas para la titulización de activos en España», *Boletín económico*, Banco de España, octubre.
- AYUSO, J., BLANCO, R. y SANCHÍS, A. (1998). *Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles*, Documento de Trabajo nº 9812, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. y MAZA, L. A. (1984). «Evolución y perspectivas de los fondos de inversión: 1991-1993», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- MARCOS, J. M. (1997). «Novedades relativas a los fondos garantizados», *Actualidad financiera*, número monográfico 3.
- RESTOY, F. (1999). *Los mercados financieros españoles ante la unión monetaria*, Documento de Trabajo nº 9910, Banco de España.

Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y José Manuel Marqués, del Servicio de Estudios

1. INTRODUCCIÓN

La visión comúnmente aceptada de la inflación como un fenómeno fundamentalmente monetario, al menos en el largo plazo, implica que la evolución de los precios en las regiones de un área monetaria debe seguir una pauta común. En particular, de acuerdo con esta hipótesis, cualquier discrepancia que aparezca entre las tasas de inflación regionales debería compensarse en períodos sucesivos.

No obstante, aun cuando la existencia de una moneda común implique que las desviaciones de los precios en cada región con respecto a la media del área sean transitorias, el tamaño y persistencia de estas discrepancias resultan de gran relevancia. En concreto, los diferenciales regionales de precios pueden reflejar diferencias en el nivel de competitividad de las distintas regiones, en el funcionamiento de los mercados y en el dinamismo de las economías.

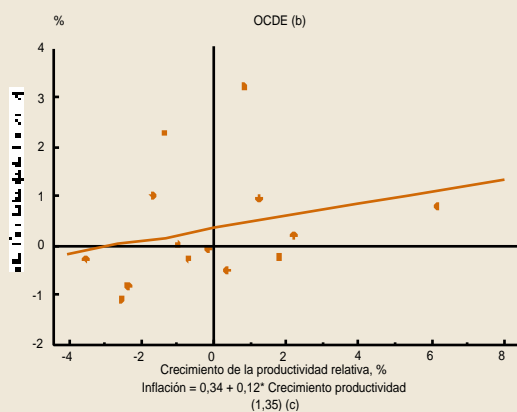
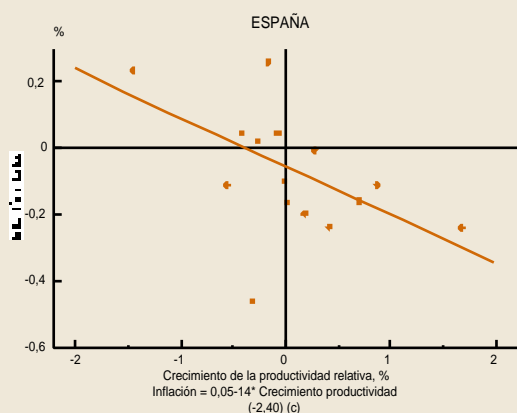
La reciente instauración de la Unión Económica y Monetaria en Europa (UEM) ha reavivado el interés por el análisis de la evolución y de los determinantes de la inflación en un área monetaria común. En un reciente artículo (1), se ha mostrado que los diferenciales de inflación entre las provincias españolas son muy reducidos en media, aunque presentan mucha persistencia. Además, se observa que las provincias que disfrutaban de un mayor crecimiento de la productividad suelen tener una tasa de inflación más reducida en el medio y largo plazo. Este resultado contrasta con la evidencia empírica entre países, en la que se observa, en general, una correlación positiva entre el crecimiento de la productividad y el de los precios relativos en el largo plazo.

El objetivo de este artículo es tratar de proporcionar una explicación a esta disparidad de resultados basada en los distintos procedimientos de negociación salarial que operan a nivel nacional e internacional. Sobre la base de esta argumentación se derivan algunas conclusiones respecto a los posibles determinantes de los diferenciales nacionales de inflación en la UEM.

(1) Ver Alberola, E., J. M. Marqués (1999). *On the relevance and nature of regional inflation differentials. The case of Spain*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9913.

GRÁFICO 1

Relación entre el crecimiento relativo de la productividad y la inflación relativa (a)



Fuentes: Banco de España y OCDE.

(a) Inflación y productividad relativas se refieren a las diferencias con la media española y con la media de la OCDE respectivamente.

(b) La inflación relativa se define como las variaciones del tipo de cambio efectivo real.

(c) El término entre paréntesis es el estadístico t de Student.

2. LA RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD E INFLACIÓN

El gráfico de España recoge la relación empírica entre la inflación y el crecimiento de la productividad aparente del trabajo en las regiones españolas para el período 1972-1996 (2). Como puede apreciarse, existe una correlación negativa significativa entre inflación relativa y crecimiento relativo a nivel regional. En el gráfico de la OCDE se presentan los resultados de un ejercicio análogo entre países, donde las tasas de crecimiento de la productividad en los

(2) En este gráfico, como en todo el artículo, se utilizan las variables en términos relativos, es decir, se definen en términos de otra variable de referencia, que en el caso de España es la media nacional y en el internacional la media de la OCDE

principales países de la OCDE se relacionan con las correspondientes variaciones del tipo de cambio efectivo real (TCER), que pueden utilizarse como aproximación a los cambios en los precios relativos entre países. Según puede observarse, al contrario de lo que ocurría en el caso de las regiones españolas, se obtiene una correlación positiva entre ambas variables, aunque, en este caso, la correlación no es estadísticamente significativa (3).

La evidencia presentada introduce una cierta ambigüedad en lo que respecta a la naturaleza de los posibles diferenciales de inflación a nivel nacional e internacional. El caso de la UEM es peculiar en la medida en que constituye un área monetaria (como España hasta 1999) de carácter plurinacional (como la agrupación de países de la OCDE). De este modo, resulta relevante profundizar en los determinantes de las variaciones de los precios relativos entre regiones y países con objeto de realizar la adecuada inferencia en el caso de la UEM.

Para desarrollar el argumento, resulta útil tomar como referencia un sencillo modelo en el que se cumple la condición de equilibrio en el mercado de trabajo, según la cual el salario real tiende a crecer a un ritmo similar al de la productividad del trabajo. Esta condición implica que los diferenciales relativos de inflación ($p\text{ REL}$) se pueden expresar como la diferencia entre el incremento del salario relativo nominal ($w\text{ REL}$) y el de la productividad relativa ($y\text{ REL}$):

$$p\text{ REL} = w\text{ REL} - y\text{ REL} \quad [1]$$

Supóngase, en primer lugar, que las instituciones básicas de la negociación colectiva, sindicatos y organizaciones empresariales, así como la legislación laboral relevante tienen un ámbito nacional. Como consecuencia de ello, las demandas salariales, normalmente expresadas en términos de incrementos del salario nominal, se determinan de forma conjunta para todo el país. Es de esperar entonces que la evolución de los salarios nominales en las distintas provincias y regiones sea similar. En términos de la expresión anterior, esto supone que las variaciones en los salarios relativos a nivel regional son muy bajas ($w\text{ REL}$ toma un valor nulo o reducido), por lo que la correlación entre inflación y productividad relativas entre regiones de un mismo país será, normalmente, negativa.

(3) El gráfico de la OCDE tiene efectos meramente ilustrativos. La hipótesis de Balassa-Samuelson, que, como se verá en la sección siguiente, es la que permite prever la correlación positiva entre diferenciales de inflación y crecimiento de la productividad, ha sido reiteradamente respaldada por la evidencia empírica desde Hsieh (1982) hasta Canzoneri *et al.* (1999)

Considérese ahora la relación entre las variaciones de los precios relativos (tipo de cambio real) y las de la productividad a escala internacional. Si, como se ha supuesto, los salarios se fijan a nivel nacional, de acuerdo con la expresión [1] el signo de la correlación entre las variaciones de los precios y de la productividad relativos está, en principio, indeterminado.

Con el fin de eliminar esta indeterminación, resulta conveniente, siguiendo el modelo propuesto por Balassa y Samuelson, distinguir entre dos sectores productivos en la economía: el sector de bienes comercializables y el sector de bienes no comercializables; lógicamente, la condición de equilibrio [1] debe cumplirse en cada uno de los dos sectores:

$$\begin{aligned} p^C_{REL} &= w^C_{REL} - y^C_{REL}; \\ p^N_{REL} &= w^N_{REL} - y^N_{REL} \end{aligned} \quad [2]$$

En el sector de bienes comercializables (en particular las manufacturas), denotado por el superíndice C, la competencia internacional asegura que sus precios se igualan entre países. Esto significa que sus precios relativos son constantes ($p^C_{REL} = 0$). Por el contrario, en el sector de bienes no comercializables (principalmente servicios), que aparecen con el superíndice N en [2], sus precios responden principalmente a la evolución de los salarios y de la productividad sectorial.

Si, tal como se ha supuesto, dentro de cada país los salarios nominales evolucionan del mismo modo en el conjunto de la economía, en términos relativos, el incremento medio de los salarios es igual al registrado en los distintos sectores:

$$w_{REL} = w^C_{REL} = w^N_{REL} \quad [3]$$

Observando esta igualdad y teniendo en cuenta la constancia de los precios relativos en el sector de bienes comercializables, se puede constatar a partir de la expresión [2] que el comportamiento de los salarios nominales relativos solo depende, en equilibrio, de los incrementos relativos de la productividad en el sector de bienes comercializables ($w_{REL} = y^C_{REL}$). Sustituyendo esta expresión en [1] se cumple que, siempre que los salarios nominales se fijen de modo diferente entre países, la evolución de los precios relativos estará determinada por las diferencias entre el crecimiento relativo de la productividad en el sector de bienes no comercializables y en el conjunto de la economía:

$$\begin{aligned} p_{REL} &= w_{REL} - y_{REL} = \\ &= y^C_{REL} - y_{REL} \end{aligned} \quad [4]$$

Para determinar la correlación entre crecimiento relativo de la productividad e inflación

relativa a partir de esta expresión es preciso detenerse en las características diferenciales de los sectores productivos. El sector de bienes comercializables se caracteriza, por un lado, por utilizar más intensamente el factor capital; puesto que los procesos de crecimiento de la productividad tienden a estar asociados al progreso tecnológico y este se incorpora más fácilmente al nuevo capital, los incrementos de productividad tenderán a ser mayores en el sector de bienes comerciables en la economía considerada en su conjunto; por otro lado, la mayor exposición de este sector a la competencia internacional y sus efectos positivos sobre la eficiencia en la utilización de los factores productivos contribuye a agrandar la brecha entre los incrementos sectoriales de productividad. No es de extrañar, pues, que la evidencia empírica haya mostrado repetidamente que la productividad en el sector de bienes comercializables es mayor que en la economía en su conjunto (4).

Esta propiedad también se verifica evidentemente cuando se comparan los crecimientos de la productividad entre países: incrementos de la productividad relativa agregada irán, por lo tanto, acompañados de incrementos aún mayores de la productividad relativa en el sector de bienes comercializables ($y^C_{REL} > y_{REL} > 0$), generando, como muestra la expresión [4], una correlación positiva entre el crecimiento de la productividad y la inflación relativas.

El modelo propuesto permite explicar el signo de las correlaciones observadas en los gráficos, siempre que se verifique que la negociación salarial se realiza de un modo diferente a nivel nacional que a nivel internacional. Observando la experiencia española, puede decirse que, aunque en España los acuerdos colectivos tienen ámbito provincial y sectorial, los sindicatos nacionales se esfuerzan por evitar una alta dispersión territorial de los incrementos salariales, resultando en una evolución de los salarios nominales relativamente homogénea para todo el territorio, tal y como demuestran Bentolila y Jimeno (1998) (5). Esta evidencia confirma el supuesto realizado y permite explicar, de acuerdo con la expresión [1], la correlación negativa observada entre inflación y crecimiento de la productividad entre las regiones españolas. Por el contrario, entre los países de la OCDE las pautas de negociación salarial varían de país a país, y en ningún caso los salarios se fijan a ni-

(4) Ver Alberola y Tyrväinen (1999), por ejemplo.

(5) En el Documento de Trabajo citado en la nota (1) se realiza una regresión de la variación de los salarios nominales sobre los incrementos relativos de productividad entre las provincias españolas que confirma que, en términos relativos, los incrementos de los salarios nominales son más homogéneos que los incrementos en la productividad del trabajo.

vel internacional. Por lo tanto, en este caso, son los diferenciales de crecimiento de la productividad entre países los que dominan el comportamiento de la inflación relativa y, dada las características sectoriales, se esperaría, de acuerdo con el modelo anterior, una correlación positiva entre ambas variables, tal como efectivamente se verifica en el gráfico de la OCDE.

3. IMPLICACIONES EN EL CONTEXTO DE LA U.E.M.

El artículo se ha centrado en los factores estructurales, en particular en los mecanismos de negociación salarial, que pueden explicar los diferenciales de inflación en un área monetaria común. Mientras que las distintas regiones de un país comparten un marco único de relaciones salariales, este marco difiere entre países, como lo demuestra la distinta legislación o la ausencia de sindicatos de ámbito internacional. No obstante, la instauración de la UME puede contribuir a la integración de los mercados laborales europeos, al menos en lo que respecta a la convergencia en las estrategias de fijación salarial entre los países miembros. Puesto que el Banco Central Europeo establece un único objetivo de inflación y las expectativas de inflación juegan un papel fundamental en las demandas salariales, es posible que paulatinamente los incrementos de los salarios nominales tiendan a homogeneizarse entre países.

En todo caso, de la evidencia y los argumentos expuestos en la sección anterior, en el marco de la UEM, y en la medida en que prevalezcan procedimientos de negociación salarial a escala nacional, resulta probable que, en el largo plazo, los diferenciales positivos de inflación vayan asociados con crecimientos mayores de la productividad aparente del trabajo. Esta relación podría ser utilizada para realizar una interpretación benigna de los diferenciales nacionales de inflación si se supone que los incrementos en la productividad del trabajo se derivan del progreso tecnológico y que, por lo tanto, las economías más dinámicas tienden a exhibir tasas de aumento de los precios superiores.

No obstante, del modelo presentado en la sección anterior no se deriva ninguna relación causal entre crecimiento de la economía, crecimiento de la productividad e inflación. Aunque los diferenciales de inflación estén positivamente correlacionados con los incrementos de la productividad en el sector de bienes comercializables, estos diferenciales pueden ser la consecuencia del comportamiento deficiente de los mercados de bienes y factores y no de la adopción de tecnologías más eficientes. En particular, la existencia de rigideces y la ausencia de un

grado satisfactorio de competencia en el sector de bienes no comercializables hace posible que se generen demandas salariales superiores a lo que indica la evolución de la productividad y que estas puedan ser parcial o totalmente satisfechas en el sector protegido de la competencia internacional mediante incrementos de precios. Asimismo, la falta de competencia en el sector de bienes no comercializables puede favorecer que incrementos de la demanda provoquen aumentos de los márgenes empresariales y, por tanto, aumentos de precios que, a su vez, presionen al alza sobre los salarios.

La fijación nacional de las remuneraciones del trabajo supone que el tensionamiento de los salarios en el sector de bienes no comercializables se transmita al sector de bienes no comercializables, donde, por el efecto de la competencia internacional, no podrá ser trasladado a precios. La única posibilidad de ajuste en este sector será, por lo tanto, el incremento de la productividad aparente del trabajo a través de la reducción de la capacidad utilizada y la destrucción de empleo. Nótese que, en este caso, el incremento de la productividad aparente no es la causa sino la consecuencia inevitable de la generación de diferenciales positivos de inflación que provocan una pérdida de competitividad de la economía en un contexto donde se manifiestan rigideces en los mecanismos de formación de precios en los mercados nacionales.

En consecuencia, los diferenciales de inflación entre países dentro del área deben ser interpretados con cautela. Dada la persistencia de importantes rigideces en los mercados de bienes y factores en Europa y aun cuando pueda esperarse que los procesos de convergencia real vayan acompañados de diferenciales positivos de inflación en las economías más dinámicas, la existencia de estos diferenciales no puede ser ni inequívoca ni generalmente atribuida a procesos virtuosos de crecimiento.

23.7.1999.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E. y T. TYRVAINEN (1999). «¿Puede haber diferenciales de inflación en la UEM?», *Moneda y Crédito*, 208.
- JIMENO, J. F. y S. BENTOLILA (1998). «Regional Unemployment Persistence (Spain 1976-94)», *Labour Economics*, 5, pp. 25-51.
- CANZONERI, M. B., R. E. CUMBY y B. DIBA (1999). «Relative Labor Productivity and the Real Exchange Rate in the long-run: evidence for a panel of OECD countries», *Journal of International Economics*, 47, pp. 245-266.
- HSIEH, D. A. (1982). «The Determination of the Real Exchange Rate: the Productivity Approach», *Journal of International Economics*, 12, pp. 355-362.

La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países

1. INTRODUCCIÓN

El Banco de España (BE) ha realizado a principios de 1999 una profunda revisión de los estados en los que las entidades de crédito españolas informan sobre su actividad según el país en el que reside la contraparte de sus operaciones.

Los objetivos de los nuevos estados pretenden: 1) cubrir algunas lagunas que existen actualmente, en especial en lo que se refiere a los riesgos de las filiales bancarias en el extranjero con residentes de esos países; 2) cumplir con las nuevas exigencias de las estadísticas que elabora el Banco de Pagos Internacionales (BPI) a partir de los datos suministrados por los bancos centrales nacionales, y 3) por una parte, a nivel del grupo consolidado y, por otra, a nivel individual, integrar y unificar en un solo estado toda la información estadística que remiten las entidades de crédito que residen en España sobre sus clientes residentes en cada uno de los países deudores, para realizar un análisis continuado del riesgo de crédito y de sus provisiones por países, en sus modalidades de riesgo de insolvencia y riesgo-país (1), dedicando a este último una especial atención.

El objetivo de este artículo es presentar esos nuevos estados. Para ello, en el apartado 2 se describen y analizan las estadísticas del BPI y las mejoras recientes introducidas en ellas; en el 3 se detalla la información que actualmente recibe el Banco de España, sus carencias, limitaciones y la necesidad de crear unos nuevos estados; y, finalmente, en el 4 se describen los nuevos estados.

2. LAS ESTADÍSTICAS BANCARIAS CONSOLIDADAS DEL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (BPI)

2.1. Antecedentes

El Banco de Pagos Internacionales, impulsado por los bancos centrales de los países del Grupo de los 10 (G.10), hace más de 30 años

(1) Se entiende por riesgo-país el que concurre en las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual. Comprende el *riesgo soberano* y el *riesgo de transferencia*. *Riesgo soberano* es el de los acreedores de los estados o de entidades garantizadas por ellos, en cuanto pueden ser ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía. *Riesgo de transferencia* es el de los acreedores extranjeros de los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas, por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas.

comenzó a elaborar estadísticas sobre la actividad financiera internacional, y en particular sobre las llamadas euromonedas, por sus implicaciones monetarias.

Con el paso del tiempo, a esta preocupación fueron superponiéndose otras, que motivaron cambios de objetivos y, por tanto, de los contenidos y metodología de elaboración de las estadísticas. Así, la primera crisis del petróleo de 1973 trajo consigo un creciente endeudamiento de muchos países emergentes con la banca internacional. Una década más tarde, muchos de ellos no pudieran cumplir sus compromisos de pago. La crisis mejicana de 1982 se convirtió en un problema de alcance global que despertó la preocupación de la banca, de las autoridades supervisoras y de los organismos internacionales, por sus implicaciones tanto macroeconómicas como prudenciales.

