

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

febrero 2000

boletín económico

febrero 2000

BANCO DE ESPAÑA

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

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	IME	Instituto Monetario Europeo
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIE	Agencia Industrial del Estado	INEM	Instituto Nacional de Empleo
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
BCE	Banco Central Europeo	INI	Instituto Nacional de Industria
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
BE	Banco de España	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
BOE	Boletín Oficial del Estado	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Precios de Consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Producción Industrial
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Índice de Precios Industriales
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
DGTFP	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	OQAA	Organismos Autónomos
EEUU	Estados Unidos de América	OQAAP	Otras Administraciones Públicas
EERR	Entidades Registradas	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PER	Plan de Empleo Rural
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	PGE	Presupuestos Generales del Estado
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIBpm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EPA	Encuesta de Población Activa	PNB	Producto Nacional Bruto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PRM	Préstamos de Regulación Monetaria
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	RD	Real Decreto
FDG	Fondo de Desarrollo Ganadero	REE	Red Eléctrica
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SRAE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FGD	Fondos de Garantía de Depósitos	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SMI	Salario Mínimo Interprofesional
FORPPA	Fondo de Orientación y Regulación de Precios y Productos Agrícolas (extinguido)	SMMD	Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero
FSE	Fondo Social Europeo	SOVI	Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	TCEN	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
ICO	Instituto de Crédito Oficial	TCER	Tipo de Cambio Efectivo Real
ICONA	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	TEAS	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
IDA	Asociación Internacional de Desarrollo	UE	Unión Europea
IEME	Instituto Español de Moneda Extranjera (extinguido)	UEM	Unión Económica y Monetaria
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UEM-11	Los 11 Estados Miembros que participan en la UEM desde el 1 de enero de 1999
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
IICM	Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Mobiliario	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas

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

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

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

Abreviaturas y signos más utilizados

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

Índice

	<u>Páginas</u>
Evolución reciente de la economía española	9
La evolución del empleo y del paro durante 1999	25
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999.....	33
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	43
Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	57
Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	69
Información del Banco de España.....	77
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 31 de enero de 2000	79
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España.....	83
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 22 de enero y el 21 de febrero de 2000.....	84
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial. Variaciones producidas entre el 22 de enero y el 21 de febrero de 2000	86
Publicaciones recientes del Banco de España	87
Indicadores económicos	89
Artículos y publicaciones del Banco de España	151

Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al cuarto trimestre de 1999, en ese período el PIB registró una tasa de variación interanual del 3,9 % (1), en términos reales, una décima más que en el trimestre anterior, prolongando el perfil de suave aceleración que venía mostrando desde el segundo trimestre del año. La aceleración del producto en el cuarto trimestre estuvo sustentada en la menor aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento (-0,4 puntos porcentuales, frente a -1,1 puntos en el trimestre anterior), reflejo, básicamente, de la intensa recuperación de las exportaciones. La demanda interna, por su parte, registró un incremento notable, del 4,3 % en tasa interanual, aunque dentro de una tendencia hacia la desaceleración, marcada por una pérdida de dinamismo, más o menos intensa, de todos sus componentes. Por ramas de actividad, el valor añadido bruto de la industria siguió cobrando vigor, y los servicios de mercado aumentaron ligeramente su tasa de crecimiento interanual, mientras que la construcción mantuvo un perfil de desaceleración. El empleo registró un crecimiento similar al del tercer trimestre (3,2 % en tasa interanual), que dio lugar a un nuevo avance de la productividad aparente del trabajo y permitió que los costes laborales unitarios continuaran desacelerándose.

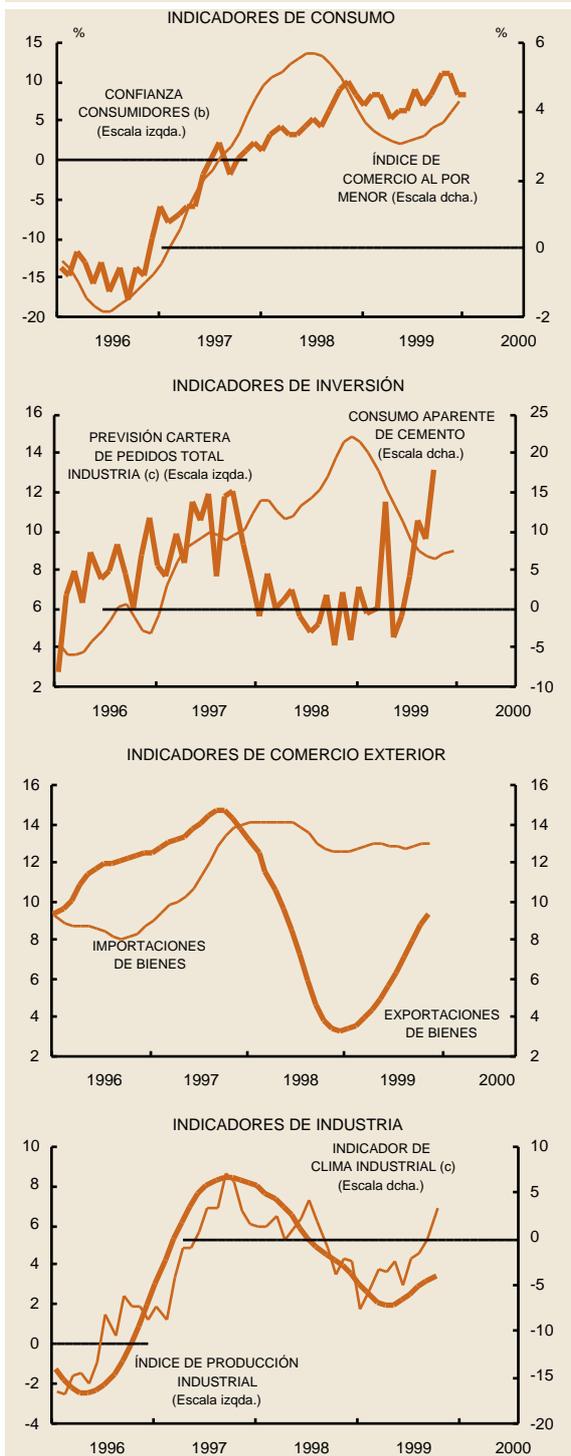
El cierre provisional del año que se obtiene con los datos de la CNTR ha situado el crecimiento del PIB real, en el conjunto de 1999, en el 3,7 %, tres décimas menos que en 1998, como consecuencia de una aportación más negativa de la demanda exterior neta (-1,2 %) y de un avance de la demanda nacional (4,9 %) ligeramente inferior al estimado para 1998. Cabe destacar el mayor crecimiento del consumo privado (4,5 %) y del gasto en construcción (8,3 %), en relación con 1998, y la relentización de la inversión en bienes de equipo (8,4 %). El empleo se incrementó un 3,4 % en el conjunto del año.

La evolución de los indicadores más recientes del sector real de la economía ha reflejado la progresiva pérdida de pulso de la demanda interna, compensada con una evolución menos contractiva de la demanda exterior neta, que incorporan los datos de la CNTR. La información relativa al consumo de los hogares en los últimos meses de 1999 y en el inicio del año actual muestra cómo este componente de la de-

(1) Las tasas trimestrales de la CNTR que se comentan en este artículo están calculadas sobre las series de ciclo-tendencia. Los datos de empleo se refieren a puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

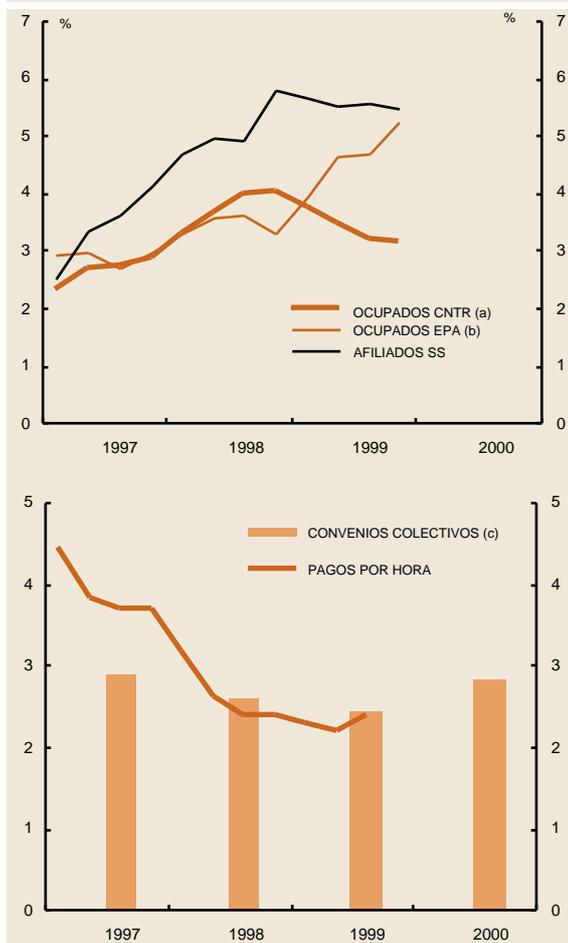
(a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel serie original.