La estadística de la que entonces disponía el BPI, que en la actualidad se conoce bajo el nombre de *Locational Banking Statistics*, medía, al igual que actualmente, los activos y pasivos exteriores de cada país, y los de sus diferentes sectores, con las instituciones financieras monetarias que residen en los 23 países que contribuyen a la estadística (2). Es decir, las entidades de crédito residentes en un país informante, con independencia del país que controle su capital, y las sucursales de entidades de crédito extranjeras, declaran los activos y pasivos registrados contablemente en los libros de las oficinas y sucursales radicadas dentro de las fronteras del país informante frente a los residentes en otro país, cualquiera que sea la moneda en que dichas operaciones se realicen.

Esta definición de activos y pasivos exteriores, es decir, de operaciones realizadas entre residentes y no residentes, es la que se utiliza en Contabilidad Nacional y Balanza de Pagos, e informa de en qué medida la banca de cada país intermedia y contribuye a financiar la actividad productiva y el gasto de otro país. Es una definición útil para evaluar el endeudamiento individual de los países con la banca extranjera, pero no permite observar la exposición que los sistemas bancarios de los países acreedores

(2) En el caso de España, esta información la declaran todas las entidades de crédito operantes en España cuyos riesgos o pasivos con no residentes sean iguales o mayores a 5 millones de euros (1.000 millones de pta hasta 1998) o que tengan sucursales en el extranjero, informando, a través del estado T.11, sobre los activos y pasivos registrados en sus negocios en España (es decir, sin incluir los contabilizados en las sucursales en el extranjero) con «no residentes en España» distribuidos según el país de residencia del deudor/acreador.

presentan frente a los países deudores ni evaluar los riesgos resultantes de tal exposición.

Como respuesta a esta preocupación, en 1983 el Banco de Pagos Internacionales comenzó a elaborar y publicar una nueva estadística, actualmente conocida como *Consolidated International Banking Statistics*, con la participación de los bancos centrales de 18 países industriales, denominados «países informantes» (3), entre los que figura el Banco de España (que se incorporó en 1985), enviando información sobre los «activos internacionales consolidados» que cada uno de sus sistemas bancarios presenta frente a cada país deudor. Esta publicación, disponible actualmente en papel y en Internet (<http://www.bis.org>), ofrece un análisis de la situación y evolución de la actividad bancaria internacional, incidiendo en el análisis del nivel, composición y variación de la deuda de los países con dicha banca, tanto individualmente como por áreas geográficas.

Actualmente, para elaborar esta estadística, la banca que informa en cada uno de los países que contribuyen a ella está formada por dos grupos de entidades de crédito residentes en el mismo: 1) la banca nacional, que debe utilizar la información de sus estados consolidados (cualquiera que sea el país en el que residen sus filiales), salvo que se trate de entidades que no formen parte de ningún grupo consolidado de entidades de crédito, en cuyo caso se toman sus estados individuales, y 2) las sucursales y filiales de la banca extranjera cuya matriz reside en un país no informante al BPI, (por ejemplo, las sucursales o filiales de bancos portugueses), que deben informar sobre sus negocios realizados desde el país informante con el resto de países; las filiales y sucursales de entidades de crédito extranjeras cuya matriz reside en otro país informante al BPI, cuyos datos están incluidos en las declaraciones de sus entidades matrices en su respectivo país, solo deben informar sobre sus operaciones con residentes en el país de su matriz.

La suma de los activos que declaran los dos grupos de entidades de crédito permite obtener el crédito total que la banca extranjera concede a cada país deudor, mientras que con la información que declara el primer grupo de entidades se obtiene la parte de la deuda que cada país tiene con el sistema bancario nacional de cada uno de los países informantes.

(3) Trece países de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Suecia y Reino Unido) más Canadá, Estados Unidos, Japón, Noruega y Suiza.

2.2. Descripción y evolución de la estadística consolidada

La *Consolidated International Banking Statistics* originalmente informaba semestralmente de los *activos internacionales consolidados* que los grupos consolidados de las entidades de crédito, así como las entidades independientes, de los países informantes poseían sobre clientes residentes en los países no informantes, como obligados directos al pago, distribuidos por sector de contrapartida (entidades de créditos, Administraciones Públicas, otros) y plazo remanente (tres categorías con fronteras en un año, dos años y más de dos años), y, como pro memoria, de los activos y pasivos de las sucursales y filiales situadas en cada país de acogida frente a los residentes en dicho país en su moneda local (*actividad local en moneda local*).

La definición de activos internacionales consolidados no ha variado desde entonces. Por lo tanto, los *activos* que se incluyen en esta estadística son: los créditos y préstamos, los valores de renta fija, y las acciones y participaciones. El concepto *internacionales* incluye dichos activos frente a no residentes en cualquier moneda (*activos exteriores* estrictos) y frente a residentes en moneda extranjera o no local (4).

El esquema 1 muestra gráficamente los activos a incluir en el concepto de activos internacionales (flujos 1, 2, 4, 5 y 6) y en el de activos locales en moneda local (flujo 3).

La información proporcionada por esta estadística originalmente presentaba, al menos, tres problemas: *a)* el concepto de obligado directo al pago no era suficiente para medir y analizar la deuda exterior, en sentido amplio, de cada país, ni la exposición al riesgo de los sistemas bancarios de los países informantes; *b)* la periodicidad semestral se adaptaba mal a situaciones internacionales rápidamente cambiantes, siendo poco útil para el análisis macroprudencial, y *c)* se carecía de información acerca de los riesgos que asumía cada país informante frente a los demás países informantes.

(4) Dicho al revés: solo se excluyen los activos en moneda local con residentes del país en el que reside la unidad operativa que los concede.

Obsérvese que para cada unidad operativa del grupo consolidado (sede central de la matriz y cada una de sus sucursales, así como las sedes centrales y sucursales de cada entidad dependiente y multigrupo) individualmente considerada, serán residentes (por tanto, actividad local) los titulares que residan en el país en el que esté radicada dicha unidad operativa, y será moneda local la moneda del país en el que reside el titular.

Por ello, en 1996 el *Euro-currency Standing Committee* (hoy denominado *Committee on the Global Financial System*) propuso, para mejorar la estadística, que: *a)* se incorporase una reclasificación de los activos internacionales, hacia el país de residencia del obligado final, aunque sin distribuirlos por sectores institucionales; *b)* los países informantes se incluyesen como países deudores, ya que, de lo contrario, no podían equilibrarse a nivel global los flujos de entrada y salida de activos garantizados entre los distintos países, y *c)* la periodicidad de la información fuese trimestral.

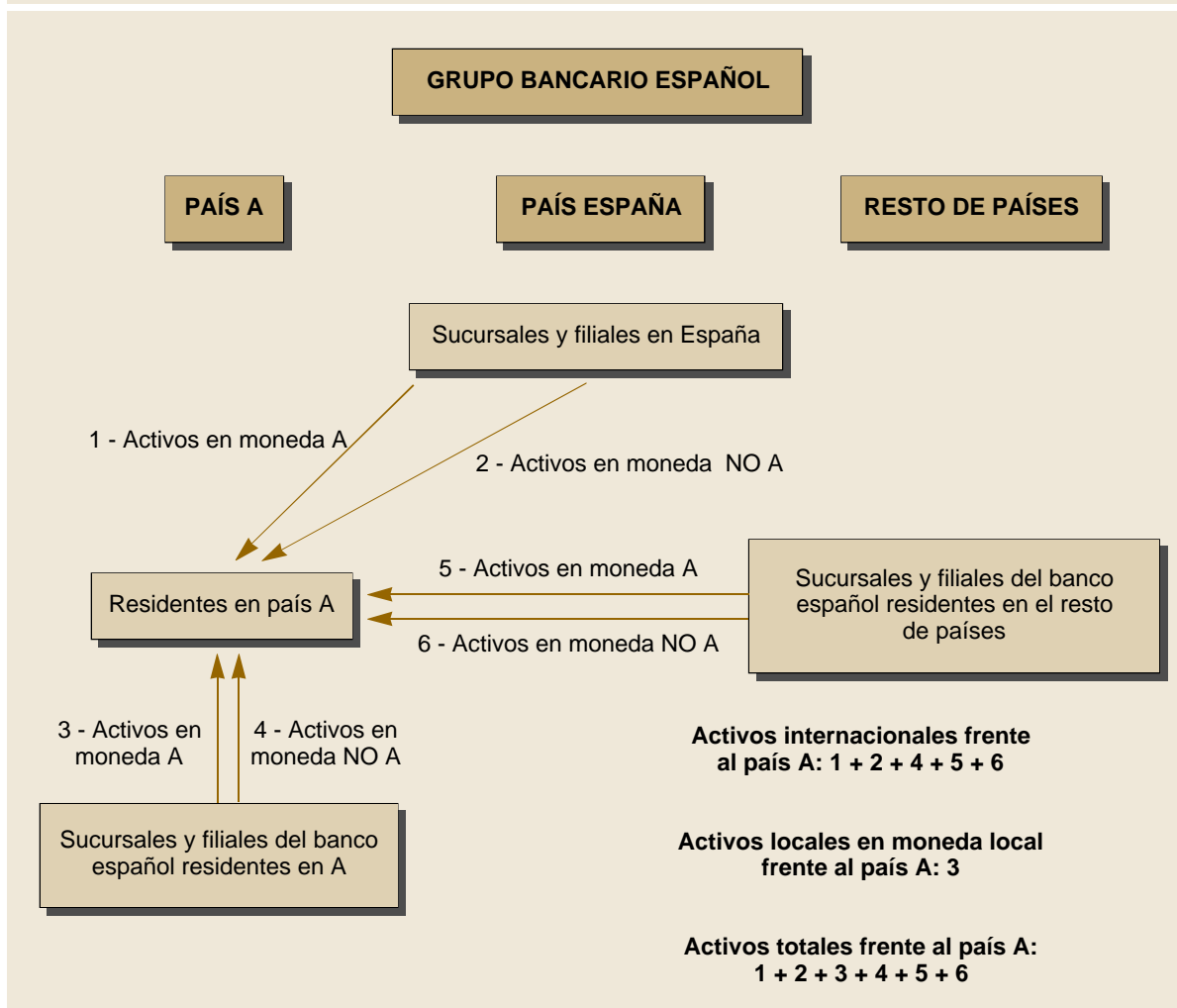
Los cambios anteriores se incorporaron en la estadística del BPI durante 1998 y el primer trimestre de 1999, destacando el acento que se ha puesto actualmente en el riesgo-país, especialmente centrado en la búsqueda de la figura del «obligado final a pago», para cuya determinación se ha adoptado el criterio del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea, según el cual: *a)* en el caso de que el obligado directo del activo financiero sea una sucursal, el obligado final es el país en el que reside su sede central; *b)* en el caso de que el activo financiero disfrute de una garantía válida, es el país en el que reside el garante o la garantía real, y *c)* en el resto de los casos, se mantiene como obligado final el país del obligado directo.

2.3. Comentarios a la estadística consolidada

Las estadísticas agregadas de los activos bancarios consolidados frente a cada país que publica el BPI son útiles para medir la deuda de estos frente al sistema bancario internacional (contrapartida de los activos bancarios internacionales que define el BPI) y analizar la exposición de los sistemas bancarios nacionales al riesgo de impago de los países deudores, pues permiten estudiar, por un lado, la capacidad de devolución de la deuda de cada país al compararla con la generación de recursos de su economía, y, por otro, determinar qué porcentaje de dicha deuda se concentra en el sistema bancario de cada país acreedor.

La crisis asiática que comenzó en 1997, la crisis rusa del año siguiente y la que ha afectado últimamente a Brasil y al resto de América Latina han dado un nuevo impulso a esta estadística y a su utilización para medir el riesgo-país. Los distintos foros internacionales de supervisores, los supervisores nacionales, las empresas de calificación de riesgos y las propias entidades de crédito han recurrido a esta estadística del BPI, reconociendo que es la más homogénea y completa de cuantas existen a la hora de analizar el riesgo-país.

ESQUEMA 1



Esta estadística se ha centrado en el concepto de activos internacionales y de su exposición al riesgo-país, aunque también puede utilizarse para analizar la exposición al riesgo de insolvencia, aproximándolo mediante los activos totales. En relación con el riesgo-país, el detalle que pide actualmente el BPI sobre los activos internacionales, tanto para el obligado directo como final, no tiene en cuenta la naturaleza ni las características de las operaciones, pero la experiencia de crisis anteriores ha demostrado que ciertas categorías de operaciones tienen un bajo riesgo-país, ya que nunca se han dejado de pagar, y, por tanto, convendría diferenciar dichos riesgos a efectos prudenciales; es el caso de los créditos comerciales a corto plazo. Por otra parte, al no incluir los riesgos fuera de balance (es decir, los pasivos contingentes como los avales y garantías prestadas; los disponibles y los derivados financieros) con residentes en terceros países, se pierde información sobre la exposición al riesgo de crédito global que tienen los países acreedores.

3. LA INFORMACIÓN QUE RECIBE ACTUALMENTE EL BANCO DE ESPAÑA

3.1. Descripción de los actuales estados

Los estados contables que las entidades de crédito remiten actualmente al BE, para elaborar la estadística consolidada que se envía al BPI, se introdujeron en distintas fechas y se utilizan, además, como complemento de la información que utiliza la supervisión para controlar las provisiones necesarias para la cobertura de riesgo-país.

Estos estados son el T.12, sobre «clasificación por países de las inversiones y recursos de no residentes (negocios totales)», de periodicidad trimestral, y el S.1, sobre «distribución por países de las inversiones de las filiales bancarias en el extranjero», de periodicidad semestral.

El estado T.12, que en una versión más sencilla se viene elaborando desde 1982, se intro-

dujo en un momento en que los grupos bancarios españoles no tenían el desarrollo internacional que los caracteriza hoy. Tiene como objetivos medir los riesgos de las entidades de crédito residentes en España frente a terceros países, ya que en él cada una de las entidades de crédito españolas informa *individualmente* sobre la actividad que realiza, tanto desde España como desde sus sucursales en el extranjero (negocios totales). Por tanto, en el T.12 los activos y pasivos que mantienen las entidades españolas con sus filiales extranjeras se imputan al país de residencia de estas. Además, el que todas las entidades de crédito españolas pertenecientes a un mismo grupo consolidable presenten de manera individual su T.12, implica que, en ocasiones, puedan estar sobredimensionados ligeramente los activos interbancarios internacionales, debido a las operaciones intragrupo.

Hasta ahora, este estado se ha utilizado, conjuntamente con el estado T.10.2, que detalla por países las provisiones para la cobertura del riesgo-país, para controlar el activo a provisionar por dicho riesgo. Sin embargo, ninguno de los dos ofrece información sobre los riesgos de las filiales bancarias con sede social en el extranjero.

Conforme estas filiales extranjeras fueron ganando peso en la actividad de los grupos españoles, para poder cumplir con las necesidades de información del BPI, que incluye la relativa a dichas filiales, en 1991 se creó un nuevo estado semestral (el actual S.1) que incorpora información sobre la actividad individual de estas filiales; en concreto, sobre sus activos internacionales distribuidos por sectores de contrapartida y plazos remanentes, y, como pro memoria, del total de sus activos y pasivos locales en moneda local, sin distribuir ni por sectores ni por plazos.

El BE agrega la información de los estados T12 y S1, y es este agregado el que utiliza como base para enviar la estadística consolidada que solicita el BPI.

Por otra parte, el BE dispone de otros estados que informan sobre la actividad que las entidades de crédito realizan en el extranjero y sobre la actividad con no residentes, ya que la Circular 4/1991 establece que las entidades y grupos consolidados de entidades de crédito también deben rendir al Banco de España, además de los anteriores estados, la siguiente información sobre estos tipos de actividad:

a) Información de cada entidad.

Todas las entidades deben enviar al Banco de España, trimestralmente, el estado T.11,

clasificación por monedas y países de las inversiones y recursos, correspondientes a sus negocios en España, es decir, a la actividad registrada en los libros de la sede central y de las sucursales en España. Los datos de este estado se utilizan, fundamentalmente, para confeccionar las estadísticas correspondientes a la Balanza de Pagos y la Contabilidad Nacional de España.

Asimismo, las entidades con sucursales en el extranjero también deben rendir al Banco de España, además de los estados correspondientes a sus negocios totales (en España y en el extranjero), los siguientes estados correspondientes a sus negocios en España: mensualmente, el balance y los detalles de entidades de crédito y cesiones y adquisiciones temporales de activos, y, trimestralmente, la cuenta de pérdidas y ganancias. Los estados anteriores, que se utilizan tanto para la confección de las estadísticas que publica el Banco de España como con finalidad supervisora, permiten obtener, por diferencia, los datos correspondientes a negocios en el extranjero, es decir, a la actividad registrada en las sucursales en el extranjero. Además, trimestralmente, también deben remitir un estado, denominado T.15, en el que se desglosan para cada sucursal en el extranjero los principales conceptos de su balance y cuenta de pérdidas y ganancias.

b) Información consolidada.

Los grupos consolidables de entidades de crédito deben rendir trimestralmente el estado C.9, síntesis del proceso de consolidación, en el que se incluyen para todas las entidades consolidadas, global o proporcionalmente, una estructura de su balance y cuenta de pérdidas y ganancias.

Los estados anteriores, tanto los individuales como los consolidados, excepto el T.11, presentan la información desde la óptica de la unidad operativa, de la entidad o del grupo, que la tiene registrada contablemente, a diferencia de los estados T.12 y C.10, que muestran dicha información desde el punto de vista de la residencia de los titulares de las operaciones.

3.2. Carencias de los actuales estados y necesidad de unos nuevos

Los actuales estados específicos sobre actividad internacional (T.12 y S.1) presentan problemas que derivan de la forma y momento en que se crearon:

1. Agregando la información de los estados T.12 y S.1 se puede obtener una aproxima-

ción a un estado consolidado, pero no se obtiene un estado consolidado.

2. El estado S.1 no redistribuye los riesgos desde el obligado directo al final, pues se creó con el único fin de poder suministrar al BPI la información que solicitaba en aquel momento, en el que solo le interesaba el obligado directo.
3. La información de la actividad local en moneda local de las filiales extranjeras es muy escasa.
4. Los activos financieros se presentan de una forma global, sin tener en cuenta su instrumentación y, por tanto, su diferente grado de riesgo.
5. Se desconoce desde dónde se opera al conceder los créditos.
6. No incluyen información clasificada por países sobre el riesgo de insolvencia y las provisiones que ocasiona.

Por último, el conjunto de estados que contiene información relevante, al no estar concebidos como un conjunto integrado, dificulta la visión global, y plantea numerosos problemas de coordinación y coherencia interna.

4. DESCRIPCIÓN DE LOS NUEVOS ESTADOS T.12 Y C.10

Como ya se ha comentado con anterioridad, los grandes grupos bancarios españoles han desarrollado sus grupos internacionales considerablemente en fechas muy recientes. Esto, unido a la crisis de algunos mercados financieros y a la posibilidad de contagio a otras plazas, ha incrementado la importancia de tener datos adecuados sobre su actividad internacional.