(c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



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

(a) Series ciclo-tendencia de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(b) Series EPA corregidas del efecto del cambio censal 1995 - 1996.

(c) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de enero.

manda ha seguido avanzando a un ritmo elevado, dentro de una tónica de suave desaceleración. El indicador de confianza de los consumidores consolidó en enero la pérdida de tres puntos que había registrado el mes anterior, aunque se mantiene en cotas muy positivas, mientras que el índice correspondiente al sector del comercio al por menor ha presentado un perfil similar, tras experimentar sendas reducciones en diciembre y enero. El índice de disponibilidades de bienes de consumo moderó su tasa de variación interanual en el último trimestre de 1999, debido, especialmente, al componente de consumo duradero, que ha recogido la continuada desaceleración de las importaciones de este tipo de bienes. Esta evolución está en sintonía con la ralentización que experimentaron las matriculaciones de automóviles en los

meses finales de 1999, si bien en enero este indicador ha vuelto a registrar un crecimiento elevado (16,6 %). Por último, tanto los índices de disponibilidades como el índice general de ventas del comercio al por menor muestran que el consumo alimenticio siguió debilitándose en los meses finales de 1999, mientras que el resto de bienes de consumo no duradero creció a tasas más sostenidas.

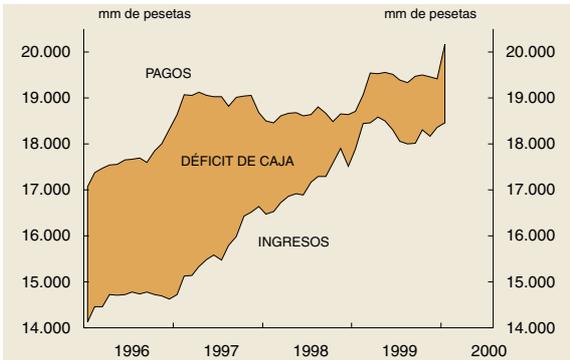
Como ha quedado recogido por la CNTR, la inversión siguió aminorando su ritmo de avance en los últimos meses de 1999. El índice de disponibilidades de bienes de equipo, con datos prácticamente completos para el ejercicio, mostró un perfil de desaceleración que, no obstante, se atenuó en los últimos meses del año, ya que la pérdida de dinamismo experimentada por la producción de este tipo de bienes en el último trimestre se vio parcialmente compensada por el fuerte tirón de las importaciones. En cualquier caso, los productores de bienes de equipo mantienen unas expectativas optimistas, sustentadas en una evolución positiva de la cartera de pedidos.

En el caso de la construcción, los indicadores también han recogido una pérdida de impulso. En el último trimestre de 1999, el consumo aparente de cemento siguió creciendo a un ritmo muy inferior al observado en la primera mitad del año, mientras que la producción de materiales para la construcción se incrementó de forma sostenida a lo largo del año, aunque a un ritmo moderado. Por otra parte, en el mes de enero el paro registrado en el sector de la construcción continuó reduciendo su tasa de caída interanual y los afiliados a la Seguridad Social mantuvieron el perfil de suave desaceleración de los meses precedentes. El indicador de confianza de los empresarios del sector también fue atenuando su optimismo en los últimos meses de 1999, aunque en enero se recuperó. Los indicadores adelantados apuntan hacia una nueva desaceleración de la actividad constructora a medio plazo: la licitación oficial en obra civil registró una caída del 12,2 % en el conjunto de los nueve primeros meses de 1999, y el crecimiento de los metros cuadrados a construir en edificación se redujo significativamente a partir del segundo semestre.

La demanda exterior neta moderó su carácter contractivo en los meses finales de 1999, debido a la recuperación de las exportaciones, en tanto que las importaciones continuaron creciendo a tasas elevadas. En noviembre, las ventas exteriores continuaron la fuerte reactivación que ya se observó en octubre y que se generalizó a la totalidad de las áreas geográficas, impulsadas por la significativa mejora del contexto internacional y por la depreciación del euro

GRÁFICO 3

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



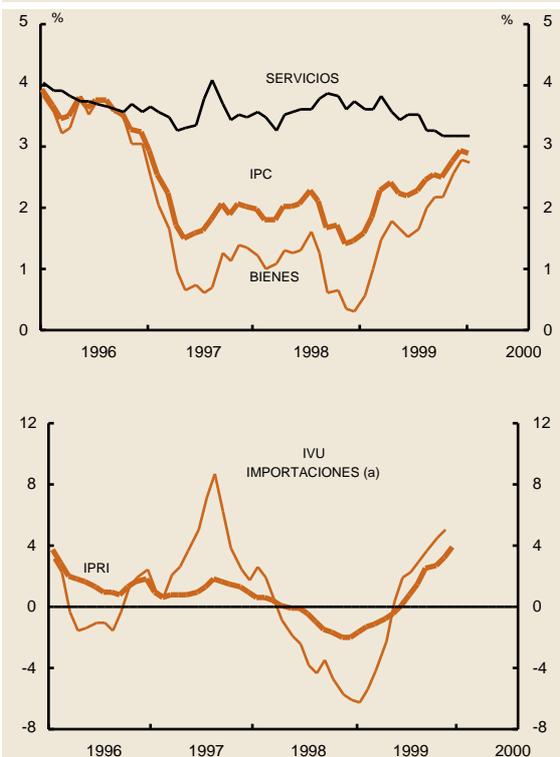
Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

frente al dólar. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de equipo continuaron siendo las más dinámicas, mientras que el resto de componentes tendió a recuperarse, especialmente los bienes intermedios no energéticos. No obstante, en el conjunto de los once primeros meses de 1999 las exportaciones totales crecieron un 5,7 %, en volumen (un 4,7 % en términos nominales), muy por debajo del avance de las importaciones, que registraron una tasa real del 13,2 %, en el mismo período (12,7 % en términos nominales). Esta evolución de los flujos de comercio de bienes con el exterior se ha traducido en un fuerte aumento del déficit comercial, que en el conjunto de los once primeros meses de 1999 se acercó a los 24 mm de euros; adicionalmente, el déficit de rentas registró una ampliación y el superávit por transferencias corrientes se redujo, por lo que, a pesar de la intensa mejora que experimentó el saldo de turismo, la balanza por cuenta corriente reflejó un saldo negativo de 7.418 millones de euros. El superávit de la cuenta de capital, por el contrario, registró una mejora, situándose en 5.088 millones de euros.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial, que había perdido empuje en octubre, retornó en noviembre y diciembre al perfil de recuperación de meses anteriores y cerró el año con un aumento interanual del 5,9 %. Por componentes, los bienes de consumo no alimenticio y los bienes intermedios intensificaron su dinamismo en el cuarto trimestre del año, mientras que la producción de bienes de equipo se desaceleró, a pesar del intenso vigor que siguió mostrando el material de transporte, y la producción de bienes de consumo alimenticio registró un comportamiento deprimido. Los indicadores de empleo industrial también han evolucionado favorablemente: la ocupación se aceleró suavemente en el cuarto tri-

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales



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

mestre de 1999 y las afiliaciones a la Seguridad Social han mantenido su trayectoria ascendente en enero. La utilización de la capacidad productiva instalada en la industria alcanzó a finales del año pasado un nivel del 80,8 %, en un contexto de progresiva mejora de la confianza empresarial, fundamentada en las buenas expectativas de la cartera de pedidos.

En relación con el mercado de trabajo, en los últimos meses de 1999 continuó creándose empleo a un ritmo elevado. Según la Encuesta de Población Activa (EPA) (2), en el cuarto trimestre de 1999 los ocupados aumentaron su ritmo de avance hasta el 5,2 %, gracias al dinamismo de los asalariados, que crecieron un 7,6 % en este período, mientras que los no asalariados se redujeron un 2,8 %. Como se ha señalado al inicio de este artículo, la CNTR también ha recogido un crecimiento del empleo significativo en el cuarto trimestre de 1999, aunque menos intenso que el de la EPA. Por otra parte, según esta Encuesta la tasa de paro se estabilizó en el 15,4 % en el cuarto trimestre.

(2) En otro artículo de este Boletín se comentan con detalle los resultados de la EPA en el cuarto trimestre.

tre y el ritmo de caída del desempleo se amonó, debido al fuerte avance de la población activa en ese período. Los indicadores del mercado de trabajo referidos al comienzo del año en curso proyectan, en conjunto, una suave tendencia a la desaceleración del empleo. En el mes de enero, las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un crecimiento interanual del 5,3 %, lo que supone una ligera desaceleración, en relación con el ritmo sostenido que mantuvieron a lo largo del ejercicio anterior. La moderación se extendió a todas las ramas de actividad, con excepción de la industria, que prosiguió la reactivación iniciada a mediados de 1999. En esta misma línea, el paro registrado continuó reduciendo su tasa de caída interanual hasta el 7,4 %, en el mes de enero, apreciándose este comportamiento en todas las ramas de actividad, aunque, de forma más intensa, en los servicios. También el número de contratos registrados perdió dinamismo en el mes de enero, con una tasa de variación interanual del 6,6 %, como consecuencia del menor avance que mostraron todas las modalidades de contratación, excepto la de contratos indefinidos de carácter ordinario.