Los dos nuevos estados (individual T.12 y consolidado C.10), aprobados por la Circular del Banco de España 2/1999, de 26 de enero, que se aplicarán por primera vez a los datos correspondientes al 31.12.1999, tienen como finalidad solucionar los problemas enumerados en el apartado anterior y, de esta forma, mejorar la calidad de la estadística que se envía al BPI, y ofrecer a la supervisión del Banco de España una herramienta más potente, a la hora de vigilar, analizar y controlar por países la exposición al riesgo de insolvencia y al riesgo-país, así como las provisiones que originan.

Estos estados, que tienen una estructura idéntica, ofrecen información de la actividad de

intermediación financiera que realizan las entidades de crédito españolas, consideradas individualmente (estado T.12), así como la de sus grupos consolidados (estado C.10), frente a los residentes en cada país.

A continuación se comentan las tres partes en que se divide cada uno de estos estados, que se corresponden con los aspectos básicos a informar, ya que va centrándose en el análisis de los distintos tipos de actividades que las entidades desarrollan con los residentes en un país. Así, partiendo de la actividad total, en la que destaca la información sobre los activos totales y el riesgo de insolvencia, se desciende a analizar los activos internacionales para, por último, contemplar el riesgo-país.

4.1. Parte primera de los nuevos estados T.12 y C.10

Esta parte primera clasifica por países la actividad total realizada por la entidad (T.12.1) o por el grupo consolidado (C.10.1). *La actividad total* se subdivide en dos bloques, según los dos tipos de actividad que puede realizarse con los residentes en un país:

A. El primer bloque se refiere a la *actividad local* realizada por las unidades operativas de la entidad (sede central y sucursales en España y en el extranjero) o del grupo consolidado (sedes sociales y sucursales de todas las entidades consolidadas global o proporcionalmente) *que radican en un país con los residentes en dicho país*. Estas operaciones pueden realizarse en diferentes monedas; por ello, en los estados se distingue entre las realizadas:

1. En la moneda local del país (partida 1 de ambos estados), que se corresponde con el flujo 3 del esquema 1.
2. En moneda distinta de la local del país (partida 2 de ambos estados), que se corresponde con el flujo 4 del esquema 1.

Nótese que solo habrá datos para actividad local en aquellos países en los que exista, al menos, una unidad operativa de la entidad o del grupo consolidado. Por tanto, la actividad local, país a país, al incluir solo los datos de las unidades que operan en el mismo con sus residentes, debería, en principio, mostrar una gran parte del balance agregado de dichas unidades.

CUADRO 1

Estado T.12-1: Actividad clasificada por países (negocios totales)
Parte primera: Actividad total con los residentes de cada país según obligado directo al pago

Código-país u organismo internacional	
ACTIVIDAD LOCAL	
1. En moneda local del país	
1.1. Activos financieros	
1.1.1. Acciones y participaciones	
1.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
1.2. Pasivos financieros	
1.3. Posición interbancaria neta	
1.4. Otros riesgos	
2. En moneda distinta de la local del país	
2.1. Activos financieros	
2.1.1. Acciones y participaciones	
2.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
2.2. Pasivos financieros	
2.3. Posición interbancaria neta	
ACTIVIDAD DISTINTA DE LA LOCAL	
3. En moneda local del país	
3.1. Activos financieros	
3.1.1. Acciones y participaciones	
3.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
3.2. Pasivos financieros	
3.3. Posición interbancaria neta	
4. En moneda distinta de la local del país	
4.1. Activos financieros	
4.1.1. Acciones y participaciones	
4.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
4.2. Pasivos financieros	
4.3. Posición interbancaria neta	
PRO MEMORIA:	
5. ACTIVIDAD TOTAL	
5.1. Acciones y participaciones en entidades de crédito	
— <i>Del que: Actividad internacional</i>	
5.2. Activos por valoración de derivados financieros	
— <i>Del que: Actividad internacional</i>	
5.3. Activos dudosos	
5.4. Otros riesgos dudosos	
5.5. Fondo de insolvencias	

Nota: Se pondrá una columna para cada país u organismo internacional para el que se tengan datos, otra para discrepancias estadísticas y otra para el total general.

Estado C.10-1: Actividad consolidada clasificada por países
Parte primera: Actividad total con los residentes de cada país según obligado directo al pago

Código-país u organismo internacional	
ACTIVIDAD LOCAL	
1. En moneda local del país	
1.1. Activos financieros	
1.1.1. Acciones y participaciones	
1.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
1.2. Pasivos financieros	
1.3. Posición interbancaria neta	
1.4. Otros riesgos	
2. En moneda distinta de la local del país	
2.1. Activos financieros	
2.1.1. Acciones y participaciones	
2.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
2.2. Pasivos financieros	
2.3. Posición interbancaria neta	
ACTIVIDAD DISTINTA DE LA LOCAL	
3. En moneda local del país	
3.1. Activos financieros	
3.1.1. Acciones y participaciones	
3.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
3.2. Pasivos financieros	
3.3. Posición interbancaria neta	
4. En moneda distinta de la local del país	
4.1. Activos financieros	
4.1.1. Acciones y participaciones	
4.1.2. Resto	
— <i>Administraciones Públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
4.2. Pasivos financieros	
4.3. Posición interbancaria neta	
PRO MEMORIA:	
5. ACTIVIDAD TOTAL	
5.1. Acciones y participaciones en entidades de crédito	
— <i>Del que: Actividad internacional</i>	
5.2. Activos por valoración de derivados financieros	
— <i>Del que: Actividad internacional</i>	
5.3. Activos dudosos	
5.4. Otros riesgos dudosos	
5.5. Fondo de insolvencias	
<p>Nota: Se pondrá una columna para cada país u organismo internacional para el que se tengan datos, otra para discrepancias estadísticas y otra para el total general.</p>	

- B. El segundo bloque abarca la *actividad distinta de la local*, esto es, la actividad realizada por todas las unidades operativas de la entidad o del grupo consolidado, *excepto las que radican en el país en cuestión, con los residentes en él*. Del mismo modo, estas operaciones se pueden realizar:
3. En la moneda local del país (partida 3 de los estados), que se corresponden con los flujos 1 y 5 del esquema 1.
 4. En moneda distinta de la local del país (partida 4 de los estados), que se corresponden con los flujos 2 y 6 del esquema 1.

El motivo de esta distinción es separar la actividad local en moneda local frente a un país (partida 1 y flujo 3 del esquema 1) —que está exenta de riesgo-país, pero no de riesgo de insolvencia—, de la actividad internacional, que define y solicita el BPI. A su vez, la actividad internacional (partidas 2, 3 y 4 de los estados) se desagrega en función de dónde esté registrada contablemente, no solo con el objeto de conocer desde dónde se opera, sino también para poder analizar con mayor detalle la que está expuesta a riesgo-país.

Así, con la actividad local en moneda distinta de la local (partida 2 de los estados y flujo 4 del esquema 1) se busca conocer la actividad realizada en moneda extranjera con los residentes de un país por las unidades operativas radicadas en el mismo; dependiendo de qué tipo de pasivos financian los activos que nacen de esta actividad, estos últimos, según la norma 10 de la CBE 4/1991, estarán o no expuestos a riesgo-país (5).

A su vez, con la actividad distinta de la local en moneda local (partida 3 de los estados, y flujos 1 y 5 del esquema 1) se busca determinar los activos no expuestos a riesgo-país en su modalidad de riesgo de transferencia, pues solo si la contraparte es una Administración Pública estarán expuestos a riesgo soberano.

Además, en esta parte primera de los cuadros T.12 y C.10 para cada una de las actividades anteriores se separan las acciones y participaciones del resto de los activos financieros,

(5) La actividad local en moneda extranjera tiene un gran peso en países altamente dolarizados, que han adoptado la técnica del *currency board*. En países de este tipo, donde tanto las entidades de crédito establecidas en él como sus residentes operarán indistintamente en moneda local o en dólares, y donde las entidades también estarán captando una gran parte de sus pasivos en dólares, es conveniente disponer de esta información de forma separada.

debido a su diferente naturaleza y riesgo. El resto de activos se subdivide según el sector institucional de la contraparte (Administraciones Públicas, entidades de crédito y otros).

Este estado, aunque pone un mayor énfasis en los activos, también presenta los pasivos, ya que a partir de ambas informaciones se puede conocer cuál es la posición total e interbancaria del grupo (C.10) y de las entidades (T.12) frente a los residentes en cada país, distinguiendo desde dónde se opera y si corresponden o no a su moneda local.

Por último, como pro memoria (partida 5), también se informa sobre: a) los activos por valoración de derivados financieros, tanto totales como los que corresponden a la operativa internacional, que no se incluyen entre los activos anteriores, y b) el riesgo de insolvencia (activos dudosos y otros riesgos) y su cobertura, todo ello distribuido por países.

4.2. Parte segunda de los nuevos estados T.12 y C.10

Esta parte (estado T.12.2 para la entidad y C.10.2 para el grupo) arranca de los activos y otros riesgos clasificados según obligado directo al pago, y plantea las reclasificaciones entre países derivados de los avales y garantías prestadas por residentes en otros países, para desembocar finalmente en los activos y otros riesgos clasificados según obligado final.

Esta segunda parte tiene dos objetivos: el primero, cumplir con el compromiso adquirido por el Banco de España con el BPI de suministrarle información sobre esta materia; el segundo, tras reclasificar los activos para obtener el país del obligado final al pago, analizar la deuda que cada país tiene con el sistema bancario español con posibilidad de riesgo-país.

Esto explica que se informe sobre los plazos remanentes y los sectores de contrapartida de los activos financieros internacionales, tanto para el país del obligado directo al pago como, tras la reclasificación de los activos, para el país del obligado final.

Por otra parte, se ha incluido la partida 9.1 «Entidades de crédito dependientes de otros países» como pro memoria, porque existe un problema de asimetría al redistribuir los activos desde el obligado directo al obligado final, que nace al considerar los activos que las entidades informantes de un país poseen frente a bancos que residen en otro país (país de acogida) cuando estos últimos, a su vez, son filiales de

Estado T.12-2: Actividad clasificada por países (negocios totales)
Parte segunda: Actividad internacional con los residentes en cada país

Código-país u organismo internacional	
6. ACTIVIDAD INTERNACIONAL SEGÚN OBLIGADO DIRECTO AL PAGO	
6.1. Activos financieros	
6.1.1. Según plazo remanente hasta el vencimiento	
— <i>Hasta 1 año</i>	
— <i>Más de 1 y hasta 2 años</i>	
— <i>Más de 2 años</i>	
6.1.2. Según sector de contrapartida	
— <i>Administraciones públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
Del que: Sucursales de entidades de crédito con oficina central en otro país	
— <i>Resto de sectores</i>	
6.2. Otros riesgos	
6.2.1. Pasivos contingentes	
6.2.2. Compromisos contingentes	
7. RECLASIFICACIONES ENTRE PAÍSES	
7.1. Riesgos imputables a otros países (incluido España)	
7.1.1. Activos financieros	
7.1.2. Otros riesgos	
7.2. Riesgos asumidos de otros países	
7.2.1. Activos financieros	
7.2.2. Otros riesgos	
8. ACTIVIDAD INTERNACIONAL SEGÚN OBLIGADO FINAL AL PAGO	
8.1. Activos financieros	
8.1.1. Según plazo remanente hasta el vencimiento	
— <i>Hasta 1 año</i>	
— <i>Más de 1 año</i>	
8.1.2. Según sector de contrapartida	
— <i>Administraciones públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
8.2. Otros riesgos	
8.2.1. Pasivos contingentes	
8.2.2. Compromisos contingentes	
9. PRO MEMORIA:	
9.1. Entidades de crédito dependientes de entidades de otros países	
9.1.1. Según país de residencia de la dependiente	
9.1.2. Según país de residencia de la dominante	
9.2. Activos financieros y otros riesgos garantizados por CESCE	
<p>Nota: Se pondrá una columna para cada país u organismo internacional para el que se tengan datos, otra para discrepancias estadísticas y otra para el total general.</p>	

CUADRO 4

Estado C.10-2: Actividad consolidada clasificada por países
Parte segunda: Actividad internacional con los residentes en cada país

Código-país u organismo internacional	
6. ACTIVIDAD INTERNACIONAL SEGÚN OBLIGADO DIRECTO AL PAGO	
6.1. Activos financieros	
6.1.1. Según plazo remanente hasta el vencimiento	
— <i>Hasta 1 año</i>	
— <i>Más de 1 y hasta 2 años</i>	
— <i>Más de 2 años</i>	
6.1.2. Según sector de contrapartida	
— <i>Administraciones públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
Del que: Sucursales de entidades de crédito con oficina central en otro país	
— <i>Resto de sectores</i>	
6.2. Otros riesgos	
6.2.1. Pasivos contingentes	
6.2.2. Compromisos contingentes	
7. RECLASIFICACIONES ENTRE PAÍSES	
7.1. Riesgos imputables a otros países (incluido España)	
7.1.1. Activos financieros	
7.1.2. Otros riesgos	
7.2. Riesgos asumidos de otros países	
7.2.1. Activos financieros	
7.2.2. Otros riesgos	
8. ACTIVIDAD INTERNACIONAL SEGÚN OBLIGADO FINAL AL PAGO	
8.1. Activos financieros	
8.1.1. Según plazo remanente hasta el vencimiento	
— <i>Hasta 1 año</i>	
— <i>Más de 1 año</i>	
8.1.2. Según sector de contrapartida	
— <i>Administraciones públicas</i>	
— <i>Entidades de crédito y bancos centrales</i>	
— <i>Resto de sectores</i>	
8.2. Otros riesgos	
8.2.1. Pasivos contingentes	
8.2.2. Compromisos contingentes	
9. PRO MEMORIA:	
9.1. Entidades de crédito dependientes de entidades de otros países	
9.1.1. Según país de residencia de la dependiente	
9.1.2. Según país de residencia de la dominante	
9.2. Activos financieros y otros riesgos garantizados por CESCE	
<p>Nota: Se pondrá una columna para cada país u organismo internacional para el que se tengan datos, otra para discrepancias estadísticas y otra para el total general.</p>	

Estado T.12-3: Actividad clasificada por países (negocios totales)
Parte tercera: Información relativa a riesgo provisionable por riesgo-país

Código-país u organismo internacional	
10. ACTIVIDAD INTERNACIONAL SEGÚN OBLIGADO FINAL AL PAGO	
11. RIESGOS NO PROVISIONABLES POR RIESGO-PAÍS	
11.1. Prefinanciación y crédito comercial	
11.2. Resto	
12. BASE DE LA PROVISIÓN POR RIESGO-PAÍS	
12.1. Activos financieros	
12.2. Otros riesgos	
13. FONDOS DE RIESGO-PAÍS	
PRO MEMORIA:	
14. ACTIVIDAD INTRAGRUPU SUJETA A RIESGO-PAÍS	
14.1. Activos financieros	
14.2. Otros riesgos	
15. GRUPO DE CLASIFICACIÓN A EFECTOS RIESGO-PAÍS	
16. FECHA DE CLASIFICACIÓN EN EL GRUPO	
<p>Nota: Se pondrá una columna para cada país u organismo internacional para el que se tengan datos, otra para discrepancias estadísticas y otra para el total general.</p>	

una entidad de crédito cuya sede social reside en otro país.

En efecto, el punto de vista del BPI, que coincide con el del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea, es que la definición de obligado final no incluya la redistribución de este tipo de activos hacia el país de la matriz. Por tanto, serán activos del país informante frente al país en el que reside la filial.

Sin embargo, si la matriz de esa filial reside en un país también informante al BPI (lo que es muy probable, porque la banca de los países informantes es la que ha desarrollado redes de filiales en el exterior), al declarar su actividad consolidada considerará que los activos anteriores son sus pasivos, es decir, no considerará que son pasivos del país en el que reside la filial. Aunque no se propone redistribuir estos activos interbancarios, sí es conveniente conocerlos, para poder realizar un mejor análisis de los riesgos.

Para España, este tipo de activos puede tener importancia, no solo al considerar otro país informante, sino al considerar a los propios grupos bancarios españoles. En efecto, dado el actual auge en los grupos bancarios españoles de filiales bancarias extranjeras, es posible que en

algunos países, situados principalmente en Europa y América Latina, coincidan filiales bancarias pertenecientes a distintos grupos españoles. Si esto es así, las operaciones entre estas filiales de diferentes grupos aparecerían como activos frente al país en el que residen dichas filiales, mientras que las operaciones *cross-border* entre dichas filiales podrían redistribuirse hacia España o hacia el país de la matriz en el caso de que este tenga una mejor calidad crediticia

4.3. Parte tercera de los nuevos estados T.12 y C.10

La parte tercera, información relativa a riesgo provisionable por riesgo-país (estados T.12-3 para las entidades y C.10-3 para el grupo), cierra el círculo, ya que contempla qué parte de los activos internacionales anteriores constituyen la base provisionable a efectos de riesgo-país y cuál es su cobertura, de modo que, en definitiva, se puede analizar, para cada país, la exposición al riesgo de crédito del sistema bancario español y su cobertura en sus dos vertientes, el riesgo de insolvencia y el riesgo-país.

Conviene recordar que la normativa contable española, a efectos del cálculo de las provisiones necesarias para la cobertura del riesgo-

CUADRO 6

Estado C.10-3: Actividad consolidada clasificada por países
Parte tercera: Información relativa a riesgo provisionable por riesgo-país

Código-país u organismo internacional	
	<p>10. ACTIVIDAD INTERNACIONAL SEGÚN OBLIGADO FINAL AL PAGO</p> <p>11. RIESGOS NO PROVISIONABLES POR RIESGO-PAÍS 11.1. Prefinanciación y crédito comercial 11.2. Resto</p> <p>12. ACTIVIDAD INTRAGRUPU SUJETA A RIESGO-PAÍS 12.1. Activos financieros 12.2. Otros riesgos</p> <p>13. BASE DE LA PROVISIÓN POR RIESGO-PAÍS 13.1. Activos financieros 13.2. Otros riesgos</p> <p>14. FONDOS DE RIESGO-PAÍS</p>
	<p>PRO MEMORIA:</p> <p>15. GRUPO DE CLASIFICACIÓN A EFECTOS RIESGO-PAÍS</p> <p>16. FECHA DE CLASIFICACIÓN EN EL GRUPO</p>
<p>Nota: Se pondrá una columna para cada país u organismo internacional para el que se tengan datos, otra para discrepancias estadísticas y otra para el total general.</p>	

país, excluye de los activos internacionales, entre otras, las siguientes operaciones: activos de las sucursales y filiales no residentes en dicho país frente a residentes en el mismo en su moneda local, siempre que no sean Administraciones Públicas; acciones y participaciones, y créditos a corto plazo comerciales, financieros derivados de los mismos y de prefinanciación de contratos de exportación.

En consecuencia, esta parte de los estados T.12 y C.10 arranca de los datos de riesgo según obligado final al pago calculado en los estados anteriores, hace los ajustes necesarios según la normativa para calcular la base provisionable por riesgo-país, y muestra las provisiones efectivamente realizadas.

26.7.1999.