En cuanto a la negociación colectiva, el ejercicio de 1999 se cerró con un aumento salarial del 2,4 %, si bien cuando se tiene en cuenta el efecto de la activación de las cláusulas de salvaguardia, como consecuencia de la desviación de la inflación respecto a la referencia utilizada en los convenios, el aumento de las tarifas salariales se eleva hasta el 2,8 %. Por otra parte, el incremento salarial pactado en los primeros convenios registrados para el año 2000 es del 2,8 %. Este incremento corresponde prácticamente en su totalidad a convenios revisados, que afectan a 1,6 millones de trabajadores. Por ramas de actividad, cabe destacar el elevado incremento pactado en los servicios (2,9 %).

En cuanto a la ejecución del presupuesto del Estado, la información disponible se refiere al mes de enero, por lo que no puede tomarse como indicador de su posible evolución posterior, en la medida en que cualquier comportamiento anómalo en los dos meses de comparación repercute sensiblemente tanto en las tasas de variación de los ingresos y pagos no financieros como en el saldo presupuestario. Así, en enero los ingresos aumentaron a una tasa del 6,2 % y los gastos del 49,7 %, con lo que el déficit de caja no financiero del Estado se situó en 723 mm de pesetas, frente a 63 mm de pesetas en enero del año anterior. Este aumento se debió, principalmente, a una concentración de pagos por intereses en este mes, cuyo importe superó en unos 720 mm de pesetas el correspondiente a enero de 1999. También destaca el elevado cre-

cimiento de los ingresos impositivos y de los gastos de capital, mientras que los otros ingresos netos y los demás capítulos de gasto se redujeron respecto al mismo mes del año anterior.

2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el mes de enero, el índice de precios de consumo (IPC) estabilizó su tasa de variación interanual en el 2,9 %, tasa que había alcanzado en el mes de diciembre anterior, mientras que el índice de precios de los servicios y los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) redujo una décima su tasa de variación, hasta situarse en el 2,3 %.

Dentro del IPSEBENE, cabe destacar el buen comportamiento que mostraron los precios de los alimentos elaborados en enero, con un crecimiento interanual del 1,9 %, siete décimas inferior al observado en diciembre, como consecuencia principalmente de la evolución del precio del aceite de oliva. Por su parte, la tasa de inflación en los servicios se mantuvo estabilizada en el 3,2 %, resultado que combina una evolución descendente de los precios de las telecomunicaciones con incrementos significativos en otras rúbricas, como las de servicios médicos y transporte. El crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó en dos décimas, hasta situarse en el 1,5 %.

En cuanto a los restantes componentes del índice general, la energía aumentó tres décimas su tasa de variación interanual, hasta alcanzar el 11,8 % en el mes de enero, a pesar de la ligera caída observada en la tasa intermensual, como consecuencia del descenso de las tarifas eléctricas y del precio del gasóleo de calefacción. Los precios de los alimentos no elaborados registraron también una evolución alcista en este mes, con una tasa de crecimiento interanual del 2,2 %, dos décimas superior a la observada en diciembre, influidos por las alzas en los precios del pescado.

Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también registró un aumento interanual del 2,9 % en enero, frente al 2,8 % del mes anterior. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que esta tasa puede estar afectada por la ampliación en la cobertura del índice, que se ha producido en el mes de enero, y que ha supuesto la inclusión de nuevos productos en la cesta analizada, así como la consideración del gasto realizado por los turistas en territorio nacional. Con datos hasta el mes de diciembre, último dato disponible para el conjunto de la UEM, el diferencial de inflación con la zona del euro se redujo, hasta quedar situado en un punto porcentual. La reduc-

ción del diferencial se extendió tanto a los bienes como a los servicios y fue más acusada en el componente energético.

El índice de precios industriales (IPRI) intensificó en diciembre el perfil de aceleración de los últimos meses, situando su tasa de variación interanual en el 3,8 %, debido al fuerte avance de los precios de los bienes intermedios energéticos y, en menor medida, de los no energéticos, que tuvo lugar en dicho mes, mientras que el resto de los componentes registraron crecimientos más moderados. En el promedio del año, el IPRI creció un 0,7 %, frente a la caída del 0,7 % registrada en el ejercicio anterior, debido al comportamiento alcista de los precios energéticos (2,8 %) y de los bienes de consumo alimenticio (2,1 %), mientras que los de consumo no alimenticio y los de bienes de equipo registraron crecimientos más moderados —del 1 % y 0,7 %, respectivamente—, y los de los bienes intermedios no energéticos cayeron un 0,9 %.

Finalmente, el índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones registró un repunte en noviembre, en línea con el perfil de aceleración que mostró en los dos meses precedentes, aunque en el período enero-noviembre descendió un 1 %, en relación con los mismos meses del año anterior. Por su parte, los precios de las importaciones totales acentuaron en noviembre la trayectoria alcista que iniciaron en el segundo semestre de 1999, como consecuencia de la fuerte escalada de los precios energéticos. En el período enero-noviembre, los IVU de las importaciones no energéticas cayeron un 1,8 %, mientras que el IVU de energía registró un aumento del 19,2 %.

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

El entorno exterior de la zona del euro sigue caracterizándose por la manifestación de signos positivos en el conjunto de la economía mundial y por la relativa estabilidad de los mercados financieros internacionales. La actividad económica de Estados Unidos mantiene un fuerte ritmo de expansión, sin aflorar tensiones inflacionistas. Así, en el cuarto trimestre el PIB estadounidense creció un 4,5 % interanual (6,9 % en tasa intertrimestral anualizada), con una contribución de la demanda interna algo más expansiva y de la demanda exterior neta ligeramente más negativa con respecto a las estimadas para el trimestre anterior. En el conjunto del año 1999, el PIB se incrementó un 4,1 %, dos décimas menos que la tasa de variación registrada un año antes. Los indicadores referidos al mes de enero del año 2000 muestran la prolongación del dinamismo de la

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999				2000	
	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	2,3	2,1	3,0			
Comercio al por menor	1,1	3,7	1,7			
Matriculaciones de turismos nuevos	1,8	2,7	-1,3	-4,1		
Confianza de los consumidores	-4	-2	-1	-1	-1	
Confianza industrial	-5	-3	-1	0	1	
IAPC	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	6,1	5,8	6,1	6,2	5,0	
M1	13,1	13,0	11,7	9,8	9,0	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,9	8,0	8,5	8,2	7,4	
<i>AAPP</i>	0,7	1,3	1,9	1,8	1,6	
<i>Otros sectores residentes</i>	10,6	10,5	11,0	10,5	9,5	
EONIA	2,43 %	2,49 %	2,94 %	3,05 %	3,05 %	3,25 %
EURIBOR a tres meses	2,73 %	3,38 %	3,47 %	3,44 %	3,34 %	3,52 %
Rendimiento bonos a diez años	5,24 %	5,47 %	5,19 %	5,31 %	5,70 %	5,68 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,76	0,72	0,94	1,06	1,08	1,00
Tipo de cambio dólar/euro	1,058	1,071	1,034	1,011	1,014	0,985

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

demanda interna. No obstante, a lo largo de los últimos meses se ha producido una intensificación de los desequilibrios de la economía norteamericana: deterioro adicional de la tasa de ahorro, que en diciembre alcanzó un nuevo mínimo sobre la renta disponible (1,5 %), ampliación en el mismo mes del déficit del saldo exterior de bienes y servicios —habiéndose concluido el año 1999 con un déficit de 347,1 mm de dólares, superior en un 51 % superior al de 1998— y tensionamiento del mercado de trabajo. El dinamismo de la demanda sigue sin traducirse en presiones inflacionistas, en buena parte gracias al comportamiento de la productividad. Por su parte, el IPC de enero situó la inflación interanual en el 2,7 %, que se reduce al 1,9 % si se excluyen los precios de los alimentos y de la energía. El continuo descenso del paro, que alcanzó en enero un 4 %, es el argumento principal esgrimido por la Reserva Federal para mantener el tono restrictivo de la política monetaria. Así, el 2 de febrero, el tipo de interés de los fondos federales se elevó en un cuarto de punto, hasta el 5,75 %.

En Japón se prevé que el crecimiento intertrimestral del PIB haya sido negativo en el cuarto trimestre del pasado año (el dato final se conocerá a principios de marzo), como conse-

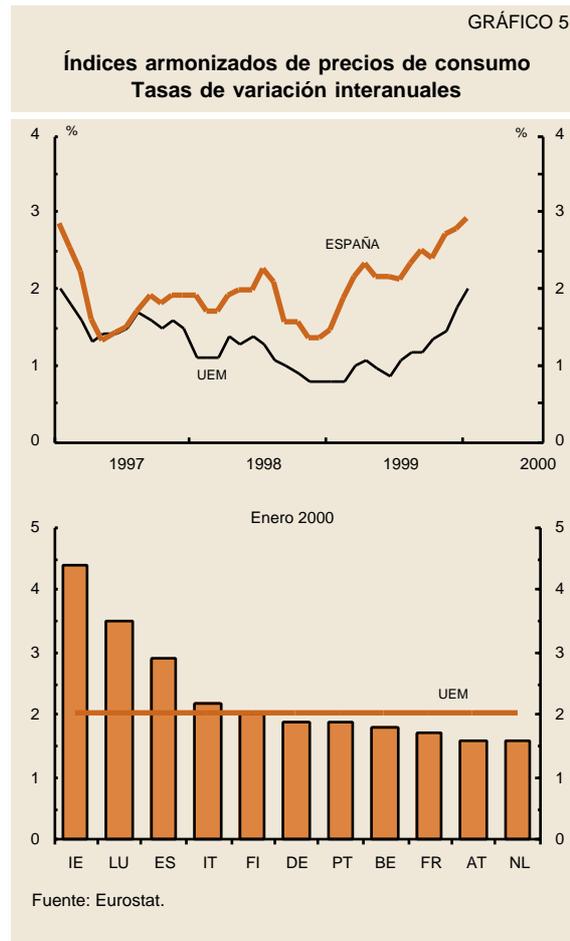
cuencia, fundamentalmente, del mal comportamiento del consumo privado. No obstante, es probable que esta situación tenga un carácter transitorio, ya que los últimos datos del mercado de trabajo muestran una evolución favorable y siguen mejorando los resultados empresariales. Por otra parte, los últimos indicadores referidos al sector industrial mantienen su fortaleza, prolongando el proceso de crecimiento dual de la economía japonesa entre la atonía del gasto en consumo e inversión y la fortaleza del sector industrial y de las exportaciones. La economía del Reino Unido creció en el cuarto trimestre de 1999 un 2,9 % en tasa interanual, casi un punto superior a la tasa estimada para el tercer trimestre. Desde principios de año, el Banco de Inglaterra elevó en dos ocasiones su tipo de intervención, desde el 5,5 % al 6 %, con el fin de atajar potenciales tensiones inflacionistas manifestadas en el dinamismo de los salarios (5,5 % interanual en diciembre) y en la aceleración de los precios de la vivienda. No obstante, estas tensiones no se han trasladado por el momento a los precios de consumo, que aumentaron en enero un 0,8 %, en términos de variación interanual del IAPC.

La rápida reacción de las autoridades monetarias de Estados Unidos y del Reino Unido

para hacer frente a las presiones inflacionistas se reflejó en un incremento de los tipos de interés a corto plazo y en un descenso de los tipos a largo. Por su parte, los mercados bursátiles han registrado una elevada volatilidad. Así, tanto el índice de la Bolsa de Nueva York como el de Londres mostraron una fuerte tendencia bajista a partir de la segunda semana de enero, que se acentuó en febrero, de modo que el descenso acumulado desde comienzos de año hasta el 22 de febrero se sitúa en el 9,3 % y el 9,7 %, respectivamente. El reconocimiento del presidente de la Reserva Federal de la necesidad de mantener el actual sesgo de la política monetaria puede haber afectado a la evolución descrita. Por el contrario, el índice Nikkei de la Bolsa de Tokio ha mantenido, en la primera parte del año, la tendencia alcista que mostraba desde mayo de 1999, registrando un aumento acumulado, hasta el 22 de febrero, del 2,7 %. En los mercados de divisas, la nota más destacada en el primer trimestre de 2000 ha sido la depreciación del yen frente al dólar y la apreciación de este respecto al euro. Así, entre el mes de febrero de 2000 y diciembre de 1999, el yen se depreció un 3,4 %, quebrando la tendencia que mantenía desde junio de 1998. El euro, por su parte, que se había apreciado en las dos primeras semanas de enero (véase gráfico 7), comenzó a perder valor frente a la divisa norteamericana a partir de esa fecha, llegando a situarse, el 27 de enero, por debajo de la paridad. En las siguientes semanas, tras un episodio transitorio de recuperación en torno al día 22 de febrero, el euro ha mantenido su cotización por debajo de la paridad.

A diferencia de lo ocurrido en ocasiones anteriores, la estimación definitiva de la tasa de crecimiento del PIB del área del euro referida al tercer trimestre de 1999 apenas ha variado con respecto a la disponible anteriormente, 2,2 % frente a 2,3 % de la estimación previa en tasa interanual. En cambio, la revisión ha afectado de forma significativa a la composición del crecimiento, que se basa más en la demanda interna y en menor medida en las exportaciones netas, aunque, debido a la revitalización de las ventas al exterior, la contribución de la demanda exterior neta al producto sigue mostrando un perfil de marcada recuperación en el transcurso de 1999, pasando de detraer 0,9 puntos porcentuales (pp) en el primer trimestre a ser casi neutral en el tercero (-0,1 pp).

Los indicadores económicos del área del euro mantienen una clara tendencia positiva. En este sentido, la confianza de los empresarios (véase cuadro 1) mostró un avance adicional en enero, debido al continuado aumento de las carteras de pedidos, tanto interna como externa. Por su parte, la producción industrial experimen-



tó en noviembre un crecimiento interanual del 3 % (2,1 % en octubre), indicando que ha empezado a responder al aumento de los pedidos. En el mismo mes, la confianza de las empresas del sector de la construcción aumentó notablemente y el indicador de confianza de los consumidores se mantuvo en el nivel alcanzado en noviembre, muy cercano al máximo histórico. Según el BCE, en diciembre de 1999 el superávit corriente del área del euro se redujo hasta 2,6 mm de euros (6,1 mm de ecus en diciembre de 1998), debido a la desfavorable evolución del saldo de bienes y servicios y transferencias corrientes. En términos acumulados se alcanzó un superávit de 43,2 mm de euros en 1999, frente a 60,3 mm de ecus en 1998.

Respecto a los precios de consumo, el último dato disponible del IAPC se refiere a diciembre (véanse cuadro 1 y gráfico 5), cuya tasa interanual aumentó dos décimas, hasta el 1,7 %, debido, fundamentalmente, a la desfavorable evolución del componente energético. Aunque todavía no se conoce el IAPC del área del euro referido a enero (3), los índices de pre-

(3) Estando este Boletín en imprenta, Eurostat ha publicado el dato del IAPC de la UEM del mes de enero, que ha supuesto un aumento de su tasa interanual hasta el 2 %.

cios nacionales publicados en las últimas semanas y los principales determinantes de su evolución reciente sugieren que las tensiones inflacionistas han persistido durante el primer mes del presente año. Los precios industriales, por su parte, experimentaron una nueva aceleración en diciembre, último dato conocido, situándose en el 4 % en tasa interanual, frente al 3,1 % de noviembre. En cuanto a los principales factores que vienen impulsando al alza la inflación del área en los últimos meses, la evolución más reciente de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro frente al dólar no ha mostrado síntomas de corrección. Así, los precios del petróleo se situaron, en enero, en 25,3 dólares por barril, casi la misma cotización del mes anterior. En las semanas transcurridas de febrero, dichos precios han experimentado un nuevo repunte, situándose alrededor de los 28 dólares por barril, en un contexto de gran incertidumbre sobre la decisión que los países productores puedan adoptar, a finales de marzo, respecto al mantenimiento de las restricciones de oferta.

Las perspectivas de crecimiento económico más favorables para el conjunto de la UEM, que vienen confirmando los indicadores de actividad, se manifiestan en un entorno monetario y financiero que continúa siendo relativamente holgado. En particular, los agregados monetarios y el crédito al sector privado han seguido mostrando un notable dinamismo, los tipos de interés en términos reales han permanecido a unos niveles relativamente bajos y, como se ha señalado en los párrafos anteriores, el tipo de cambio del euro frente al dólar ha experimentado una significativa depreciación en un entorno, además, de persistentes incrementos de los precios del petróleo. Este escenario incrementó los riesgos de que la inflación aumentara por encima del objetivo a medio plazo definido en la estrategia de política monetaria del BCE, y, en consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el día 3 de febrero, elevar en 25 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándolo en el 3,25 %, y subir simultáneamente los tipos de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, que se establecieron en el 4,25 % y el 2,25 %, respectivamente (véase gráfico 6).

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables durante la mayor parte del mes de enero y comenzaron a aumentar a finales de mes, a medida que se intensificaron las expectativas del mercado acerca de una pronta elevación de los tipos de interés por parte del Eurosistema. Una vez adoptada esta decisión, los tipos de interés a corto plazo se han mantenido relativamente estables. El cambio de expectativas relativas a la evolución de los

tipos de interés a lo largo de este año se ha reflejado en los niveles de los tipos negociados en el mercado de futuros y de los tipos implícitos en el mercado de contado, que han sido revisados al alza —en torno a 10 puntos básicos— en relación con los niveles esperados a finales del mes de diciembre (véase gráfico 6). De acuerdo con lo señalado, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), no distó del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante gran parte del mes de enero, entonces el 3 %, colocándose desde finales de ese mes en niveles ligeramente superiores al mismo. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar, con un comportamiento estable en enero y elevándose posteriormente: a finales de febrero se situaban entre el 3,4 % y el 4,2 % en los plazos de uno a doce meses, lo que representa niveles superiores entre 25 y 30 puntos básicos a los de finales de diciembre.