Las entidades de tasación: información estadística 1998

1. INTRODUCCIÓN

El objeto de este artículo es presentar la información estadística del sector de tasación correspondiente al ejercicio 1998. Además, como quiera que todas las entidades —sociedades de tasación y servicios de las entidades de crédito— han debido acreditar en el ejercicio que cumplían los nuevos requisitos de homologación exigidos por el Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, y han ajustado su información a los nuevos requerimientos del Banco de España (1), se procede, a continuación, a comentar la incidencia de estos temas en la información estadística del sector.

2. HOMOLOGACIÓN DE ENTIDADES

Las sociedades y servicios de tasación de entidades de crédito han debido adaptarse, en el plazo de un año, a los nuevos requisitos legales de homologación (2). El proceso de supervisión del cumplimiento formal de dichos requisitos de homologación ha tenido como consecuencia una reducción muy sustancial de las entidades de tasación (ET) inscritas en el Registro del Banco de España. De este modo, el Registro refleja hoy, de forma más ajustada, la situación real del sector, que aparecía enmascarada por un proceso de anotación registral que prescindía de la actividad efectiva de las entidades.

A finales de mayo de 1999, 95 sociedades de tasación (ST) y 5 servicios han acreditado formalmente su cumplimiento de los requisitos de homologación. Desde la entrada en vigor del Real Decreto, han causado baja 74 ST; la mayoría de ellas (48) responden a expedientes abiertos por el Banco de España como consecuencia del incumplimiento de los requisitos, y las restantes a renunciaciones de las entidades, normalmente, por la imposibilidad de cumplirlos. La totalidad de las 15 bajas de servicios de ta-

(1) Este RD estableció las normas generales del régimen jurídico de homologación de las sociedades y servicios de tasación, atribuyendo al Banco de España la vigilancia del cumplimiento de los requisitos para obtener y conservar la preceptiva homologación y habilitándolo para solicitar la información adecuada al ejercicio de sus competencias. Información que se estableció en la CBE 3/1998, de 27 de enero.

(2) De forma resumida, los requisitos exigidos a las sociedades de tasación son: objeto social exclusivo; gestión encomendada al consejo de administración; capital social y desembolsado superior a 50 millones de pesetas, con un plazo transitorio para obtenerlo; no deben disponer de menos de tres profesionales vinculados; deben disponer de una determinada cobertura de su responsabilidad civil; los administradores deben ser profesionales honorables; y deben disponer de una organización y de los procedimientos de control interno adecuados.

CUADRO 1

Distribución de las tasaciones según el objeto

	1996			1997			1998		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
TOTAL	724,6	100,0	38,6	862,3	100,0	19,0	875,7	100,0	1,6
Bienes inmuebles	685,8	94,6	31,7	852,5	98,9	24,3	865,3	98,9	1,5
Fincas rústicas	15,3	2,1	35,3	18,4	2,1	20,4	17,9	2,0	-2,8
Terrenos urbanos	12,6	1,7	9,1	15,1	1,7	19,3	17,2	1,9	13,7
Edificios completos (a)	43,5	6,0	24,3	50,4	5,8	16,1	54,6	6,3	8,3
<i>Del que: Residencial</i>	22,0	3,0	19,8	23,0	2,7	4,6	26,4	3,0	14,6
<i>Terciario</i>	1,5	0,2	-10,8	1,7	0,2	13,3	1,9	0,2	10,1
<i>Industrial</i>	18,1	2,5	27,5	22,0	2,6	21,3	23,0	2,6	4,7
Elementos de edificios	557,4	76,9	34,9	704,1	81,7	26,3	769,9	88,0	9,2
<i>De los que: Vivienda</i>	494,9	68,3	38,7	632,1	73,3	27,7	675,0	77,2	6,7
<i>Oficinas</i>	7,3	1,0	4,5	7,7	0,9	6,4	8,4	1,0	8,6
<i>Locales comerciales</i>	49,0	6,8	26,4	58,3	6,8	19,0	59,6	6,8	2,2
Explotación económica	2,7	0,4	-3,6	3,5	0,4	28,6	3,5	0,4	0,8
Otros inmuebles (b)	54,3	7,5	15,9	61,1	7,1	12,4	2,3	0,3	-96,3
Otros bienes	38,8	5,4	713,3	9,8	1,1	-74,8	10,4	1,2	-5,7
Muebles	28,8	4,0	314,5	5,7	0,7	-80,4	6,2	0,7	-9,2
Otras tasaciones (c)	10,0	1,4	956,0	4,1	0,5	-58,6	4,1	0,5	—
PRO MEMORIA:									
Otras valoraciones									
Actualizaciones (d)	—	—	—	—	—	—	16,1	1,8	—
Valoraciones intermedias (d)	49,8	6,9	—	56,7	6,6	13,7	67,1	7,7	18,4
Patrimonios (e)	—	—	—	—	—	—	3,2	0,4	—
mm de pesetas y %									
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
TOTAL	18.472	100,0	19,3	23.336	100,0	26,3	25.380	100,0	8,8
Bienes inmuebles	18.073	97,8	22,9	22.885	98,1	26,6	24.838	97,9	8,4
Fincas rústicas	380	2,1	25,3	445	1,9	17,3	535	2,1	20,1
Terrenos urbanos	801	4,3	-11,5	1.340	5,7	67,4	1.484	5,8	10,7
Edificios completos (a)	6.358	34,4	5,9	7.572	32,4	19,1	9.716	38,3	28,3
<i>Del que: Residencial</i>	4.333	23,5	10,1	5.105	21,9	17,8	6.974	27,5	36,6
<i>Terciario</i>	718	3,9	-12,1	846	3,6	17,9	852	3,4	0,7
<i>Industrial</i>	1.116	6,0	7,8	1.337	5,7	19,8	1.473	5,8	10,0
Elementos de edificios	8.629	46,7	38,3	10.911	46,8	26,4	12.109	47,7	10,9
<i>De los que: Vivienda</i>	7.044	38,1	43,0	9.098	39,0	29,2	10.022	39,5	10,1
<i>Oficinas</i>	262	1,4	15,2	304	1,3	15,9	290	1,1	-4,7
<i>Locales comerciales</i>	1.220	6,6	23,0	1.390	6,0	13,9	1.647	6,5	18,5
Explotación económica	662	3,6	-2,9	694	3,0	4,8	866	3,4	24,8
Otros inmuebles (b)	1.243	6,7	116,0	1.923	8,2	54,7	128	0,5	-93,3
Otros bienes	399	2,2	-48,6	451	1,9	13,1	542	2,1	20,0
Muebles	246	1,3	-8,8	275	1,2	11,9	378	1,5	37,5
Otras tasaciones (c)	153	0,8	-69,7	177	0,8	15,2	164	0,6	-7,1
PRO MEMORIA:									
Otras valoraciones									
Actualizaciones (d)	—	—	—	—	—	—	1.340	5,3	—
Valoraciones intermedias (d)	1.058	5,7	—	1.828	7,8	72,9	3.780	14,9	106,8
Patrimonios (e)	—	—	—	—	—	—	353	1,4	—

Fuente: Banco de España.

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

(b) Incluye obras de urbanización, etc.

(c) Activos inmateriales, empresas, patrimonios completos no desglosados en origen, etc.

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

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

CUADRO 2

Superficies y valores medios de bienes inmuebles tasados (a)

	1996	% incremento	1997	% incremento	1998	% incremento
SUPERFICIES MEDIAS EN METROS CUADRADOS						
Edificios completos						
De uso residencial	2.175	0,5	1.966	-9,6	2.190	11,4
De uso terciario	2.774	-0,3	3.110	12,1	2.815	-9,5
De uso industrial	1.945	-1,0	1.729	-11,1	2.689	55,3
Elementos de edificios						
Viviendas	125	-2,1	130	3,8	128	-2,0
Oficinas	220	14,9	238	8,2	200	-15,7
Locales comerciales	228	4,6	196	-13,9	202	2,9
VALOR MEDIO DE LAS TASACIONES EN MILLONES DE PESETAS						
Bienes inmuebles identificados	27,2	-11,7	26,4	-2,7	29,0	9,8
Fincas rústicas	24,9	-7,3	24,2	-2,6	29,9	23,5
Terrenos urbanos	63,3	-18,8	88,9	40,3	86,5	-2,6
Edificios completos						
<i>De uso residencial</i>	201,2	-6,0	221,7	10,2	264,3	19,2
<i>De uso terciario</i>	467,6	-1,7	486,9	4,1	445,3	-8,5
<i>Industriales</i>	60,5	-16,9	60,8	0,4	63,8	5,0
Elementos de edificios						
<i>Viviendas</i>	14,2	4,4	14,3	0,6	14,9	4,2
<i>Oficinas</i>	35,7	9,1	39,3	10,2	34,5	-12,3
<i>Locales comerciales</i>	24,5	-4,1	23,8	-2,8	27,6	16,0
Edificaciones ligadas a explotación económica	246,4	0,7	200,8	-18,5	248,7	23,9
VALOR MEDIO DEL METRO CUADRADO EN PESETAS						
Edificios completos						
De uso residencial	103.900	1,3	110.734	6,6	118.134	6,7
De uso terciario	128.811	-7,9	135.957	5,5	146.159	7,5
De uso industrial	31.120	-16,1	35.142	12,9	23.756	-32,4
Elementos de edificios						
Viviendas	113.130	6,6	109.610	-3,1	116.440	6,2
Oficinas	162.327	-5,0	165.355	1,9	171.942	4,0
Locales comerciales	107.596	-8,4	121.491	12,9	137.146	12,9

Fuente: Banco de España.

(a) Información referida a las entidades existentes en 1998, si bien en años anteriores se prescindió de algunas de ellas, por estimar que su inclusión distorsionaba los valores medios.

CUADRO 3

Distribución de las tasaciones según el peticionario

	1996			1997			1998		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
TOTAL	724,6	100,0	38,6	862,3	100,0	19,0	875,7	100,0	1,6
Entidades de crédito	600,8	82,9	34,5	754,5	87,5	25,6	792,5	90,5	5,0
Bancos (a)	290,8	40,1	49,3	346,6	40,2	19,2	337,4	38,7	-2,6
Cajas de ahorros	281,9	38,9	20,4	370,6	43,0	31,5	412,8	47,3	11,4
Cooperativas de crédito	14,0	1,9	111,7	21,3	2,5	51,8	23,7	2,7	11,5
Establecimientos financieros de crédito (b)	14,1	1,9	26,3	15,9	1,8	13,0	18,5	2,1	16,3
Otros peticionarios	123,9	17,1	62,5	107,9	12,5	-12,9	83,1	9,5	-23,0
Seguros, IIC y FF	13,0	1,8	231,0	8,1	0,9	-37,8	6,6	0,8	-18,8
Organismos públicos (c)	35,4	4,9	52,7	10,1	1,2	-71,4	13,6	1,5	34,2
Otras personas físicas y jurídicas (d)	75,5	10,4	9,0	89,7	10,4	18,8	62,9	7,2	-29,8
									mm de pesetas y %
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
TOTAL	18.472	100,0	19,3	23.336	100,0	26,3	25.380	100,0	8,8
Entidades de crédito	14.538	78,7	28,3	18.471	79,2	27,1	21.197	83,5	14,7
Bancos (a)	7.077	38,3	42,7	8.644	37,0	22,1	8.401	33,1	-2,8
Cajas de ahorros	6.839	37,0	14,8	9.027	38,7	32,0	11.980	47,2	32,7
Cooperativas de crédito	346	1,9	171,5	454	1,9	31,0	517	2,0	13,9
Establecimientos financieros de crédito (b)	275	1,5	-4,1	347	1,5	26,1	297	1,2	-14,4
Otros peticionarios	3.934	21,3	-5,2	4.865	20,8	23,7	4.184	16,5	-14,0
Seguros, IIC y FF	444	2,4	6,9	465	2,0	4,6	451	1,8	-3,0
Organismos públicos (c)	147	0,8	-49,2	142	0,6	-3,1	224	0,9	57,5
Otras personas físicas y jurídicas (d)	3.344	18,1	-3,0	4.259	18,2	27,4	3.510	13,8	-17,6

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye el Instituto de Crédito Oficial.

(b) Hasta 1996 incluye las sociedades de crédito hipotecario, sociedades de arrendamiento financiero y entidades de financiación.

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

(d) Incluye empresas públicas.

sación se deben a renunciaciones voluntarias de las entidades de crédito titulares.

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

3. INFORMACIÓN ESTADÍSTICA SOBRE TASACIONES

La información estadística que acompaña este artículo no difiere sustancialmente, en la estructura de los cuadros, en su presentación y en sus contenidos, de la de años anteriores, si bien se han introducido algunas mejoras y am-

pliaciones de datos, aparte del continuado esfuerzo del sector por mejorar la calidad de su información.

En primer lugar, se presenta la distribución por tipo de bien del número e importe de las tasaciones realizadas en los últimos ejercicios por las ET (cuadro 1). En 1998 se ha dispuesto, por primera vez, de la información semestral y, además, los datos incorporan la actividad de los servicios de tasación que mantienen algunas entidades de crédito. Se ha ampliado la información presentada referente a los bienes inmobiliarios, detallando la referida a edificios completos y a elementos de edificios, según los distintos usos.

La información sobre tasaciones disponible para 1998 se ha completado y mejorado, al eli-

CUADRO 4

Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles según su finalidad (a)

	1996			1997			1998		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
Total	631,5	100,0	33,0	795,3	100,0	25,9	865,3	100,0	8,8
Constituir garantías hipotecarias	592,2	93,8	32,9	748,7	94,1	26,4	784,5	90,6	4,8
De las que:									
Por Ley 2/81 (b)	—	—	—	—	—	—	763,8	88,3	—
Exigidas a ECAS (c)	—	—	—	—	—	—	15,8	1,8	—
Seguros, IIC y FF (d)	—	—	—	—	—	—	1,6	0,2	—
Otros fines (e)	39,4	6,2	33,8	46,6	5,9	18,3	63,6	7,4	36,3
									mm de pesetas y %
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Total	14.319	100,0	27,4	18.394	100,0	28,5	24.838	100,0	35,0
Constituir garantías hipotecarias	14.280	99,7	27,4	18.347	99,7	28,5	21.427	86,3	16,8
De las que:									
Por Ley 2/81 (b)	—	—	—	—	—	—	20.597	83,0	—
Exigidas a ECAS (c)	—	—	—	—	—	—	351	1,4	—
Seguros, IIC y FF (d)	—	—	—	—	—	—	286	1,2	—
Otros fines (e)	39	0,3	33,8	47	0,3	18,3	2.773	11,1	853,8

Fuente: Banco de España.

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

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

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

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

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

minar en los distintos apartados la referente a la actualización de valoraciones anteriores (3) y al excluir, de las tasaciones de inmuebles, las valoraciones intermedias de edificios en construcción. Ambas informaciones se presentan, de forma separada como «pro memoria», aprovechando para incluir además información referida a los patrimonios valorados, con independencia de la inclusión de las tasaciones de sus componentes en los apartados correspondientes. Estos cambios de criterio respecto a la forma de contabilizar las actualizaciones y los edificios en construcción, necesarios para evitar duplicidades, introducen una discontinuidad en las cifras que debe tenerse en cuenta si se comparan las de 1998 con las de años anteriores (cuadro 1), restando importancia a la desaceleración que aparentemente sufre la actividad de tasación en el último ejercicio.

(3) Se entiende por actualización de tasaciones las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando se hayan producido modificaciones significativas en el bien valorado, en cuyo caso se consideran nuevas tasaciones. En años anteriores a 1998, las actualizaciones se contabilizaban como si fueran nuevas.

También se ha elaborado un cuadro en el que se calculan, para los tipos de bienes inmuebles más significativos, los valores medios de las superficies, de los importes de las tasaciones y del metro cuadrado (cuadro 2). Este último dato no constituye una estimación fiable del precio de mercado de los diferentes tipos de inmuebles.

A continuación se incluye la distribución de todas las tasaciones, en número e importe, según el cliente de la tasadora o entidad que la haya requerido. En el caso de las entidades de crédito se les imputan tanto las requeridas por ellas como las requeridas por sus clientes, incluso en los casos en que las tasaciones se hayan facturado a estos (cuadro 3). La distribución por finalidad de las tasaciones de los bienes inmuebles, en número e importes, se presenta en el cuadro 4.

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

CUADRO 5

Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas

	1996			1997			1998		
	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento	Número en miles	% s/total	% incremento
Total	685,7	100,0	31,7	852,5	100,0	24,3	865,3	100,0	1,5
Andalucía (a)	95,5	13,9	34,2	127,2	14,9	33,1	144,2	16,7	13,4
Aragón	16,6	2,4	39,3	18,8	2,2	13,2	18,7	2,2	—
Asturias	11,6	1,7	9,9	14,5	1,7	24,5	16,0	1,8	10,9
Baleares	20,8	3,0	35,9	26,8	3,1	28,8	27,6	3,2	3,0
Canarias	29,8	4,3	46,4	36,8	4,3	23,5	37,3	4,3	0,1
Cantabria	9,5	1,4	23,6	12,1	1,4	27,3	12,8	1,5	5,8
Castilla - La Mancha	23,4	3,4	29,3	27,5	3,2	17,4	27,3	3,2	-0,9
Castilla y León	28,0	4,1	24,8	34,3	4,0	22,3	35,1	4,1	2,4
Cataluña	157,6	23,0	32,3	201,0	23,6	27,5	196,3	22,7	-2,3
Extremadura	10,2	1,5	22,6	13,4	1,6	31,3	14,2	1,6	5,1
Galicia	27,3	4,0	21,8	32,6	3,8	19,4	34,6	4,0	6,8
La Rioja	3,4	0,5	17,7	3,9	0,5	15,4	3,9	0,5	0,8
Madrid	106,7	15,6	43,1	124,8	14,6	17,0	112,3	13,0	-10,0
Murcia	18,9	2,8	30,6	23,5	2,8	24,2	27,7	3,2	18,3
Navarra	6,9	1,0	7,7	8,2	1,0	19,0	8,4	1,0	3,3
País Vasco	32,5	4,7	20,8	37,3	4,4	14,9	37,6	4,4	1,7
Valencia	86,9	12,7	27,7	109,8	12,9	26,4	111,7	12,9	1,7
Extranjero	—	—	230,0	—	—	103,0	0,1	—	56,7
	mm de pesetas y %								
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Total	18.053	100,0	22,8	22.885	100,0	26,8	24.838	100,0	8,5
Andalucía (a)	2.086	11,6	18,8	2.841	12,4	36,2	3.564	14,3	25,5
Aragón	411	2,3	26,0	445	1,9	8,3	468	1,9	4,7
Asturias	315	1,7	32,3	349	1,5	10,7	370	1,5	6,2
Baleares	635	3,5	52,7	701	3,1	10,5	944	3,8	34,7
Canarias	807	4,5	24,2	1.114	4,9	38,0	1.329	5,4	19,3
Cantabria	264	1,5	44,7	318	1,4	20,1	337	1,4	6,0
Castilla - La Mancha	516	2,9	10,0	592	2,6	14,7	629	2,5	5,9
Castilla y León	712	3,9	21,7	844	3,7	18,5	939	3,8	11,5
Cataluña	4.221	23,4	32,8	5.431	23,7	28,7	5.653	22,8	4,1
Extremadura	209	1,2	21,8	273	1,2	30,7	320	1,3	17,0
Galicia	611	3,4	13,5	742	3,2	21,4	795	3,2	6,8
La Rioja	82	0,5	12,8	107	0,5	30,6	125	0,5	16,3
Madrid	4.133	22,9	17,3	5.311	23,2	28,5	5.166	20,9	-2,6
Murcia	320	1,8	21,3	440	1,9	37,5	523	2,1	18,8
Navarra	157	0,9	11,7	205	0,9	31,1	229	0,9	11,2
País Vasco	1.100	6,1	22,2	1.237	5,4	12,5	1.071	4,2	-13,4
Valencia	1.470	8,1	14,1	1.934	8,4	31,5	2.363	9,6	22,2
Extranjero	3	—	-28,4	1	—	-62,1	13	—	976,5