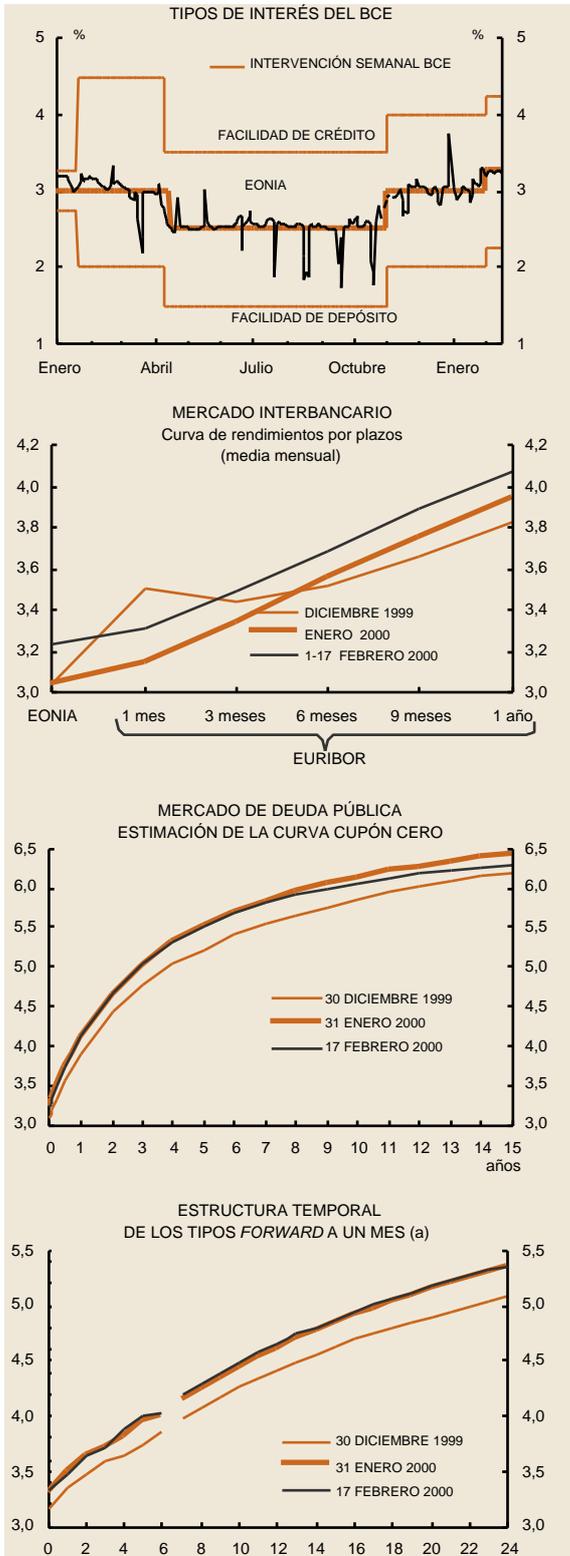
Por su parte, los tipos de interés de los mercados de deuda del área han evolucionado a lo largo de este período de forma diferente a los de los mercados monetarios, aumentando en la primera mitad del mes de enero y mostrando un comportamiento estable desde entonces. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en el 5,6 %, en torno a 10 puntos básicos por encima del nivel alcanzado a finales de diciembre, con lo que la pendiente de la curva de rendimientos se ha mantenido prácticamente inalterada tras desplazarse hacia arriba. Por otra parte, el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos se ha mantenido en niveles similares a los de diciembre, alrededor de 100 puntos básicos.

Aunque, como se ha mencionado, el tipo de cambio del euro a lo largo del último mes y medio se ha depreciado notablemente frente al dólar, en torno a un 3 % en términos de medias mensuales, la depreciación del tipo efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados fue inferior (en torno al 1 %), debido, entre otros factores, a la apreciación experimentada frente al yen (2,7 % en términos medios mensuales) (véase gráfico 7).

En los mercados de renta variable, las cotizaciones de la zona euro mostraron una relativa volatilidad, en contraste con la clara tendencia alcista de los meses precedentes. En las primeras semanas del año esa volatilidad pudo ser debida tanto al contagio de las fluctuaciones experimentadas por el mercado de renta variable estadounidense como al aumento de los rendimientos en los mercados de deuda pública del área. Posteriormente, la

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



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

GRÁFICO 7

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



Fuente: Banco de España.

mejora de las perspectivas de crecimiento económico en la UEM y las expectativas de mayores beneficios asociadas al proceso de reestructuración de algunos sectores del conjunto del área, especialmente en el ámbito de las telecomunicaciones, impulsaron las cotizaciones bursátiles. Esto ha permitido, en contraste con la evolución de los mercados de renta variable norteamericanos, una recuperación del índice general Dow Jones EURO STOXX, que, a finales de febrero, se situaba alrededor de un 3 % por encima del nivel alcanzado al final de diciembre.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos definitivos correspondientes a diciembre señalan que el año 1999 se cerró con una tasa de crecimiento de M3 por encima del valor de referencia definido por el BCE en su estrategia de política monetaria y con una elevada tasa de crecimiento del crédito concedido al sector privado. Así, el agregado M3 creció en diciembre, en términos interanuales, un 6,2 %, con lo que la media móvil de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 6, % en diciembre, similar a la de

noviembre. Esta evolución ha sido el resultado de fuerte dinamismo del componente de instrumentos negociables (cesiones temporales y participaciones en fondos del mercado monetario), en detrimento de los depósitos a corto plazo, sobre todo depósitos a la vista y depósitos con preaviso hasta tres meses. La redistribución descrita entre las distintas opciones de liquidez puede haber sido propiciada, en parte, por la elevación del coste de oportunidad de mantener posiciones muy líquidas, tras los aumentos experimentados por los tipos de interés de mercado en el cuarto trimestre de 1999. Así, aunque el ritmo de expansión del agregado M1 sigue siendo elevado —con una tasa interanual del 9,8 % en diciembre—, se ha moderado respecto a los crecimientos experimentados durante gran parte de 1999, que alcanzaban, por ejemplo, el 13 % al final del tercer trimestre del pasado año. Los datos provisionales más recientes correspondientes a enero señalan que se ha mantenido el perfil de comportamiento descrito de los agregados monetarios, si bien los datos interanuales muestran una reducción de las tasas de crecimiento, consecuencia de un efecto base derivado del incremento excepcionalmente elevado de los depósitos a la vista en enero del año anterior. Así, la tasa de crecimiento interanual de M3 en este último mes se ha estimado en un 5 %, con lo que la media móvil de los aumentos interanuales de los tres últimos meses se situaría en el 5,7 %. A su vez, el crecimiento interanual de M1 en enero se ha estimado en un 9 %.

Por el lado de las contrapartidas de M3, la expansión del crédito a los residentes de la zona euro se ha mantenido en diciembre en una tasa similar a la de noviembre, del 8,2 % en términos interanuales. Tras esta evolución subyace, como en meses anteriores, un comportamiento divergente por sectores, con un fuerte dinamismo del crédito otorgado al sector privado, con una tasa interanual del 10,5 % (10,9 % en noviembre), y una evolución moderada de la financiación concedida a las Administraciones Públicas, con un crecimiento interanual del 1,8 % (1,7 % en noviembre). Por lo que se refiere al crédito al sector privado, se ha observado en la última parte del pasado año una cierta contención de la aceleración que venía mostrando este agregado desde mediados de 1998, con lo que quizá pueda estar ya reflejándose el efecto de subida de los tipos de interés activos bancarios que viene experimentándose desde los meses centrales de 1999. Los datos provisionales más recientes correspondientes a enero parecen apoyar esta valoración, dado que el crecimiento interanual en este último mes se ha estimado en un 9,5 %, que situaría la tasa interanual del crédito total a los residentes de la zona euro en el

7,4 %. En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior no experimentó una variación significativa en diciembre, con una reducción de los activos exteriores solo ligeramente superior a la experimentada por los pasivos; no obstante, en términos anuales ha tenido lugar una disminución de la posición neta de las IFM frente al exterior de 185 mm, que ha financiado un ritmo de crecimiento del crédito muy superior a la expansión de los pasivos frente a los residentes del área. Por último, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM han continuado la dinámica de los meses precedentes, con ritmos de expansión similares a los de M3, algo superiores al 6 % en términos interanuales.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución reciente de los mercados financieros nacionales ha venido determinada por las expectativas de aumento del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, que se materializaron el día 3 de febrero con la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de elevar este tipo en 25 puntos básicos. Previamente a esta decisión, al igual que en el resto de los mercados financieros de la zona del euro, en España tuvo lugar un repunte gradual de los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, que fue intensificándose a medida que se consolidaban las expectativas de elevación de los tipos de interés oficiales del BCE. Una vez que se adoptó la decisión de subir los tipos de interés por parte del Eurosistema, los tipos de interés a corto plazo se han mantenido relativamente estables. Comparando la media de tipos de interés vigente en febrero, hasta el día 22, con la del mes de diciembre, se observa que los tipos de las letras del Tesoro en el mercado secundario aumentaron 20 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años se incrementaron en 38 puntos básicos en el mismo período (véase cuadro 2). Dado que este aumento fue generalizado en otros países europeos, el diferencial de la deuda española a diez años frente al bono alemán apenas se vio afectado, y permaneció en febrero en los niveles alcanzados en los últimos meses, en torno a 20 puntos básicos. Pese a la mayor restricción monetaria introducida, los tipos de interés reales a corto plazo siguen situados en niveles relativamente bajos en España, como se analiza con detalle en el artículo titulado «Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias», que se incluye en este *Boletín económico*.

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999		2000		
	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,78	1,86	1,98	1,97	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	4,86	5,01	5,03	5,11	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,45	3,55	3,75	3,87	3,95
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,59	4,55	4,56	4,83	5,04
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,50	5,36	5,38	5,79	5,77
MERCADOS SECUNDARIOS (c):							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,31	3,36	3,60	3,58	3,80
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,56	5,28	5,37	5,76	5,75
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,25	0,23	0,19	0,20	0,22
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	0,28	10,35	16,22	-3,36	6,92
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,26	0,33	0,17
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,32	0,22	0,21	0,24	...

Fuente: Banco de España.
(a) Media de datos diarios, hasta el 22 de febrero.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Medias mensuales.
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

Respecto a la evolución de los tipos bancarios, la última información disponible, correspondiente al mes de enero, pone de manifiesto la continuación del proceso de subida de los tipos de interés que las entidades de crédito españolas aplican a su clientela en las nuevas operaciones de crédito y de depósito. Dicho proceso, que refleja la evolución de los tipos de interés en los mercados financieros, ha supuesto un aumento acumulado de los tipos de interés sintéticos de activo y de pasivo del 0,4 % y del 0,3 %, respectivamente, desde el pasado mes de agosto. En enero, estos tipos sintéticos de activo y de pasivo se encontraban en el 5,1 % y en el 2 %, respectivamente.

En la parte transcurrida del mes de febrero, los mercados bursátiles nacionales han mantenido una evolución muy favorable, impulsados por la fortaleza de la actividad económica y la realización de ciertas operaciones de fusiones y de adquisiciones empresariales en algunos sectores. Con la información disponible hasta el día 22 de febrero, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización, en lo que va de año, del 7 %, porcentaje similar al alcanzado por las bolsas alemana e italiana y muy superior al registrado por el resto de bolsas europeas.

En este entorno financiero, los activos financieros líquidos de las empresas no financieras y las familias experimentaron un crecimiento interanual del 4,3 % en el mes de diciembre de 1999, un punto inferior al registrado al concluir 1998. Como se observa en el cuadro 3 y en el gráfico 8, en diciembre se mantuvieron las tendencias observadas a lo largo del año, caracterizadas por crecimientos altos y sostenidos de los medios de pago y disminuciones del resto de activos financieros líquidos. No obstante, al igual que en el mes anterior, la evolución de ambos componentes se ha moderado considerablemente. Así, los medios de pago, que hasta octubre habían mostrado una tasa de crecimiento interanual del 17 %, terminaron el año con un ritmo de expansión del 12 %; por su parte, la caída neta del saldo de los otros activos financieros líquidos fue sensiblemente inferior a las observadas en meses anteriores.

El análisis por instrumentos de ambos grupos de activos revela una cierta recomposición de las carteras de los agentes privados nacionales, inducida por una menor preferencia hacia la toma de posiciones muy líquidas, en favor de otros activos financieros de mayor plazo o riesgo, pero que ofrecen rentabilidades más

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

	1999	1997	1998	1999		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	561,6	7,0	5,4	4,4	4,1	4,3
2. Medios de pago	270,0	11,6	14,8	17,2	14,2	12,0
3. Otros activos financieros	291,6	4,0	-1,1	-4,8	-3,6	-2,0
4. Familias (5 + 6)	457,7	6,4	3,6	1,0	1,2	1,9
5. Medios de pago	205,6	7,0	8,9	15,8	15,1	14,1
6. Otros activos financieros	252,1	6,0	0,4	-8,2	-7,6	-6,2
7. Empresas no financieras (8 + 9)	103,9	10,6	15,3	23,1	18,9	16,2
8. Medios de pago	64,5	32,9	36,7	22,0	11,3	5,9
9. Otros activos financieros	39,4	-9,8	-13,6	25,0	33,5	38,1
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	194,6	47,9	39,3	3,9	-0,3	-0,5
11. FIAMM	40,2	4,2	-10,3	-10,8	-11,1	-8,4
12. FIM de renta fija	81,8	31,2	25,5	-19,5	-19,4	-22,1
13. Resto de fondos de inversión	72,6	12,5	24,1	34,2	30,2	30,1

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

altas. Como excepción a esta pauta, la incertidumbre ligada a la transición al año 2000 hizo que aumentara la demanda de efectivo, cuya tasa de crecimiento interanual pasó del 6 % en noviembre, al 8 % en diciembre. En cuanto a los depósitos bancarios, la información relativa a diciembre indica que se ha producido una desaceleración de los depósitos a la vista y, en menor medida, de los de ahorro; en particular, la expansión que venía manifestándose en sus tasas de crecimiento desde un año atrás era debida, especialmente, a que, en un contexto de bajos tipos de interés en los mercados monetarios, la aplicación del nuevo régimen de retenciones a las instituciones de inversión colectiva incentivó importantes desplazamientos desde estas últimas hacia posiciones más líquidas. Estos desplazamientos se analizan con atención en el artículo titulado «La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: primeros efectos sobre el ahorro y los mercados financieros», que se publica en este mismo *Boletín económico*.

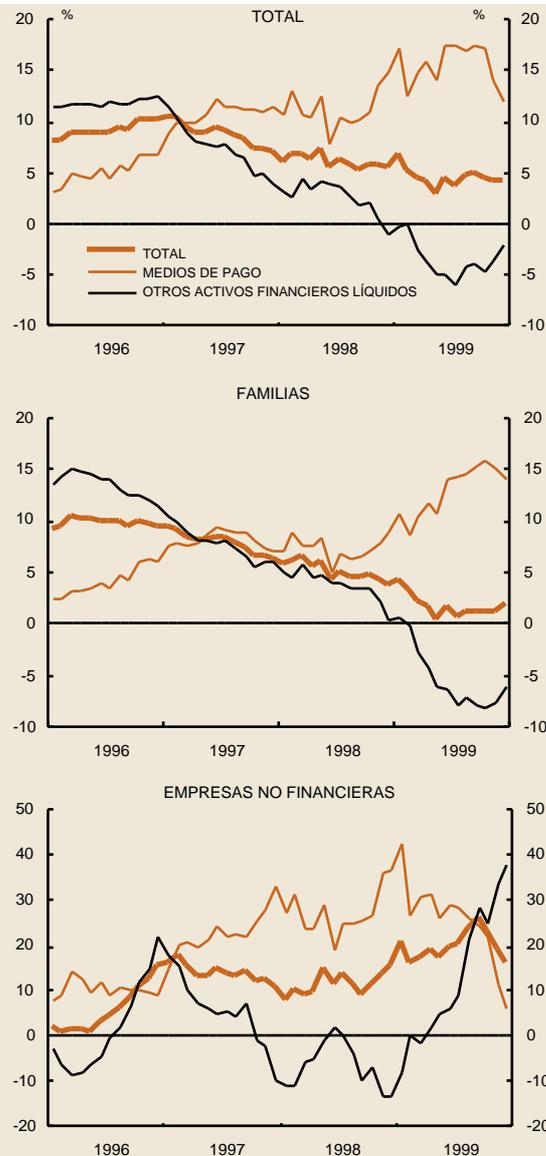
En relación con los otros activos financieros líquidos, su evolución ha venido determinada por el avance significativo de los valores bancarios y de los depósitos a plazo, como consecuencia tanto de la mejora de su fiscalidad como del incremento de los tipos de interés a corto plazo. A su vez, los fondos de inversión

incluidos en los activos financieros líquidos han continuado desacelerándose, si bien hay que destacar la moderación en el proceso de disminución del patrimonio de los FIAMM, en relación con el perfil que habían mantenido durante todo el año. Por el contrario, las participaciones en FIM mantuvieron una pauta claramente descendente, lo que podría reflejar las caídas de precios en los mercados de deuda y, con ello, el deseo de algunos partícipes de liquidar sus inversiones. En contraposición, como ocurrió a lo largo de 1999, los fondos de inversión no incluidos en los activos financieros líquidos —básicamente, los fondos de renta variable y los internacionales— han mostrado un gran dinamismo. En el conjunto de 1999, el patrimonio de los fondos de renta variable nacionales ha aumentado casi 9 mm de euros, y el correspondiente a los internacionales, en más de 23 mm de euros. La definición ampliada de los activos financieros líquidos, que incluye la totalidad de las participaciones en fondos de inversión, cerró el año creciendo a una tasa interanual del 9 %, más acorde con el ritmo de expansión del gasto nominal de la economía española.