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

CUADRO 6

Balance agregado de las sociedades de tasación

Millones de pesetas y %

	1996			1997			1998		
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Circulante	5.923	64,9	35,6	6.869	65,6	16,0	9.327	67,7	35,8
Tesorería	2.550	27,9	42,2	2.653	25,3	4,0	3.321	24,1	25,2
Deudores	2.304	25,2	26,8	3.024	28,9	31,3	4.182	30,4	38,3
Inversiones financieras	1.068	11,7	40,7	1.191	11,4	11,5	1.819	13,2	52,7
Inmovilizado	3.013	33,0	2,7	3.443	32,9	14,3	4.097	29,7	19,0
Inmaterial (neto)	706	7,7	12,8	894	8,5	26,6	1.846	13,4	106,5
Material (neto)	1.563	17,1	11,3	1.683	16,1	7,7	1.869	13,6	11,1
Financiero	745	8,2	-17,8	866	8,3	16,2	381	2,8	-56,0
Otras cuentas	195	2,1	-12,9	160	1,5	-17,9	350	2,5	118,8
ACTIVO TOTAL = = PASIVO TOTAL	9.132	100,0	21,3	10.472	100,0	14,7	13.774	100,0	31,5
Fondos propios	4.343	47,6	13,6	4.498	43,0	3,6	5.508	40,0	22,5
Capital desembolsado	2.147	23,5	13,6	2.435	23,3	13,4	3.169	23,0	30,1
Reservas netas	2.196	24,0	13,7	2.052	19,6	-6,6	2.339	17,0	14,0
Resultados	795	8,7	45,6	1.447	13,8	82,0	1.411	10,2	-2,5
Acreeedores	3.988	43,7	27,4	4.621	44,1	15,9	6.736	48,9	45,8
Largo plazo	617	6,8	-5,1	706	6,7	14,4	1.802	13,1	155,2
Corto plazo	3.372	36,9	36,0	3.915	37,4	16,1	4.934	35,8	26,0
<i>De los que: comerciales</i>	<i>1.744</i>	<i>19,1</i>	<i>32,5</i>	<i>2.040</i>	<i>19,5</i>	<i>17,0</i>	<i>2.319</i>	<i>16,8</i>	<i>13,7</i>
Otras cuentas	6	—	-78,6	-94	-0,9	—	120	0,9	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO 7

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada de las sociedades de tasación

Millones de pesetas y %

	1996	% incremento	1997	% incremento	1998	% incremento
1. Ingresos	17.880	27,4	21.857	22,2	25.053	14,6
Por tasación de inmuebles	16.533	29,6	20.464	23,8	23.273	13,7
Por otros servicios	1.066	4,6	1.152	8,1	1.273	10,5
Financieros	236	-0,8	198	-16,1	160	-19,2
Otros	44	131,6	43	-2,3	347	707,0
2. Gastos	-16.542	25,9	-18.657	12,8	-22.782	22,1
De personal	-2.751	7,4	-3.102	12,8	-3.595	15,9
Por servicios profesionales	-10.672	34,7	-12.239	14,7	-15.879	29,7
<i>De los que: tasadores</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>-14.294</i>	<i>—</i>
Otros generales	-2.590	22,1	-2.986	15,3	-2.716	-9,0
Financieros	-95	-29,1	-121	27,4	-115	-5,0
Amortización y provisiones	-434	8,8	-209	-51,8	-477	128,2
3. (1 + 2) Resultados ordinarios	1.338	49,5	3.200	139,2	2.271	-29,0
4. Resultados extraordinarios	-82	5,1	-1.195	1.357,3	-75	-93,7
5. Impuestos	-457	71,8	-559	22,3	-785	40,4
6. Resultado contable	797	44,9	1.445	81,3	1.411	-2,4

Fuente: Banco de España.

CUADRO 8

Información sobre número de empleados y profesionales

	1996	% incremento	1997	% incremento	1998	% incremento
Número de empleados en plantilla	—	—	—	—	1.060	—
Número de tasadores	—	—	—	—	7.111	—
Vinculados	—	—	—	—	534	—
No vinculados	—	—	—	—	6.577	—
Número de sucursales o delegaciones	—	—	—	—	303	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO 9

Ingresos según finalidad de la tasación

Millones de pesetas y %

	1996			1997			1998		
	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento	Importe	% s/total	% incremento
Total	—	—	—	—	—	—	23.272	100,0	—
Constituir garantías hipotecarias	—	—	—	—	—	—	20.387	87,6	—
Exigidas a ECAS	—	—	—	—	—	—	367	1,6	—
Seguros, IIC y FF	—	—	—	—	—	—	169	0,7	—
Otros fines	—	—	—	—	—	—	2.349	10,1	—

Fuente: Banco de España.

Ver notas a cuadro 4.

4. INFORMACIÓN CONTABLE

El balance y la cuenta de resultados que aparecen en los cuadros 6 y 7 se refieren, en exclusiva, al agregado de las sociedades de tasación, sin que se haya introducido ningún cambio significativo en relación con años anteriores, aparte de presentar la cuenta de deudores neta de provisiones y de ampliar la información sobre los tasadores.

Para finalizar, se presentan por primera vez unos datos sumarios sobre número de empleados, de tasadores y de oficinas (cuadro 8), así como sobre los ingresos por la prestación del servicio de tasación inmobiliaria según su finalidad (cuadro 9), todo ello referido solo a las sociedades de tasación y al año 1998.

22.7.1999.

Regulación financiera: segundo trimestre de 1999

1. INTRODUCCIÓN

El número de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente escaso durante el segundo trimestre de 1999, aunque algunas de ellas son de gran relevancia.

En el ámbito del Banco de España, se han publicado dos circulares referentes al Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE): la primera de ellas incorpora, dentro del subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, los documentos que tengan orden de protesto notarial, ya que la ampliación del plazo de protesto permite ahora su tratamiento informático en el sistema. La segunda se encarga, fundamentalmente, de actualizar distintas circulares del Banco de España relativas al SNCE, que habían quedado obsoletas, para adaptarlas a la normativa vigente.

Respecto a las entidades de crédito, se han transpuesto —parcialmente— en el ordenamiento jurídico español los preceptos de la Directiva 97/5/CE, de 27 de enero (1), del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las transferencias bancarias. Al igual que en la Directiva, se pretende que las transferencias realizadas a través de una entidad de crédito de un lugar a otro de la Unión Europea (UE) se realicen de una forma rápida, fiable y económica, estableciendo los requisitos de información que las entidades deben garantizar a sus clientes y las obligaciones mínimas que estas deben asumir para ejecutar dichas transferencias. Asimismo, se ha ajustado el cuadro de tipos oficiales de referencia para préstamos hipotecarios, incorporando una nueva referencia interbancaria a un año ligada al comportamiento del índice EURIBOR.

En el área del mercado de valores se centra la mayoría de las disposiciones promulgadas durante este período. Así, dentro del mercado primario, se ha ampliado el régimen liberalizador, propugnado por la Ley 24/1988, de 28 de julio (2), para determinadas emisiones de valores que, hasta la fecha, estaban prohibidas o sujetas al trámite de autorización previa, modificando su tratamiento administrativo. Por otro lado, se ha desarrollado parcialmente el nuevo régimen jurídico de los mercados de valores, establecido en el RD 2590/1998, de 7 de diciembre (3), facultando a la Comisión Nacional

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1997», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1997, p. 117.

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

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

del Mercado de Valores (CNMV) para que desarrolle el contenido de los folletos reducidos de programa (nueva modalidad de folletos reducidos) y modifique algunos tipos de folletos actualmente regulados para adaptarlos a las especiales características de los emisores, con el fin de facilitarles la colocación de valores en el mercado primario.

En el campo de las instituciones de inversión colectiva (IIC), se comentan tres disposiciones dignas de mención: por un lado, los convenios de promoción de fondos de titulización de activos, que posibilitan la creación de unos fondos («FTPyme») que, contando con el aval del Estado, se especializarán en la titulización de créditos a empresas productivas. Por otro, la modificación de los convenios de colaboración relativos a FONDTESOROS, para permitirles que puedan invertir en activos emitidos por los «FTPyme» que cuenten con el aval del Estado, así como contratar instrumentos derivados no negociados en mercados secundarios organizados; y, finalmente, el régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria, que desarrolla los preceptos establecidos en la Ley 20/1998, de 1 de julio (4). En particular, se establece una mayor flexibilidad en la política de inversiones y mayores incentivos en el ámbito fiscal.

En el ámbito de otras entidades financieras, se ha desarrollado el nuevo régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo, contemplado en la Ley 1/1999, de 5 de enero (5), habilitando 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 sus cuentas anuales, así como las informaciones derivadas de la supervisión financiera a la que se hallan sometidas.

En otro orden de cosas, se ha promulgado un nuevo reglamento sobre inversiones exteriores que aglutina, en una única disposición, la regulación de inversiones extranjeras en España y la de inversiones españolas en el exterior, quedando ambas totalmente liberalizadas, de acuerdo con los principios establecidos al respecto por el Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht).

Por otro lado, cabe reseñar la publicación de los estatutos del Instituto de Crédito Oficial

(4) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1998, pp. 97-99.

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

(ICO), adaptando su régimen jurídico y financiero a la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, tal como era preceptivo por lo establecido en esta norma.

Por último, se ha establecido un conjunto de medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia, tendentes a estimular la competencia en los mercados de bienes, servicios y factores productivos, y, al mismo tiempo, evitar la aparición de tensiones inflacionistas en algunos sectores menos expuestos a la competencia exterior.

2. SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: INCORPORACIÓN DE NUEVOS DOCUMENTOS Y ACTUALIZACIÓN DE DETERMINADOS ASPECTOS

El RD 1369/1987, de 18 de septiembre (6), la OM de 29 de febrero de 1988 (7) y la CBE 8/1988, de 14 de junio (8), regularon la estructura y el funcionamiento del SNCE, compuesto por el Sistema Nacional de Intercambios (SNI) y el Sistema Nacional de Liquidación (SNL). Más adelante, la CBE 11/1990, de 6 de noviembre (9), estableció las normas de funcionamiento del subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, regulado en la Norma SNCE-04 (en adelante, SNCE-04), integrado dentro del SNI. Posteriormente, dicha Circular fue modificada por la CBE 5/1991, de 26 de julio (10), la CBE 1/1995, de 30 de junio (11), la CBE 2/1998, de 27 de enero (12), y la CBE 9/1998, de 30 de octubre, para incorporar en dicho subsistema la compensación de nuevos documentos y medios de pago.

Hasta la fecha, el reglamento del SNCE-04 excluía de su tratamiento determinados docu-

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

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

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

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

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

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

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

mentos afectados por una o más excepciones, entre los que se encontraban los que tuvieran orden de protesto notarial, ya que el plazo para la ejecución del mismo impedía su tratamiento en el subsistema.

Recientemente, en virtud de la Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaria y del cheque, modificada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (13), de reforma del mercado de valores, se amplió el plazo para la realización del protesto de cinco a ocho días hábiles, lo que ahora hace posible la incorporación de estos documentos en el SNCE-04; incorporación que el Banco de España ha llevado a efecto mediante la *CBE 5/1999, de 28 de mayo* (BOE del 16 de junio).

Por lo demás, continúan excluidos del subsistema, entre otros, los cheques cuya fecha de abono al cedente sea igual o posterior a la fecha de su compensación; los cheques cuya fecha de abono al cedente sea anterior en más de quince días naturales a la fecha de su compensación; los cheques-nómina cuya fecha de emisión sea anterior en más de cuarenta y cinco días naturales a la fecha de su compensación; pagarés de cuenta corriente cuyo vencimiento sea posterior a la fecha de su compensación, y pagarés de cuenta corriente cuya fecha de vencimiento sea anterior en más de noventa días naturales a la fecha de su compensación.

En otro orden de cosas, se ha publicado la *CBE 6/1999, de 28 de mayo* (BOE del 16 de junio), que modifica varias circulares del Banco de España dedicadas a la regulación del SNCE, con el fin de actualizar y homogeneizar su contenido, debido a que algunos aspectos que en ellas se recogen han sufrido modificaciones, bien por normativas de rango superior, bien por el propio desarrollo del SNCE, o bien por la publicación de circulares posteriores.

3. TRANSFERENCIAS BANCARIAS

La Directiva 97/5/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero, relativa a las transferencias bancarias, fijó las normas básicas para que los particulares y las empresas (en especial, las pequeñas y medianas empresas) pudieran efectuar sus transferencias a través de una entidad de crédito de un lugar a otro de la UE de una forma rápida, fiable y económica, estableciendo tanto los requisitos de información que las entidades deben garantizar a

sus clientes como las obligaciones mínimas que estas deben asumir para ejecutar dichas transferencias siguiendo las instrucciones de aquellos. Asimismo, los Estados miembros de la UE debían transponer a sus respectivas legislaciones lo dispuesto en la mencionada Directiva antes del 14 de agosto de 1999.

Para dar cumplimiento a dicho mandato, se ha promulgado la *Ley 9/1999, de 12 de abril* (BOE del 13), por la que se regula el régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la UE, que introduce —de manera parcial— en el ordenamiento jurídico español los preceptos de la Directiva 97/5/CE que requieren rango de ley. El resto de las disposiciones de la Directiva pendientes de transponer que no requieran dicho rango se incorporará en nuestro ordenamiento mediante el posterior desarrollo de la Ley.

La principal novedad viene constituida por el establecimiento, por un lado, de una serie de obligaciones mínimas de las entidades para la realización de transferencias entre Estados miembros y, por otro, de las consecuencias jurídicas del incumplimiento de tales obligaciones.

El ámbito de aplicación de la Ley se ciñe a cualquier transferencia transfronteriza realizada por Estados miembros de la UE, dentro de la UE, cuyo importe sea igual o inferior a 50.000 euros (14) (aproximadamente, 8,3 millones de pesetas) —quedando excluidas las transferencias que no deban abonarse en cuenta—, ordenada por personas físicas o jurídicas (15), bien a través de una entidad de crédito o sucursal, bien a través de los denominados establecimientos abiertos al público que realicen gestión de transferencias recibidas del exterior o enviadas al exterior a través de entidades de crédito. Asimismo, en las transferencias entre Estados miembros podrá intervenir una entidad intermediaria, que puede ser una entidad de crédito, distinta de la entidad del ordenante y de la del beneficiario, que participe en la realización de dicha transferencia como corresponsal de alguna de las entidades mencionadas.

Respecto a las *obligaciones mínimas* de las entidades, estas deberán realizar las transferencias ajustándose a las instrucciones especi-

(14) La misma cuantía que la establecida en la Directiva 97/5/CE.

(15) El ordenante debe tratarse de una persona física o jurídica distinta de las entidades de crédito, de los establecimientos abiertos al público para el cambio de moneda extranjera, de las empresas de seguros, de las instituciones de inversión colectiva y de las empresas de servicios de inversión.

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

ficadas por el cliente, en lo que se refiere tanto a los plazos de ejecución como a la cantidad total a transferir. Para ello, deberán cumplir con unos requisitos mínimos de celeridad y fiabilidad.

Respecto a los primeros, tanto la entidad del ordenante como la del beneficiario deben acreditar fondos y abonarlos, respectivamente, en los plazos convenidos con sus clientes. Cuando no se haya respetado dicho plazo o, a falta de pacto entre las partes sobre dicho plazo, cuando al término del quinto día laborable bancario siguiente a la fecha de aceptación de la orden de transferencia no se hayan acreditado los fondos en la cuenta del beneficiario, la entidad ordenante deberá indemnizar a este último en los términos establecidos en la propia disposición (16). En términos similares, la entidad del beneficiario deberá indemnizar a este cuando no se haya respetado el plazo convenido o, en su defecto, cuando al término del día laborable bancario siguiente al día en que se hayan acreditado los fondos en la cuenta de la entidad beneficiaria no se hayan abonado los fondos en la cuenta del beneficiario.

En cuanto al segundo conjunto de requisitos, salvo orden en contrario, la transferencia deberá ser ejecutada libre de cargos para el beneficiario, a menos que el ordenante haya especificado que los gastos relativos a la transferencia deben correr total o parcialmente a cargo del beneficiario. Tales especificaciones deberán comunicarse a la entidad del beneficiario y a las entidades intermediarias, cuando existan. En otro caso, deberá transferirse o abonarse a quien corresponda el importe indebidamente deducido, asumiendo el responsable los gastos de tal deducción.

El supuesto más grave de incumplimiento consiste en la falta de ejecución de una transferencia, una vez aceptada la misma por la entidad del ordenante. En este caso, se impone una obligación de reembolso que incluye el abono del importe de la transferencia más el pago de los gastos en los que el ordenante haya incurrido y una indemnización —al igual que la establecida en la Directiva— hasta un total de 12.500 euros (aproximadamente, 2,1 millones de pesetas).

No obstante, la Ley prevé que todas las obligaciones señaladas pierdan tal condición, siem-

(16) La indemnización consistirá en el abono del interés legal del dinero (4,25 % para este año), multiplicado por 1,25 y calculado sobre el importe de la transferencia entre Estados miembros de la UE mediante la aplicación del tipo de interés señalado por el período transcurrido entre el término del plazo señalado y la fecha en que se acrediten los fondos en la cuenta de la entidad del beneficiario.

pre que puedan alegar motivos de fuerza mayor, es decir, circunstancias ajenas a quien la invoca, anormales e imprevisibles, cuyas consecuencias no habrían podido evitarse pese a toda la diligencia empleada.

4. ENTIDADES DE CRÉDITO: ÍNDICE «EURIBOR» COMO NUEVA REFERENCIA PARA PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

La CBE 8/1990, de 7 de septiembre (17), sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, desarrolló la OM de 12 de diciembre de 1989 (18), que extendió al conjunto de las entidades de crédito las normas que, inicialmente, solo eran aplicables a las entidades de depósito. Posteriormente, se ha ido actualizando dicha normativa para recoger las novedades surgidas durante estos años en nuestro sistema financiero que han tenido una particular incidencia en la operativa de las entidades de crédito con su clientela, así como adaptar la legislación española a la normativa de la UE en esta materia. En especial, cabe reseñar que las últimas modificaciones de la CBE 8/1990 fueron introducidas por la CBE 4/1998, de 27 de enero (19), que incorporó los preceptos de la Recomendación de la Comisión Europea de 30 de julio de 1997, relativa a las transacciones efectuadas mediante instrumentos electrónicos de pago, y por la CBE 3/1999, de 24 de marzo (20), que recogió algunas de las normas contenidas en la Ley 46/1998, de 17 de diciembre (21), sobre introducción del euro, así como las recomendaciones de la Comisión Europea de 23 de abril de 1998 (22), sobre las prácticas bancarias relativas a las «comisiones por la conversión a euros» y sobre la «doble indicación de precios y otros importes monetarios», durante el período transitorio (que comprende desde el 1 de enero de 1999 al 31 de diciembre del 2001).