Analizando la evolución de los activos financieros líquidos por sectores, se observa que en el caso de las familias sus activos financieros líquidos crecieron en diciembre un

GRÁFICO 8

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

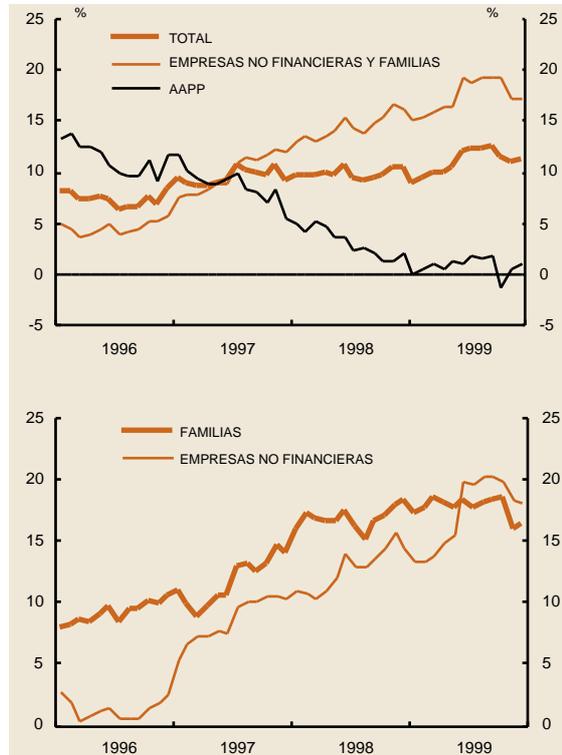


Fuente: Banco de España.

2 %, en tasa interanual, lo que supone un ligero repunte, en relación con los meses recientes. Este crecimiento se desglosa en un avance del 14 % de los medios de pago y del -6 % del resto de activos líquidos. Respecto a los primeros, aunque registraron crecimientos altos, tuvieron una contribución al crecimiento total inferior a la de meses anteriores, como resultado de los menores ritmos de crecimiento de los depósitos bancarios —vista y ahorro—. El resto de activos líquidos en poder de las familias continuó mostrando tasas de crecimiento negativas, como resultado de la significativa reducción de las participaciones en FIAMM y

GRÁFICO 9

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



Fuente: Banco de España.

FIM, compensada, en parte, por el notable avance de los valores bancarios y de los depósitos a plazo.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros experimentó en diciembre una desaceleración de su ritmo de crecimiento anual, en línea con los meses precedentes, pasando del 19 % en noviembre al 16 % en diciembre. Esta trayectoria vino explicada por la menor expansión de los medios de pago, hasta situar su tasa de variación interanual, en diciembre, en el 6 %, frente al 11 % del mes anterior. Dicha desaceleración se materializó, principalmente, en los depósitos a la vista —cuya tasa interanual disminuyó en seis puntos porcentuales respecto a noviembre, quedando en el 5 %—. Por el contrario, el componente de los otros activos líquidos mostró un dinamismo extraordinario, alcanzándose en diciembre una tasa interanual de crecimiento del 38 %, ante los elevados incrementos de los depósitos a plazo y valores bancarios, parcialmente contrarrestados por las caídas del patrimonio de los fondos de inversión incluidos en el agregado.

La evolución descrita de las carteras de los agentes privados no financieros nacionales

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

	1999	1997	1998	1999		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
1. Financiación total (2 + 5)	897,6	9,1	10,4	11,4	11,0	11,1
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	589,5	11,9	16,2	19,2	17,2	17,3
3. Familias	260,5	13,9	18,3	18,4	16,0	16,3
4. Empresas no financieras	328,9	10,3	14,5	19,8	18,2	18,1
5. Administraciones Públicas	308,2	5,3	2,2	-1,3	0,6	1,0

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

pone de manifiesto el cambio en la toma de decisiones de cartera ante la subida de los tipos de interés y las modificaciones habidas en la fiscalidad de los activos financieros y de las rentas de capital. En este contexto, las preferencias de los agentes tienden a orientarse hacia la toma de posiciones de mayor plazo, exentas de riesgo y con rentabilidad superior a la de otros activos financieros muy líquidos, así como hacia la adquisición de otros instrumentos, como la renta variable o activos reales, que, aunque comportan mayor riesgo, generan rentabilidades superiores. Asimismo, y como ya se ha comentado en anteriores informes de coyuntura de este Boletín, se observa una mayor variabilidad de los activos financieros líquidos de las empresas no financieras, en relación con los de las familias, fruto, por un lado, de la menor vinculación de los activos de las empresas con las decisiones de gasto y, por otro, del menor volumen de estos activos en comparación con el mantenido por las familias —los activos líquidos de las empresas no financieras tan solo suponen un 18 % de los activos totales del sector privado—.

La información provisional disponible al cierre de este Boletín referida al mes de enero apunta al mantenimiento, en líneas generales, de las tendencias antes comentadas. En concreto, ha tenido lugar un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los activos financieros líquidos, hasta situarse en el 3 %. Este descenso se explica, en parte, por un efecto base, puesto que en enero de 1999 se produjo una aceleración en el crecimiento de los activos líquidos que hace que, al considerarse ahora ese mes como referencia de la tasa interanual de enero del año 2000, esta muestre una cierta disminución. El menor crecimiento de la liquidez en enero se percibe tanto en el componente de medios de pago como en el de los otros activos

financieros líquidos. En el primer caso, a la continuación del proceso de disminución de los depósitos a la vista y de ahorro, se ha sumado la reducción del efectivo, tras la mayor demanda experimentada a finales de 1999. Por su parte, la caída de los otros activos financieros líquidos reflejó, fundamentalmente, la disminución de las participaciones en fondos de inversión, que ha compensado el sostenido incremento de los depósitos a plazo desde que se produjo la modificación en su tratamiento fiscal.

En diciembre, la financiación total concedida a los sectores residentes se expandió a una tasa interanual del 11 % (véase cuadro 4). En línea con lo ocurrido a lo largo del año, esta evolución fue resultado del elevado crecimiento de la financiación concedida a las empresas no financieras y a las familias (17 %, en términos interanuales) y, en contraposición, de avances muy moderados de la financiación otorgada a las Administraciones Públicas (1 %, en términos interanuales), si bien esta última creció por segundo mes consecutivo. La financiación concedida a las familias y la recibida por las empresas mostró un dinamismo similar, de forma que la expansión interanual en diciembre se situó en el 16 % y 18 %, respectivamente (véase gráfico 9). Estos ritmos de crecimiento representan, en el caso de las familias, una cierta desaceleración, en relación con 1998, que podría asociarse al cambio de tendencia de los tipos de interés. Por su parte, la financiación a empresas ha mostrado una aceleración a lo largo de 1999, aunque se ha moderado ligeramente en los últimos meses, como resultado, fundamentalmente, de los menores fondos obtenidos mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo, cuyo saldo en el último trimestre del año aumentó tan solo en 340 millones de euros, frente al incremento de casi 4 mm de euros en el período julio-septiembre. La información provisional referente

al mes de enero señala un mantenimiento del ritmo de crecimiento de la financiación obtenida por las empresas no financieras y las familias en torno al 17 %.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas mostró en diciembre

un crecimiento interanual del 1 %, explicado por el aumento de las emisiones de valores tanto a corto como a medio y largo plazo, mientras que el crédito bancario, al igual que en meses anteriores, siguió contrayéndose.

25.2.2000.

La evolución del empleo y del paro durante 1999

Según los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), a lo largo del año 1999 se crearon en España 699.000 empleos netos, dando lugar a un crecimiento medio anual del empleo del 4,6 %, más de un punto porcentual por encima del registrado en 1998 (véase cuadro 1). El número de ocupados presentó un perfil de aceleración progresiva, solo interrumpida en el tercer trimestre, de forma que la tasa de crecimiento interanual alcanzó el 5,2 % en los tres meses finales del año (véase gráfico 1). Por su parte, el número de desempleados se redujo en 401.000 personas en el transcurso de 1999, y la reducción media del paro, en relación con 1998, fue del 14,9 %. El ritmo de caída del desempleo fue más intenso en la primera mitad del año, ya que, en el segundo semestre, el efecto derivado del mayor dinamismo de la ocupación se vio compensado por el fuerte aumento de la población activa, que llegó a alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 1,8 % en el cuarto trimestre. A finales de 1999 la tasa de paro quedó situada en un 15,4 %, mientras que en el promedio del año fue del 15,9 %, más de tres puntos porcentuales por debajo de la media del año anterior.