(17) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1990, pp. 76 y 77.

(18) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1990, p. 35.

(19) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1998, pp. 121 y 122.

(20) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1999, pp. 117 y 118.

(21) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 69-77.

(22) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1998, pp. 101 y 102.

Recientemente, la CBE 7/1999, de 29 de junio (BOE de 9 de julio), ha vuelto a modificar la CBE 8/1990, con objeto de ampliar el cuadro de tipos oficiales de referencia para préstamos hipotecarios, con la finalidad de incorporar un nuevo índice de referencia ligado al comportamiento del mercado interbancario del conjunto de la zona del euro. Dicho índice ha sido creado por la Federación Bancaria Europea a partir de la información proporcionada por un conjunto amplio de bancos de la zona sobre sus operaciones interbancarias al plazo de un año. Esta nueva referencia interbancaria a un año, denominada EURIBOR, se define como la media aritmética simple de los valores del tipo de contado publicado por la Federación Bancaria Europea para las operaciones de depósito en euros al plazo de un año, calculada a partir del tipo de oferta del conjunto de bancos antes mencionados.

5. MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE EMISIÓN DE VALORES

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, estableció el principio general de libertad de emisión en el mercado español, aunque, no obstante, facultó al Ministerio de Economía y Hacienda (MEH) para prohibir o someter a su autorización previa determinadas emisiones. Haciendo uso de esa facultad, la OM de 14 de noviembre de 1989 (23) prohibió las emisiones de valores cuyo principal o cuyos intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice general, y sometió al trámite de autorización previa tres tipos de emisiones: las emisiones expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional; las realizadas por no residentes en el mismo mercado, y las emisiones que tengan un plazo de vencimiento superior a 18 meses y en las que concurren determinadas circunstancias. Más adelante, la OM de 18 de diciembre de 1992 (24) eliminó la necesidad de autorización previa en los dos primeros supuestos (las emisiones expresadas en moneda extranjera y las realizadas por no residentes), sin perjuicio de que, en el caso de las emisiones realizadas por no residentes en el mercado español, debían ser comunicadas con carácter previo al Tesoro.

Recientemente, la OM de 28 de mayo de 1999 (BOE de 4 de junio) ha ampliado el régimen liberalizador al resto de los supuestos in-

dicados, modificando su tratamiento administrativo.

De esta forma, el único supuesto de prohibición, es decir, las emisiones de valores cuyo principal o intereses sean revisables en función de algún índice general de precios o del precio de algún bien o servicio o de índices vinculados a estos últimos, pasa a estar sujeto a *autorización previa*. No obstante, este régimen no afecta a las emisiones cuyo tipo de interés es revisable de acuerdo con la evolución de otro tipo de interés que sirva de referencia, o aquellas cuyo rendimiento venga determinado por la evolución experimentada por índices bursátiles o de otros mercados secundarios de valores que continúan, como hasta la fecha, liberalizadas.

Por otro lado, se elimina la necesidad de autorización previa para el único supuesto en el que estaba contemplado, es decir, las emisiones con plazo de vencimiento superior a dieciocho meses que presenten, además, alguna de las siguientes características:

1. Carecer de rendimiento explícito (por ejemplo, bonos cupón-cero).
2. Conceder un rendimiento mixto, siempre que el rendimiento efectivo anual de naturaleza explícita que produzcan no sea igual o superior al tipo de referencia vigente en cada emisión.
3. Conceder un rendimiento explícito cuya periodicidad de devengo sea superior a un año.

Cuando se realice este tipo de emisiones y exista obligación de registrar el folleto informativo en la CNMV, este Organismo deberá remitir una copia del mismo a la Administración Tributaria. También le deberá informar sobre el resultado del procedimiento de adjudicación y la difusión alcanzada en la colocación, así como sobre las eventuales modificaciones de las características de los valores ya emitidos.

6. FOLLETOS DE UTILIZACIÓN EN EMISIONES U OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES

El RD 2590/1998, de 7 de diciembre (25), sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, introdujo importantes novedades en la regulación de las emisiones y ofertas públicas de valores. De entre

(23) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1990, p. 39.

(24) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1993, p. 75.

(25) Véase nota (3).

las novedades, en relación con el mercado primario, una de las más importantes es la que afecta a los folletos informativos, introduciendo una nueva modalidad de folleto reducido, denominada *folleto reducido de programa*, y estableciendo el contenido mínimo de los folletos, que podría ser distinto según el tipo de valores a emitir, las características de la entidad emisora, la cuantía de la emisión u otras circunstancias que justifiquen su diversidad. En ambos casos, se habilitó a la CNMV para que pudiera adaptar el contenido de estos folletos a las especiales características del emisor, con el fin de facilitarle la colocación de valores en el mercado primario en condiciones comparables a las de otros Estados de nuestro entorno.

Haciendo uso de esta facultad, se ha publicado la *CCNMV 2/1999, de 22 de abril* (BOE del 30), que desarrolla el nuevo folleto reducido de programa y modifica algunos tipos de folletos actualmente regulados para su adaptación a las especiales características de las emisiones.

Una de las novedades que cabe reseñar es la posibilidad de que la CNMV pueda exigir, en determinados supuestos, y para todos los modelos de folletos contemplados en esta norma, un capítulo introductorio (capítulo 0), que deberá resaltar las circunstancias más relevantes y los riesgos específicos de la emisión u oferta de valores. También se introduce un nuevo formato para el capítulo 1, relativo a las personas que asumen la responsabilidad de su contenido y los organismos supervisores del folleto, aplicable a todos los modelos de folletos que deben utilizar los emisores de renta variable, de renta fija o *warrants* contemplados en esta Circular.

Por otra parte, junto al folleto reducido tradicional —diseñado para una emisión concreta—, el folleto reducido de programa permite recoger el plan de emisiones u ofertas —generalmente, emisiones de renta fija privada— que una misma entidad pretenda realizar durante los doce meses siguientes. De esta forma, cada vez que la entidad decida realizar una emisión de las previstas en el plan, no tendrá que realizar un nuevo folleto reducido, sino simplemente depositar en la CNMV una información complementaria de forma simultánea a la emisión. Por su parte, la CNMV opta por elaborar dos variedades de folleto programa para las emisiones de renta fija: uno para los valores de renta fija no convertibles ni canjeables (renta fija simple) y otro específico para *warrants*.

Por otro lado, la Circular aprovecha para modificar otros tipos de folletos para adaptarlos a las especiales particularidades de las emisiones de renta fija simple, así como clarificar la ti-

pología y el contenido del resto de modelos de folletos aplicables tanto a la renta variable como a la renta fija en general.

Particularmente, y en lo que se refiere a los modelos de folletos de renta fija simple, se contemplan los siguientes:

- a) Un modelo de folleto continuado específico para renta fija, cuyo contenido es más limitado y menos extenso que el del folleto incompleto regulado en la OM de 12 de julio de 1993, que podrá ser utilizado exclusivamente por los emisores que solo emitan valores de renta fija.
- b) Un modelo de folleto continuado especial para entidades públicas (que podrá ser utilizado por organismos públicos nacionales o extranjeros, organismos internacionales de carácter público y Estados extranjeros) que no estén exentas del requisito legal de elaboración y registro de un folleto.
- c) Un modelo de folleto reducido de emisión u oferta para valores de renta fija simple que modifica el modelo de folleto reducido hasta ahora utilizado para esta clase de emisores y extender los beneficios de la reforma a quienes por emitir de forma esporádica no puedan acogerse al sistema del folleto de programa.
- d) Un modelo de folleto reducido de programa para valores de renta fija simple y un modelo de folleto reducido de programa para *warrants*.

Con todo ello, además de clarificar la tipología y contenido de los modelos de folletos emisiones y ofertas públicas de valores tanto de renta fija como de renta variable, la CNMV establece un nuevo régimen de emisión de valores de renta fija, mucho más rápido y eficiente que el actualmente vigente, con objeto de contribuir a aumentar las posibilidades de financiación de numerosas empresas en el mercado español.

7. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LOS FONDOS

La OM de 7 de junio de 1990 (26), modificada por la OM de 25 de enero de 1994 (27), au-

(26) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1990, pp. 80 y 81.

(27) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1994», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1994, p. 93.

torizó al MEH, a través de la DGTPF, para suscribir convenios de colaboración, ajustados a un convenio-tipo, con Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva para la creación de Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM) dedicados a la colocación de la deuda pública (en adelante, FONDTESORO). Asimismo, el Tesoro se obligaba a ceder durante la vigencia del contrato el uso de la marca comercial «FONDTESORO» y de sus logotipos, con la finalidad de facilitar la comercialización del fondo.

Por otro lado, la OM de 10 de junio de 1997 (28), sobre operaciones de las IIC de carácter financiero en instrumentos financieros derivados, abrió a tales instituciones la posibilidad de contratar instrumentos derivados no negociados en un mercado secundario organizado. Recientemente, la OM de 28 de mayo de 1999, sobre los convenios de promoción de fondos de titulización de activos (que se comentan más adelante), contempla la creación de unos fondos que, bajo la denominación comercial «FTPyme», se especializarán en la titulización de créditos a empresas productivas, contando una parte de su pasivo —dentro del tramo de valores de renta fija principal— con el aval del Estado.

Con el fin de que los FONDTESORO puedan beneficiarse del uso de tales instrumentos para la gestión de su patrimonio, se ha publicado la OM de 28 de mayo de 1999, por la que se modifica parcialmente la OM de 7 de junio de 1990, sobre convenios de colaboración relativos a los FONDTESORO, que permite que dichos fondos puedan invertir en aquella parte de los activos emitidos por los «FTPymes» que cuente con el aval del Estado y, además, contratar instrumentos derivados no negociados en mercados secundarios organizados.

Asimismo, y con el objeto de ampliar la gama de activos financieros en que puedan invertir su patrimonio, se ha considerado oportuno permitir que un porcentaje de su cartera pueda también estar invertido en otros activos de renta fija, siempre que disfruten de una calidad crediticia elevada. Finalmente, en el caso de los FONDTESORO de nueva creación, la presente Orden autoriza la inversión hasta un porcentaje determinado de su cartera en valores de renta variable.

De este modo, la Orden comentada incluye tres nuevas posibilidades de inversión a las que

(28) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1997», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1997, pp. 111-113.

podrán adherirse tanto los fondos de nueva creación como aquellos otros que, teniendo un convenio vigente, deseen modificar su política de inversión con objeto de ampliar la variedad de activos financieros en que pueden invertir su patrimonio. Son las siguientes:

- **FONDTESORO RENTA FIM:** cuyo patrimonio deberá estar invertido —salvo la parte destinada a cubrir el coeficiente de liquidez—, principalmente, en deuda del Estado en cualquiera de sus modalidades, o en bonos emitidos por los FTPymes que cuenten con el aval del Estado, debiendo representar un porcentaje no inferior al 70 % del activo del fondo. Asimismo, al menos un 50 % del activo del fondo deberá estar invertido a vencimiento en bonos y obligaciones del Estado o similares con un plazo inicial de amortización superior a un año, y podrá invertir un porcentaje máximo del 20 % de sus activos totales en otros valores de renta fija —distintos de la deuda del Estado— negociados en un mercado secundario organizado español con una alta calificación crediticia. Finalmente, solo podrá actuar en los mercados a plazo o de instrumentos financieros derivados, con el exclusivo propósito de cubrir los riesgos financieros de su cartera.
- **FONDTESORO PLUS FIM:** cuyo patrimonio deberá tener la misma composición que el anterior, salvo el último porcentaje. Así, este tipo de FONDTESORO podrá invertir un porcentaje máximo del 20 % de sus activos totales en valores de renta variable integrantes del IBEX 35 y en otros valores de renta fija —distintos de la deuda del Estado— negociados en un mercado secundario organizado español con una alta calificación crediticia. También podrá actuar en los mercados a plazo o de instrumentos financieros derivados, con el exclusivo propósito de cubrir los riesgos financieros de su cartera.
- **FONDTESORO RENTA FIAMM:** cuyo patrimonio deberá estar invertido —salvo la parte destinada a cubrir el coeficiente de liquidez—, principalmente, en deuda del Estado en cualquiera de sus modalidades, o en bonos emitidos por los FTPymes que cuenten con el aval del Estado, debiendo representar un porcentaje no inferior al 80 % del activo del fondo. Asimismo, al menos un 60 % del activo del fondo deberá estar invertido en deuda del Estado en cualquiera de sus modalidades y cuyo plazo de vida residual no exceda de los límites establecidos en la legislación vigente (actualmente, dieciocho meses), y podrá invertir un porcentaje máximo del 10 % de sus activos totales en otros valores de renta fija —distintos de la deuda

del Estado— negociados en un mercado secundario organizado español con una alta calificación crediticia y cuyo plazo de vida residual no exceda de los límites establecidos en la legislación vigente. Finalmente, también podrá actuar en los mercados a plazo o de instrumentos financieros derivados, con el exclusivo propósito de cubrir los riesgos financieros de su cartera.

8. FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONVENIOS DE PROMOCIÓN (FTPyme)

El RD-L 3/1993, de 26 de febrero (29), sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, y la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adaptó a la legislación española la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, facultaron al Gobierno para que extendiera el régimen previsto en la Ley 19/1992, de 7 de julio (30), que reguló los fondos de titulación hipotecaria (FTH), con las adaptaciones oportunas, a la titulación de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas, que se denominarían fondos de titulación de activos (FTA). Cumplimentando esta habilitación, el Gobierno promulgó el RD 926/1998, de 14 mayo, por el que se regularon los FTA y sus sociedades gestoras, estableciendo el marco de referencia de la titulación de activos en nuestro país.

Recientemente, la Ley 49/1998, de 30 de diciembre (31), de Presupuestos Generales del Estado para 1999, facultó al MEH para el otorgamiento de avales que garanticen valores de renta fija emitidos por FTA, constituidos al amparo de los convenios que suscribiría aquel con sus sociedades gestoras, y, al mismo tiempo, para que estableciera las normas y requisitos a los que se deberían de ajustar los mencionados convenios.

Para dar cumplimiento a la citada disposición, se ha publicado la *OM de 28 de mayo de 1999* (BOE del 4 de junio), que establece el régimen y contenido de los convenios de promo-

ción que podrán suscribir el MEH —a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF)— con las sociedades gestoras de los FTA con el objeto de promover la creación de FTA, que, bajo la denominación comercial «FTPyme», podrán beneficiarse del aval del Estado para garantizar valores de renta fija que emitan con el fin de favorecer la financiación empresarial.

La sociedad gestora que pretenda formalizar un convenio de estas características deberá solicitarlo a la DGTPF, aportando una memoria explicativa del proyecto de constitución del FTPyme. Este trámite se efectuará con independencia de los que posteriormente hayan de realizarse ante la CNMV, conforme a las disposiciones vigentes. Para ello, deberán reunir, además de las prescripciones generales estipuladas en su normativa específica, los siguientes requisitos:

1. En lo concerniente al activo, podrán titulizarse los préstamos o créditos cedidos por las entidades de crédito que se hayan adherido al convenio suscrito con el MEH. Dichos préstamos o créditos deberán reunir las condiciones estipuladas en el mencionado convenio.
2. En cuanto al pasivo, se podrán avalar de cada serie o clase de valores de renta fija que se emita por los FTA los porcentajes sobre el valor nominal que se señalan en el anejo de la Orden.
3. Deberá existir una mejora crediticia que reduzca el riesgo de los valores avalados, de modo que les proporcione una calificación crediticia mínima concedida por una agencia de calificación reconocida por la CNMV. Esta calificación deberá obtenerse con carácter previo a la concesión definitiva del aval.
4. Finalmente, todos los valores emitidos por los FTA pertenecientes a las series o clases avaladas por el Estado deberán negociarse, aun cuando el aval solo afecte a una proporción de la serie o clase, en un mercado secundario oficial español de valores.

Por último, en los anejos de la Orden se detallan, por un lado, el convenio tipo de colaboración para la constitución de los FTPyme que suscribirá la DGTPF con la sociedad gestora y, por otro, el convenio marco de colaboración entre el MEH y las entidades de crédito para determinar los créditos susceptibles de cesión a los FTPyme que se creen para favorecer la financiación empresarial.

(29) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1993, p. 96.

(30) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1992, pp. 93 y 94.

(31) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 98 y 99.

9. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIAS

La regulación básica de las IIC está recogida en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (32), y en su desarrollo reglamentario, llevado a cabo por el RD 1393/1990, de 2 de noviembre (33). Posteriormente, ambos fueron modificados, respectivamente, por la Ley 19/1992, de 7 de julio (34), y el RD 686/1993, de 7 de mayo (35), para incorporar la regulación de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario (IICI) —sociedades y fondos de inversión inmobiliaria—, estableciendo sus rasgos financieros, y su régimen fiscal y sancionador. Más adelante, la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993 (36) culminó el proceso normativo de estas instituciones, al mismo tiempo que diseñó el papel que debían desempeñar las sociedades gestoras, las sociedades de tasación y el depositario, que tienen un especial significado en la vida de aquellas.

Las cautelas establecidas en estas disposiciones presentaban algunas rigideces que hacían poco atractivos estos instrumentos, comparados con otras fórmulas de inversión colectiva, por lo que fue necesario modificar la Ley 46/1984 mediante la publicación de la Ley 20/1998, de 1 de julio (37), de reforma del régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria y sobre cesión de determinados derechos de crédito de la Administración General del Estado, que vino a superar estas limitaciones, introduciendo una mayor flexibilidad en la política de inversiones y mayores incentivos en el ámbito fiscal.

Ahora es necesario modificar el RD 1393/1990, para adaptar el Reglamento a los preceptos expuestos en la citada Ley 20/1998; adaptación que se ha llevado a efecto mediante el *RD 845/1999, de 21 de mayo* (BOE de 4 de junio).

(32) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1984», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1985, pp. 41-43.

(33) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1991, pp. 30 y 31.

(34) Véase nota (23).

(35) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1993, pp. 104 y 105.

(36) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1993, pp. 77-79.

(37) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1998, pp. 97-99.

Entre las principales novedades introducidas, cabe reseñar las nuevas posibilidades de inversión de las IICI. Así, hasta ahora las IICI solo podían invertir para su arrendamiento en edificios finalizados, o partes individualizadas de estos, que se destinasen a viviendas, oficinas, aparcamientos o a usos comerciales. A partir de ahora, tal como se ha previsto en la Ley, se amplía a los inmuebles en fase de construcción, las opciones de compra y los compromisos de compra a plazo de inmuebles, siempre que su vencimiento no supere los dos años, la titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles, así como los inmuebles que se destinen a residencias estudiantiles o de la tercera edad. En todos los casos, la explotación de este tipo de negocios se realizará en forma de arrendamiento.

Por otro lado, frente al régimen actual de prohibición total de operaciones con socios o partícipes y empresas del grupo, se les permite la realización de algunas, bajo ciertos límites y condiciones. Así, podrán ser arrendatarios o titulares de otros derechos distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes respecto de los bienes inmuebles que integren el activo o el patrimonio de los mismos, siempre y cuando no se derive de esta situación conflicto de intereses, y se contrate a precios y en condiciones normales de mercado. Las mismas cautelas serán aplicables a las eventuales compras o ventas de inmuebles del activo realizadas con los socios o partícipes. Estos mismos preceptos regirán para las personas o entidades que mantengan vínculos con los socios o partícipes, y, en ningún caso, los inmuebles arrendados a unos o a otros podrán superar el 25 % del activo de la IICI. Respecto a las aportaciones de socios o partícipes al capital o al patrimonio, se permite que no solo se realicen en efectivo, sino también en inmuebles o valores.

También se admite la posibilidad de que las IICI puedan financiar la adquisición de inmuebles que integren su patrimonio con garantía hipotecaria; financiación que también podrá utilizarse para financiar rehabilitaciones de los inmuebles, siempre y cuando el saldo vivo de las financiaciones ajenas no supere el 50 % del activo de la institución. Finalmente, podrán adquirir inmuebles a entidades de su mismo grupo o del grupo de su sociedad gestora cuando sean de nueva construcción y siempre que se cumplan determinados requisitos.

Respecto al régimen de inversiones, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) invertirán, al menos, el 90 % del promedio anual de saldos mensuales de su activo en bienes in-

muebles de las características arriba mencionadas. El resto podrán tenerlo invertido en valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados, así como en valores de renta variable que determine el MEH. Por su parte, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) deberán invertir, al menos, el 70 % del promedio anual de saldos mensuales de su activo en bienes inmuebles. Asimismo, mantendrán un coeficiente de liquidez mínimo del 10 % del activo total del mes anterior, que deberá materializarse en efectivo, depósitos, cuentas a la vista o activos con plazo de vencimiento o remanente de amortización inferior a dieciocho meses. De este coeficiente, podrá materializarse hasta un 5% del activo total en valores de renta variable que determine el MEH. El restante porcentaje del activo podrá estar invertido en valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados. En ambos casos, estas entidades no podrán adquirir ningún bien que represente más del 35 % del activo total.

En cuanto al régimen fiscal de estas instituciones, se introduce el previsto en la Ley 20/1998. De este forma, tributarán al 1 % en el Impuesto sobre Sociedades, siempre y cuando la inversión en cualquier tipo de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento alcance durante todo el período impositivo, al menos, el 50 % de su activo, siendo computables, a estos efectos, las inversiones en viviendas, residencias estudiantiles y residencias de la tercera edad. En el caso de los bienes inmuebles en construcción, es necesario que tengan entidad registral mediante la correspondiente inscripción en el Registro de la Propiedad. Finalmente, se modifica el plazo de mantenimiento de los inmuebles en el patrimonio de las entidades, que se reduce de cuatro a tres años, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la CNMV.

En otro orden de cosas, se aprovecha el Real Decreto comentado para modificar el RD 1343/1992, de 6 de noviembre (38), por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio (39), de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras. De este modo, dentro de la ponderación de los elementos de riesgo para el cálculo del coeficiente de solvencia, se introducen los valores de renta fija del mercado hipotecario contemplados en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, que recibirán una ponde-

ración no inferior al 10 % (cuando antes tenían el 50 %). Por último, se introducen determinadas modificaciones en el RD 1732/1998, de 31 de julio (40), sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV.

10. ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO: AUTORIZACIÓN DE NUEVAS ENTIDADES, NORMAS CONTABLES Y OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

El régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo (ECR), recogido inicialmente en el RD-L 1/1986, de 14 de marzo (41), sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, ha sido objeto de determinadas modificaciones para ir adaptando sus preceptos a la realidad vigente. La Ley 1/1999, de 5 de enero (42), estableció un marco jurídico estable y completo de estas entidades, 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.

La mencionada Ley faculta al MEH para determinar, para cada tipo de ECR —atendiendo a sus especialidades—, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización junto con los documentos que debe acompañar a dicha solicitud. También le faculta para establecer y modificar las normas contables, así como las obligaciones de información que, tanto las ECR como sus sociedades gestoras, deberán facilitar a la CNMV.

Haciendo uso de esa facultad, se ha publicado la *OM de 17 junio de 1999* (BOE del 30), por la que se desarrolla parcialmente la Ley 1/1999, habilitando 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, incorporando un apartado específico que recoja información sobre el cumplimiento de coeficien-

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

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

(40) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1998, pp. 86 y 87.

(41) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1986», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1986, pp. 31 y 32.

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

tes y las informaciones derivadas de la supervisión financiera a la que se hallan sometidas. Asimismo, se le habilita para determinar el contenido, frecuencia y alcance de las obligaciones de información; en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes, y situación económico-financiera que estas entidades y sus sociedades gestoras deberán facilitar a la mencionada Comisión.

11. NUEVO RÉGIMEN JURÍDICO EN MATERIA DE MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y DE LAS INVERSIONES EXTERIORES

La Directiva 88/361/CEE, de 24 de junio, liberalizó los movimientos de capitales entre residentes en los estados comunitarios. Esa norma estableció un período transitorio de aplicación para España que vencía el 31 de diciembre de 1992. No obstante, la situación de la economía española y la creciente internacionalización de la actividad económica hicieron posible adelantar a febrero de 1992 la plena liberalización de las transacciones y transferencias con el exterior, a través del RD 1816/1991, de 20 de diciembre (43), que fue posteriormente adaptada al nuevo contexto liberalizador mediante la Ley 18/1992, de 1 de julio (44), desarrollada reglamentariamente por el RD 671/1992, de 2 de julio (45), sobre inversiones extranjeras en España, y el RD 672/1992, de 2 de julio (46), sobre inversiones españolas en el exterior.

Por otro lado, el Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht), firmado por España el 7 de febrero de 1992 (47), instauró la plena libertad de los movimientos de capital, facultando a los Estados miembros para establecer o mantener requisitos administrativos sobre las operaciones liberalizadas. Ello tiene dos fines fundamentales: posibilitar, por una parte, el conocimiento administrativo, estadístico o económico de tales operaciones y, por otra, admitir la adopción de medidas justificadas por razones de orden y seguridad pública.

(43) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1992, pp. 58-60.

(44) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1992, pp. 87-89.

(45) Ver nota anterior.

(46) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1992, pp. 89 y 90.

(47) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1993, p. 72.

Los reales decretos antes mencionados tuvieron como finalidad incorporar a nuestro ordenamiento interno los preceptos de la Directiva 88/361, pero esta quedó posteriormente superada por las previsiones del Tratado de Maastricht sobre la libertad de movimientos de capital, que se traducían en un sistema caracterizado por la ausencia de controles administrativos de carácter previo, salvo que afectaran a intereses nacionales en virtud de las cláusulas de salvaguardia.

Para garantizar una completa adecuación de nuestro ordenamiento interno a las previsiones del mencionado Tratado, se ha publicado el RD 664/1999, de 23 de abril (BOE del 4 de mayo), sobre inversiones exteriores, que establece, con carácter general, la libertad de movimientos de capitales, tanto extranjeros en España como españoles en el exterior.

El Real Decreto aglutina, en una única disposición, la regulación de inversiones extranjeras en España y la de inversiones españolas en el exterior, quedando ambas totalmente liberalizadas, a la vez que deroga los citados reales decretos 671/1992, de 2 de julio, y 672/1992, de la misma fecha. Todo ello sin perjuicio de los regímenes especiales que afecten las inversiones extranjeras en España establecidos en legislaciones sectoriales específicas.

La principal novedad de la norma es que establece un trámite administrativo de declaración general *ex post* de las inversiones con una finalidad administrativa, económica y estadística, suprimiéndose los hasta ahora vigentes procedimientos de verificación y autorización previas. No obstante, en determinados supuestos de inversiones procedentes de o con destino a territorios o países calificados por nuestras disposiciones vigentes como *paraísos fiscales*, se exige, además de la declaración antes citada, una con carácter previo.

Respecto a las inversiones extranjeras en España, cabe reseñar la supresión de las categorías tradicionales en que se clasificaban las inversiones (directas, en cartera, en bienes inmuebles, y otras formas de inversión), que son sustituidas por una relación determinada de operaciones consideradas como inversiones exteriores:

1. La participación en sociedades españolas.
2. La constitución y ampliación de la dotación de sucursales.
3. La suscripción y adquisición de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por residentes.

4. La participación en fondos de inversión, inscritos en los registros de la CNMV.
5. La adquisición de bienes inmuebles sitios en España, cuyo importe total supere los 500 millones de pesetas (o su contravalor en euros), o cuando, con independencia de su importe, proceda de paraísos fiscales.
6. La constitución, formalización o participación en contratos de cuentas de participación, fundaciones, agrupaciones de interés económico, cooperativas y comunidades de bienes, cuando el valor total correspondiente a la participación de los inversores extranjeros sea superior a 500 millones de pesetas (o su contravalor en euros), o cuando, con independencia de su importe, proceda de paraísos fiscales.

En lo que se refiere a su declaración, con carácter general, la inversión será declarada por el titular no residente con posterioridad a la realización de la misma, con una finalidad meramente administrativa, estadística o económica. Para ello, el titular no residente deberá remitir al Registro de inversiones del MEH información sobre dichas operaciones en el plazo y con el contenido que se establezca en las normas de desarrollo del presente Real Decreto. Como excepción a la norma general, en las inversiones que procedan de paraísos fiscales el titular de la misma deberá, además, efectuar una declaración con carácter previo a su realización.

Con carácter especial, si se trata de inversiones en valores negociables (emitidos u ofertados públicamente y negociados en un mercado secundario), estarán obligadas a declarar las *entidades financieras* que tengan como actividades propias el depósito o la administración de valores representados mediante anotaciones en cuentas objeto de la inversión o las empresas cuya intervención sea preceptiva para la suscripción o transmisión de valores, de acuerdo con las normas que les sean de aplicación. Cuando se trate de inversiones en valores no negociados en mercados secundarios, pero las partes hayan depositado o registrado tales valores voluntariamente, el sujeto obligado a realizar tal declaración será la entidad depositaria o administradora de los mismos, salvo que hubiera intervenido una sociedad, agencia de valores o una entidad de crédito en la operación, en cuyo caso le corresponderá efectuar la declaración a una de estas. En caso de acciones nominativas, el sujeto obligado a declarar será la sociedad española objeto de la inversión, y, finalmente, las operaciones de inversión en fondos de inversión deberán ser declaradas por la sociedad gestora del mismo.

En cuanto al *régimen de las inversiones españolas en el exterior*, guarda cierta similitud respecto al régimen anterior. De este modo, son consideradas como tales las siguientes operaciones:

1. La participación en sociedades extranjeras.
2. La constitución y ampliación de la dotación de sucursales.
3. La suscripción y adquisición de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por no residentes.
4. La participación en fondos de inversión extranjeros.
5. La adquisición de bienes inmuebles sitios en el extranjero, cuyo importe total supere los 250 millones de pesetas (o su contravalor en euros), o cuando, con independencia de su importe, proceda de paraísos fiscales.
6. La constitución, formalización o participación en contratos de cuentas de participación, fundaciones, agrupaciones de interés económico, cooperativas y comunidades de bienes, cuando el valor total correspondiente a la participación de los inversores residentes sea superior a 250 millones de pesetas (o su contravalor en euros) o cuando, con independencia de su importe, tenga destino en paraísos fiscales.

De manera análoga, las inversiones españolas en el exterior serán declaradas, con carácter general, por el titular residente con posterioridad a la realización de la inversión, con la misma finalidad administrativa, estadística o económica. Como excepción a lo anterior, solo las inversiones que tengan como destino los países o territorios considerados como paraísos fiscales exigirán, además, una declaración con carácter previo a la realización de la inversión.

Con carácter especial, las inversiones efectuadas en valores negociables canalizadas a través de empresas de servicios de inversión, entidades de crédito u otras entidades residentes que, en su caso, realicen algunas de las actividades propias de aquellas y que actúen por cuenta y riesgo del inversor como titular interpuesto de dichos valores, serán declaradas al Registro de Inversiones por dicha entidad.

Como excepción al régimen liberalizador, el Real Decreto establece los supuestos en los que es necesario un control previo de las inversiones. En este sentido, en las inversiones que por su naturaleza afecten o puedan afectar

—aunque sea de modo ocasional— a actividades relacionadas con el ejercicio del poder público o a actividades que afecten o puedan afectar al orden público, a la seguridad, y a la salud pública, será preceptiva la autorización administrativa previa del Consejo de Ministros, a propuesta del MEH y del Departamento afectado.

De igual modo, las inversiones extranjeras en España en actividades directamente relacionadas con la defensa nacional, como las que se destinen a la producción o comercio de armas, municiones, explosivos y material de guerra, necesitarán también la autorización previa del Consejo de Ministros, a propuesta del Ministerio de Defensa. En el caso de sociedades cotizadas en bolsas de valores que desarrollen estas actividades, únicamente requerirán autorización las adquisiciones por no residentes superiores al 5 % del capital social de la sociedad española, o las que, sin alcanzar este porcentaje, permitan al inversor formar parte, directa o indirectamente, de su órgano de administración.

12. MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DEL INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL

Las entidades de crédito de capital público estatal (antes, entidades oficiales de crédito) y el ICO han experimentado notables transformaciones jurídicas y operativas en los últimos años. En 1991, mediante el Real Decreto-Ley 3/1991, de 3 de mayo (48), y la Ley 25/1991, de 21 de noviembre, se acometió un proceso de reorganización de todo el modelo del crédito oficial español, con el fin de ampliar su actividad crediticia y de eliminar algunas barreras que limitaban sus posibilidades de competir en el mercado financiero europeo unificado. Por ello, se creó la Corporación Bancaria de España, S.A., hoy denominada Argentaria, entidad estatal con capital totalmente del Estado que pasaría a aglutinar a las entidades oficiales de crédito, a la Caja Postal de Ahorros y al Banco Exterior. En este proceso, el ICO quedó transformado en sociedad anónima estatal, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, con naturaleza jurídica de entidad de crédito, y la consideración de Agencia Financiera del Estado.

Posteriormente, el RD-L 12/1995, de 28 de diciembre (49), de medidas urgentes en materia

presupuestaria, tributaria y financiera, desarrolló el régimen jurídico y financiero del ICO, en orden a clarificar y ordenar la actividad estatal en materia de crédito oficial. Dicha norma preveía que uno de los aspectos que habría que adaptar de su régimen jurídico serían sus estatutos, facultando al Gobierno a tal efecto.

Más adelante, la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, estableció el propósito de racionalizar la estructura de la administración institucional del Estado, siendo preceptivo que los organismos autónomos y demás entidades de derecho público se adaptaran a la misma.

Para dar cumplimiento a los mandatos legales de ambas disposiciones, se ha publicado el *RD 706/1999, de 30 de abril* (BOE del 13 de mayo), de adaptación del ICO a la Ley de Organización y funcionamiento de la Administración General del Estado y de aprobación de sus estatutos, que comprende las normas de adaptación a la mencionada Ley 6/1997 y el texto de los estatutos tal como establecía el RD-L 12/1995, configurando al ICO como entidad pública empresarial (antes era considerada sociedad anónima estatal), que continúa adscrito al MEH, con naturaleza jurídica de entidad de crédito, y sigue siendo considerado como Agencia Financiera del Estado.

13. MEDIDAS URGENTES DE LIBERALIZACIÓN E INCREMENTO DE LA COMPETENCIA

Dado el dinamismo de la demanda interna como elemento impulsor del crecimiento económico, se han puesto de manifiesto importantes aumentos en los precios de algunos sectores, especialmente aquellos menos expuestos a la competencia exterior, que han obligado a la adopción de medidas urgentes para evitar la aparición de tensiones inflacionistas. Como consecuencia de ello, se ha publicado el *RD-L 6/1999, de 16 de abril* (BOE del 17), que pretende estimular la competencia en los mercados de bienes, servicios y factores productivos, y contribuir a la estabilidad de la economía mediante una mejor asignación de los recursos y una mayor igualdad de oportunidades de los agentes en dichos mercados.

En primer lugar, cabe reseñar que, en materia de defensa de la competencia, se toman medidas cautelares para evitar que los procesos de modificación de las estructuras de los mercados ocasionen un aumento excesivo del grado de concentración empresarial. Por ello, se introduce una serie de instrumentos para un mayor

(48) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1991, pp. 60 y 61.

(49) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, p. 85.

control de las operaciones de concentración de empresas y una mayor eficacia del mismo. En concreto, se establece la notificación obligatoria al Servicio de Defensa de la Competencia, dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda, para aquellos proyectos u operaciones que superen los siguientes umbrales:

- a) Cuando se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 25 % del mercado nacional, o de un mercado geográfico definido dentro del mismo de un determinado producto o servicio.
- b) Cuando el volumen de ventas global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 40.000 millones de pesetas, siempre que, al menos, dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de ventas superior a 10.000 millones de pesetas.

La notificación deberá presentarse en el Servicio previamente a la realización de la operación o hasta un mes después de la fecha de la conclusión del acuerdo de concentración. En las operaciones de adquisición de acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores, cuando sea preceptiva la realización de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA), la obligación de notificación será objeto de un procedimiento específico, que será determinado reglamentariamente.

En lo que se refiere a las medidas relativas a la fe pública, se rebajan los costes arancela-

rios de los notarios y registradores de la propiedad en los préstamos con garantía hipotecaria y en la compraventa de viviendas. Asimismo, se reducen los costes de inscripción de las sociedades en los registros mercantiles.

Por otro lado, con el fin de profundizar en la liberalización del sector gasístico, se disminuyen los niveles de consumo requeridos para acceder a la condición de consumidor cualificado, quedando liberalizado dicho mercado en el año 2008. Asimismo, a la vista del desarrollo del sector del gas natural y de la conveniencia de favorecer la entrada de nuevos distribuidores e impulsar la competencia, se reduce el período de exclusividad en una zona geográfica determinada concedido a los actuales distribuidores autorizados.

En relación con el sector eléctrico, la profunda liberalización del mercado, unida a la disminución de los tipos de interés, el incremento de la demanda eléctrica y el reparto de la eficiencia, permiten una rebaja adicional de la tarifa eléctrica, que incidirá, especialmente, sobre los consumidores domésticos.

Finalmente, se producen moderaciones de precios en otros productos y servicios básicos, como son los medicamentos, las tarifas abonadas por los usuarios de las autopistas de peaje, los servicios de telecomunicaciones, así como un conjunto de medidas de fomento de la competencia en telefonía móvil.

21.7.1999.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de junio de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
ARGENTARIA	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BILBAO VIZCAYA	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	4,25	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	4,90	33,18	29,00	32,48	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTE	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	—	—	—	—	—
ALTAE BANCO	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR	4,00	10,62	—	18,10	—
BANCOVAL	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANIF, BANQUEROS PERSONALES	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	2,50	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA	—	—	—	—	—
BBV PRIVANZA BANCO	5,75	18,12	17,00	18,12	17,00
CASTILLA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CATALANA	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
COMERCIO	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	5,50	10,62	10,23	19,25	18,00
CRÉDITO BALEAR	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	—	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBV	7,75	33,18	29,00	—	—
DEPÓSITOS	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL	5,00	28,97	26,00	28,97	26,00
DIRECTO	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ESFINGE	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA	4,83	20,44	—	20,11	—
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	5,00	10,62	—	19,00	—
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS	5,50	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES	6,00	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO	6,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO	4,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GENERAL	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
HERRERO	5,75	22,54	20,50	22,13	20,50
HISPAMER BANCO FINANCIERO	9,25	33,18	29,00	33,18	29,00
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE BILBAO	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	—	—	—	—	—
INVERSIÓN	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
MAPFRE	4,50	10,62	—	10,62	—
MARCH	6,00	30,60	—	29,86	—

(Continuación) 2
Situación al día 30 de junio de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
MURCIA	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NEGOCIOS ARGENTARIA	9,75	33,18	—	32,31	—
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
OPEN BANK GRUPO SANTANDER	—	5,74	5,59	5,74	5,59
PASTOR	3,75	21,34	19,50	31,08	28,00
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	4,75	10,62	10,35	10,62	10,22
POPULAR HIPOTECARIO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PRIVAT BANK	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS	—	—	—	—	—
PUEYO	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER DE NEGOCIOS	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
SINDICATO BANQUEROS BARCELONA	5,50	32,31	29,00	33,18	29,00
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
UNIVERSAL	3,25	28,65	—	28,65	—
VALENCIA	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA	4,25	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO	4,75	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i>	5,48	25,30	23,73	25,97	23,85
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.	2,98	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA	1,90	12,75	12,18	12,75	12,18
ARAB BANK PLC, S.E.	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL	6,00	26,56	—	28,07	—
ATLÁNTICO	4,50	28,07	25,00	28,07	25,00
AVCO TRUST PLC., S.E.	—	—	—	—	—
B.N.P.-ESPAÑA	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOIA	4,00	29,00	—	29,00	—
BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANQUE PSA FINANCE HOLDING, S.E.	4,60	—	—	—	—
BARCELONESA DE FINANCIACIÓN	9,75	—	—	22,50	—
BARCLAYS BANK	3,50	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.	3,50	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.	—	—	—	20,31	—
CARIPO S.P.A., S.E.	3,15	7,65	7,40	—	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A., S.E.	9,75	20,00	—	20,00	—

(Continuación) 3
Situación al día 30 de junio de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMMERCIALE ITALIANA, S.E.	6,00	10,62	—	—	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	—	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	4,00	12,91	12,50	(4,06)	(4,00)
CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA.....	3,00	13,75	13,09	13,75	13,09
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	3,89	7,00	—	7,00	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK.....	3,00	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT.....	6,00	10,62	—	13,75	—
DRESDNER BANK A.G., S.E.....	2,68	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO.....	4,50	32,31	29,00	10,63	10,14
ESPIRITO SANTO COM. LISBOA, S.E.....	4,50	25,58	23,00	10,62	10,14
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID.....	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EXTREMADURA.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.....	4,83	10,62	—	4,83	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.....	—	—	—	—	—
FIMESTIC.....	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E.....	—	—	—	—	—
GÉNÉRALE BANK, BANCO BELGA, S.E.....	3,00	15,56	15,00	—	(3,00)
HALIFAX HISPANIA.....	—	10,62	—	—	—
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDOSUEZ ESPAÑA.....	—	10,62	10,36	10,62	10,36
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.....	5,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	—	—	—	—	—
JOVER.....	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.....	4,75	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID.....	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.....	2,77	32,20	29,00	32,20	29,00
MIDLAND BANK PLC, S.E.....	3,19	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.....	4,50	9,50	—	—	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.....	3,00	9,00	8,65	9,10	8,75
NACIÓN ARGENTINA, S.E.....	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONAL WESTMINSTER PLC, S.E.....	8,75	21,94	20,00	21,55	20,00
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.....	3,50	26,25	—	20,40	—
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.....	—	—	—	—	—
PARIBAS, S.E.	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
RABOBANK NEDERLAND, S.E.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
REAL, S.E.....	4,00	10,62	—	10,62	—
ROMA, S.P.A., S.E.....	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK OF CANADA, S.E.	3,10	9,50	—	—	(2,00)
SIMEÓN.....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	3,50	24,32	—	(2,02)	—
UBS, A.G., S.E.	4,50	10,62	10,14	10,62	10,14
URQUIJO.....	2,50	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>	4,55	16,60	16,41	18,29	17,01
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,00	21,38	20,80	23,22	21,96

(Continuación) 4
Situación al día 30 de junio de 1999

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	3,50	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	4,50	27,44	—	27,44	—
BADAJOS	4,00	18,70	—	19,25	18,00
BALEARES	4,90	20,39	—	26,24	—
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	5,11	10,56	—	15,87	—
BURGOS MUNICIPAL	3,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	5,88	13,75	—	—	(8,00)
CANARIAS INSULAR	7,00	27,44	25,00	27,44	25,00
CARLET	4,59	13,65	—	19,25	—
CASTILLA—LA MANCHA	4,50	23,30	—	23,30	—
CATALUNYA	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA	6,50	10,25	10,00	—	(2,00)
COLONYA—POLLENSA	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	3,29	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA	3,75	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN	4,25	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	4,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	—	18,11	—
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,35	26,82	—	26,25	—
JAÉN	5,00	26,56	—	27,44	—
LAIETANA	4,00	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	3,75	19,75	—	19,75	—
MANRESA	6,25	10,62	10,14	—	(5,00)
MEDITERRÁNEO	4,75	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	4,25	18,75	17,56	—	(6,00)
NAVARRA	5,50	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT	5,09	19,50	17,95	19,50	18,22
ORENSE	4,75	26,56	25,00	27,44	25,00
PAMPLONA MUNICIPAL	4,50	18,68	—	18,68	—
PENEDÉS	2,53	22,13	—	—	(10,00)
PENSIONES DE BARCELONA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
PONTEVEDRA	4,50	26,56	—	27,44	—
RIOJA	5,00	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	5,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA	3,00	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ	7,25	22,50	—	(5,09)	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA	4,25	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA	4,50	18,75	—	18,75	—
TARRAGONA	5,75	18,75	—	18,75	—
TERRASSA	4,33	14,93	—	14,93	—
UNICAJA	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	2,25	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA—IBERCAJA	5,87	10,62	—	24,00	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	4,79	20,96	20,16	21,76	20,46

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

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

CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACIÓN EN EL «BOE»
5/1999, de 28 de mayo	Entidades Miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Sistema Nacional de Intercambios. Norma SNCE-004. Subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente. Incorporación de los documentos con orden expresa de protesto notarial.	16 de junio de 1999
6/1999, de 28 de mayo	Entidades Miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Reglamento del Sistema Nacional y Sistema Nacional de Intercambios. Actualización de determinados aspectos de la normativa del Sistema Nacional.	16 de junio de 1999
7/1999, de 29 de junio	Entidades de crédito. Modificación de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela.	9 de julio de 1999

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de junio y el 22 de julio de 1999

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0030	BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.	05.07.1999	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A AVENIDA GRAN VÍA DE HORTALEZA, 3.-28033 MADRID.
0094	BANCOVAL, S.A.	06.07.1999	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE FERNANDO EL SANTO, 20.-28010 MADRID.
0226	UBS ESPAÑA, S.A.	07.07.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE MARÍA DE MOLINA, 4.-28006 MADRID.
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3174	CAJA RURAL EL SALVADOR DE VINARÓS, COOPERATIVA CRÉDITO VALENCIANA	15.07.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAIXA RURAL VINARÓS, S. COOP. DE CRÉDIT. V.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8321	FINANCIERA BANCOBAO, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	12.07.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR EVERGO FINANCIACIÓN, E.F.C., S.A.
8667	FINANCIADORA DEL COMERCIO, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	21.07.1999	BAJA POR CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.
8901	INTERNATIONAL FACTORS ESPAÑOLA, S.A., E.F.C.	21.07.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR ARGENTARIA FACTORING, E.F.C., S.A.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
0106	LLOYDS BANK PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA	28.06.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR LLOYDS TSB BANK PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA.

<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (Art. 20, 2ª Dir. de Coordinación Bancaria 89/646/CEE)		
RABO ROBECO BANK (LUXEMBOURG)	06.07.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE BANK NEDERLAND N.V.	12.07.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.

<i>Nombre</i>	<i>Fecha acuse de recibo</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRACOMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (Art. 11.2, R.D. 1245/1995)		
DRESDNER BANK (SCHWEIZ) AG	09.07.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: SUIZA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de junio y el 22 de julio de 1999 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1118	CRÉDIT DU NORD	09.07.1999	BAJA POR CIERRE.
1249	NORWICH AND PETERBOROUGH BUILDING SOCIETY	12.07.1999	ALTA CON DOMICILIO EN PUERTO DEPORTIVO SOTOGRANDE (EDIF. C - APT. 1-12).- 11310 SAN ROQUE (CÁDIZ). PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
1250	BANK VON ERNST & CIE AG	15.07.1999	ALTA CON DOMICILIO EN PLAZA COLÓN, 2 (TORRE II, PL. 7-B).-28010 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: SUIZA.
SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA			
9846	IBERAVAL, SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA	15.07.1999	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE ALFÉREZ PROVISIONAL, 9 (PL. 1-B).- 09005 BURGOS.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4327	INTERTECNICA DE VALORACIONES, S.A.	01.07.1999	BAJA POR RENUNCIA.
4327	INTERTECNICA DE VALORACIONES Y PATRIMONIOS, S.A.	01.07.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE PADRE DAMIÁN, 42 (PL. 6 - IZDA).- 28036 MADRID.

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.

Regina Kaiser and Agustín Maravall

**ESTIMATION OF THE BUSINESS CYCLE:
A MODIFIED HODRICK-PRESCOTT FILTER**
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9912

El trabajo analiza el filtro de Hodrick-Prescott para series trimestrales. Se discuten primero algunas de las críticas más relevantes. Mientras que el filtro tiene un fuerte efecto sobre la autocorrelación, su efecto sobre las correlaciones cruzadas es pequeño. Se argumenta que no es correcta la afirmación de que el filtro induce un ciclo espurio. El filtro, sin embargo, presenta dos limitaciones importantes. Primero, produce estimadores muy inestables para los últimos años de la serie y, segundo, la señal cíclica está muy contaminada por ruido, lo cual dificulta su interpretación. En el trabajo se muestra cómo dos modificaciones relativamente sencillas atenúan de forma notable ambas limitaciones. Estas modificaciones son la aplicación del filtro a la serie extendida con predicciones ARIMA y el uso de la tendencia-ciclo (en lugar de la serie desestacionalizada) como *input* del filtro. Se detalla un algoritmo eficiente para la aplicación del filtro modificado, y la discusión se ilustra con un ejemplo consistente en cuatro series de indicadores económicos españoles.

Enrique Alberola and José Manuel Marqués

**ON THE RELEVANCE AND NATURE OF
REGIONAL INFLATION DIFFERENTIALS:
THE CASE OF SPAIN**
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9913

El propósito de este trabajo es estudiar la naturaleza y relevancia de los diferenciales provinciales de inflación en una Unión Monetaria consolidada como la española. Encontramos que los diferenciales de inflación son pequeños en magnitud (menos de medio punto porcentual por año a largo plazo), aunque las desviaciones del nivel nacional de precios para determinadas provincias pueden ser muy persistentes. Los

cambios en los precios relativos responden a las características intrínsecas de una economía muy integrada, en particular por mecanismos nacionales de fijación de precios y salarios. Este resultado y el signo de las relaciones resultantes son los opuestos a los hallados cuando se estudian precios relativos entre países, donde la hipótesis de Balassa-Samuelson resulta corroborada. Por lo tanto, aunque los diferenciales de inflación en una Unión Monetaria son posibles y persistentes, es probable que el diferente grado de integración entre los países de la UME haga que la naturaleza de estos sea distinta.

Agustín Maravall

**AN APPLICATION OF T.R.A.M.O. AND S.E.A.T.S.
REPORT FOR THE "SEASONAL
ADJUSTMENT RESEARCH APPRAISAL"**
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9914

El comité SARA («Seasonal Adjustment Research Appraisal») se creó en Italia para evaluar los métodos disponibles de desestacionalización de series económicas. El comité estaba formado por miembros del Banco de Italia, del ISTAT, de instituciones privadas y de académicos. Uno de los métodos considerados era TRAMO-SEATS (que fue el método finalmente recomendado), y el comité envió una selección de 11 series macroeconómicas importantes para su análisis. Este trabajo contiene los resultados de la aplicación de TRAMO-SEATS a estas series. Se observa que, en todos los casos, aplicaciones sencillas, basadas fundamentalmente en los procedimientos automáticos, producen modelos parsimoniosos y resultados satisfactorios, en lo que se refiere tanto a la desestacionalización como a la predicción o a la extracción de la tendencia. En el trabajo, primero se presenta un resumen de la metodología, después se procede a una descripción de las series y de los procedimientos seleccionados, y, finalmente, se discuten los resultados.

Regina Kaiser and Agustín Maravall

SEASONAL OUTLIERS IN TIME SERIES

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9915

En el análisis de series temporales, las observaciones atípicas con frecuencia se clasifican en cuatro categorías: anomalías aditivas, anomalías innovacionales, cambios de nivel y cambios transitorios. En este trabajo se mues-

tra cómo dichas categorías pueden no ser suficientes cuando la serie contiene estacionalidad. Se introduce un nuevo tipo de anomalía: el cambio estacional de nivel, y se detalla un procedimiento automático de detección de anomalías que lo incluye. Finalmente, se ilustran las posibles mejoras que produce su incorporación, con dos ejemplos reales relacionados con la producción industrial.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1998	Mes	Pág.	1998	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Ene	5	Evolución económica y financiera	Jun	15
Un análisis desagregado de la demanda de activos líquidos y de la demanda de crédito de las familias y de las empresas no financieras	Ene	51	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1998	Jun	27
La relación entre las depreciaciones cambiarias y la inflación	Ene	73	Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas	Jun	41
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1997	Ene	79	Una clasificación por riesgos de los fondos de inversión españoles	Jun	49
Evolución económica y financiera	Feb	5	Expectativas sobre los tipos de interés: una estimación de su distribución	Jun	57
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el cuarto trimestre de 1997	Feb	17	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	7
La desestacionalización de los agregados monetarios en 1998	Feb	23	Importancia de la caída de los tipos de interés en la revalorización reciente de las bolsas internacionales	Jul-Ago	55
El mercado interbancario ante la Unión Monetaria Europea	Feb	29	Un modelo de cambio de régimen para la tasa de inflación española	Jul-Ago	65
Estabilización de las perturbaciones asimétricas entre provincias españolas	Feb	41	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 1997	Jul-Ago	69
Comparación de los resultados bancarios consolidados de España con los de los países del Espacio Económico Europeo en 1996	Feb	47	Regulación financiera: segundo trimestre de 1998	Jul-Ago	89
Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados	Mar	5	Evolución económica y financiera	Sep	7
Informe sobre la Convergencia presentado por el Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados	Mar	9	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1998	Sep	19
Evolución económica y financiera	Mar	31	Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el segundo trimestre de 1998	Sep	31
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1997 y avance del cierre del ejercicio	Mar	43	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1997	Sep	37
Implicaciones del desarrollo del dinero electrónico para la actuación de los bancos centrales	Mar	55	Información sobre el número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1997	Sep	45
Desempleo y salarios: una comparación entre España y Portugal	Mar	67	La controlabilidad de los agregados monetarios	Sep	57
Informe trimestral de la economía española	Abr	5	Informe trimestral de la economía española	Oct	7
Los factores estacionales del crédito interno para 1998	Abr	49	Perspectivas para la titulización de activos en España	Oct	53
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1997	Abr	55	Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de lavado de cupón	Oct	61
Préstamos hipotecarios: tipos oficiales de referencia y tipos efectivamente utilizados	Abr	107	El mercado de divisas en España, en 1998	Oct	67
Regulación financiera: primer trimestre de 1998	Abr	119	Regulación financiera: tercer trimestre de 1998	Oct	77
Evolución económica y financiera	May	5	Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria. Conferencia del Gobernador del Banco de España en la apertura del Encuentro Internacional sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española»	Nov	7
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el primer trimestre de 1998	May	17	Evolución económica y financiera	Nov	13
El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas	May	23	Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el tercer trimestre de 1998	Nov	25
El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional y sus implicaciones para España	May	33	La reforma de la Ley del Mercado de Valores y el mercado de deuda pública	Nov	31
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de la XXV edición de las Jornadas de Mercado Monetario	Jun	7	Los nuevos estados contables de las entidades de crédito. Análisis de su información e implicaciones para el coeficiente de caja	Nov	51
			Las sociedades de tasación: actividad en 1997	Nov	57

1998	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
¿Son posibles las divergencias entre los pasajes de la Unión Monetaria?	Nov	67	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23
Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados	Dic	5	La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35
Evolución económica y financiera	Dic	11	Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41
Resultados de las empresas no financieras en 1997 y hasta el tercer trimestre de 1998	Dic	25	Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49
La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas	Dic	41	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.	Jul-Ago	9
			Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	55
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			
La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27			
Evolución reciente de la economía española	Mar	7			
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21			
El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33			
Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39			
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	Abr	7			
Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49			
El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57			
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63			
Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113			
Evolución reciente de la economía española	May	7			
Medidas de inflación subyacente	May	21			
El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29			
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37			
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			
Evolución reciente de la economía española	Jun	9			

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

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

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

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO Y BOLETÍN ECONÓMICO (en disquetes, mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

MONOGRAFÍA ANUAL

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPIACIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

REGISTROS DE ENTIDADES (en disquetes, mensual)

36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).

37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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.

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998).

65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).

66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).

67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

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

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

EDICIONES VARIAS (1)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1) (1999)

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

Informe anual (ediciones en español e inglés):

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

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

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

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

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

Central de Anotaciones en Cuenta:

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

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

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

Economic bulletin (3):

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

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

- España:
Suscripción anual: 67.280 PTA.
Disquete suelto: 3.480 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 70.000 PTA.
Disquete suelto: 4.500 PTA.

Sistema de información en línea (SILBE):

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

Series históricas de mercados financieros

(en disquete, ejemplar suelto):

- España: 2.320 PTA.
- Extranjero: 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 (5):

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

Circulares a entidades de crédito:

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

Circulares del Banco de España. Recopilación:

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

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

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

Estudios económicos (Serie azul)

y Estudios de historia económica (Serie roja):

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

Documentos de trabajo:

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

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

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

Memoria del Servicio de Reclamaciones

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

Ediciones varias (8).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.
- (2) Mediante solicitud previa se ofrece la posibilidad de recibir esta publicación en disquete en cualquiera de ambos idiomas, sin coste adicional.
- (3) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las ediciones en inglés del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (4) La suscripción al *Boletín estadístico* y *Boletín económico* en disquetes incluye la información contenida en dichas publicaciones, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, del *Boletín económico* y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (5) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (6) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 3386931, 338 69 29 y 338 69 30, fax 338 68 80; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (7) La suscripción al Registro de entidades en disquete incluye el envío gratuito del *Boletín económico* mensual.
- (8) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 3385180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es