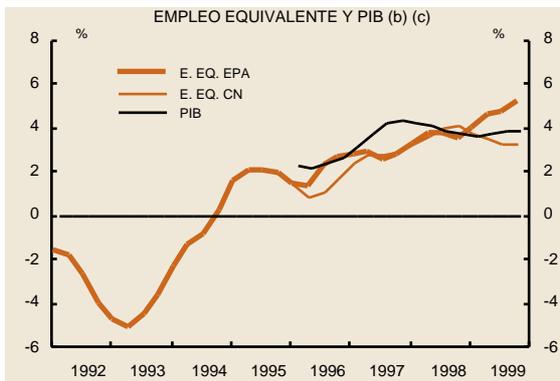
La evolución de los principales agregados de la EPA es parecida a la que presentan otros indicadores del mercado de trabajo. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social también mostraron un notable dinamismo a lo largo de 1999, registrando un crecimiento medio del 5,5 % en el conjunto del año —cuatro décimas superior al observado en 1998—; debe tenerse en cuenta, no obstante, que el comportamiento de este indicador en los últimos años ha podido venir afectado no solo por el propio ritmo de creación de empleo, sino también por los incentivos a la afiliación derivados de las bonificaciones a las cuotas a la Seguridad Social, que han acompañado a las distintas medidas de fomento del empleo estable. Por otra parte, la disminución del desempleo según la EPA (14,9 %) ha sido más intensa que la experimentada por el paro registrado en el Instituto Nacional de Empleo (INEM) (12,6 %), aunque ambas estadísticas han señalado una pérdida de intensidad en el proceso de disminución del desempleo a medida que transcurría el año.

La comparación de los datos de empleo de la EPA con los estimados en el ámbito de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) (1) muestra

(1) Los datos de la CNTR mencionados en este artículo se refieren al componente ciclo tendencia, y el concepto de empleo utilizado es el de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Las apreciaciones recogidas en este artículo no se verían sustancialmente modificadas en el caso de haber considerado los conceptos que son más compatibles con la información que facilita la EPA: datos brutos y número de ocupados.

GRÁFICO 1

Empleo y PIB (a)



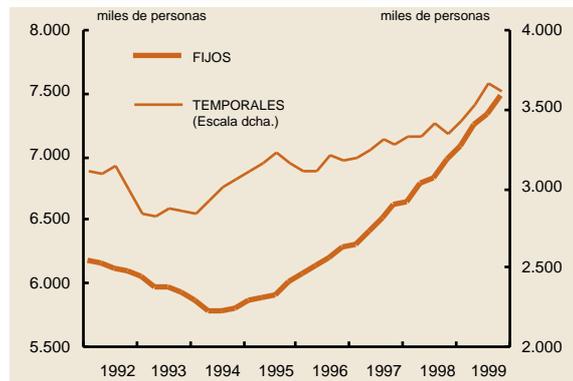
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales.
 (b) Series de la EPA corregidas del cambio censal de 1995 - 1996.
 (c) Ciclo-tendencia del PIB y de los puestos de trabajo equivalentes a t/c.

que, si bien se ha producido una aproximación del nivel de empleo de la EPA al de la CNTR, se han registrado también discrepancias significativas tanto en el nivel como en el perfil de las tasas de variación de ambas variables (véase gráfico 1). Concretamente, el número de puestos de trabajo equivalente de la CNTR registró un avance importante en 1999 (3,4 %), aunque algo inferior al del año precedente y por debajo del contabilizado por la EPA. Además, el perfil del empleo de la CNTR reflejó una desaceleración hasta el tercer trimestre, estabilizándose al final del año. Estas discrepancias sugieren que las modificaciones introducidas en la elaboración de la EPA a principios de 1999 con el objetivo de homologar esta Encuesta con las que se realizan en el resto de países europeos, si bien han aumentado su representatividad y estiman mejor el nivel de las variables que intenta medir, han podido afectar transitoriamente a la evolución temporal de las mismas y a sus tasas de variación, en una cuantía difícil de precisar.

En cualquier caso, el proceso de generación de empleo alcanzó una notable intensidad

GRÁFICO 2

Asalariados por modalidad de contrato (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Series corregidas del cambio censal de 1995 - 1996.

en el año 1999, que hay que enmarcar en el contexto de elevado dinamismo de la producción y de ligera desaceleración del coste laboral por persona que caracterizó al pasado año. En cuanto al coste del trabajo, debe tenerse en cuenta que parte de la desaceleración experimentada por la remuneración en 1999 se compensará a lo largo del presente año, a través de la activación de las cláusulas de salvaguardia incluidas en alrededor del 60 % de los convenios colectivos firmados en 1999, debido a que la tasa de inflación en el año superó a la inicialmente tomada como referencia en los convenios. No obstante, el coste laboral por asalariado siguió recibiendo el efecto moderador de las bonificaciones a las contribuciones sociales establecidas para los nuevos contratos indefinidos: las bonificaciones para fomento del empleo estable pagadas por el INEM aumentaron en torno al 55 % entre los meses de enero y agosto de 1999, con respecto al mismo período del año precedente.

La totalidad de los puestos de trabajo netos generados en 1999 lo fue por cuenta ajena. Según la EPA, el incremento medio del número de asalariados se situó en el 6,7 %, con respecto al año precedente, mientras que los trabajadores por cuenta propia se redujeron en un 2,2 %. Esta característica también quedó recogida, con diferente intensidad, en las afiliaciones a la Seguridad Social, que registraron un aumento del 6,3 % en el componente de no autónomos —asimilable a los asalariados de la EPA—, y en las estimaciones facilitadas por la CNTR. A lo largo del año, los asalariados de la EPA mantuvieron una trayectoria ascendente en su ritmo de crecimiento, cerrando el año con una tasa de variación interanual del 7,6 %, que supone un máximo histórico en esta serie. Por su

CUADRO 1

Evolución del empleo (a)

% y miles de personas

	Tasas de variación				Tasas interanuales de variación				Variación media				Variaciones interanuales										
	1997		1998		1999		IV TR 99		III TR 99		1998		1999		IV TR 96		IV TR 97		IV TR 98		IV TR 99		
	1996	1997	1998	1999	IV TR 98	I TR 99	II TR 99	III TR 99	IV TR 99	1996	1997	1998	1999	IV TR 95	IV TR 96	IV TR 97	IV TR 98	IV TR 99	1996	1997	1998	1999	
Población activa	1,3	1,1	0,9	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	1,8	1,74	1,44	1,58	189	226	172	98	288	189	226	172	98	
Ocupados	2,1	2,9	3,4	4,6	3,3	3,9	4,7	4,7	4,7	5,2	3,57	4,40	6,13	308	313	371	427	699	308	313	371	427	
Tiempo completo + NC	1,8	2,6	3,6	4,4	3,6	3,8	4,4	4,4	4,4	5,1	2,84	4,22	5,38	166	304	289	426	699	166	304	289	426	
Tiempo parcial	5,9	6,6	7,8	7,2	0,2	5,3	8,1	8,1	7,5	6,3	63	78	75	141	9	82	2	77	141	9	82	2	77
Asalariados	2,7	4,2	4,6	6,7	4,3	5,5	6,5	7,1	7,6	24,3	394	448	680	302	284	432	425	783	302	284	432	425	
Fijos + NC	4,4	4,7	5,4	7,0	5,4	6,7	6,8	7,1	7,4	26,8	286	350	477	199	270	332	355	515	199	270	332	355	
Temporales	-0,5	3,4	3,0	6,0	2,1	3,1	5,9	7,1	8,0	-1,5	108	98	203	103	14	100	70	288	103	14	100	70	
No asalariados	0,4	-1,2	-0,2	-2,2	0,1	-1,3	-1,4	-3,4	-2,8	11	-37	-8	-67	6	30	-61	2	-84	6	30	-61	2	
Parados	-1,2	-5,2	-8,8	-14,9	-10,0	-13,0	-16,9	-16,0	-13,5	-44	-183	-236	-455	-119	-88	-199	-329	-401	-119	-88	-199	-329	
PRO MEMORIA: niveles (%):																							
Tasa de actividad	49,6	49,8	50,0	50,2	50,0	49,8	50,0	50,4	50,7	—	—	—	—	49,4	49,8	50,0	50,0	50,7	49,4	49,8	50,0	50,7	
Tasa de paro	22,2	20,8	18,8	15,9	18,2	17,0	15,6	15,4	15,4	—	—	—	—	22,6	21,8	20,3	18,2	15,4	22,6	21,8	20,3	15,4	
Ratio de temporalidad	33,8	33,5	33,0	32,8	32,5	32,6	32,7	33,3	32,6	—	—	—	—	34,5	33,6	33,2	32,5	32,6	34,5	33,6	33,2	32,5	

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Series corregidas del cambio censal de 1995-1996.
NC: No clasificables u otros.

CUADRO 2

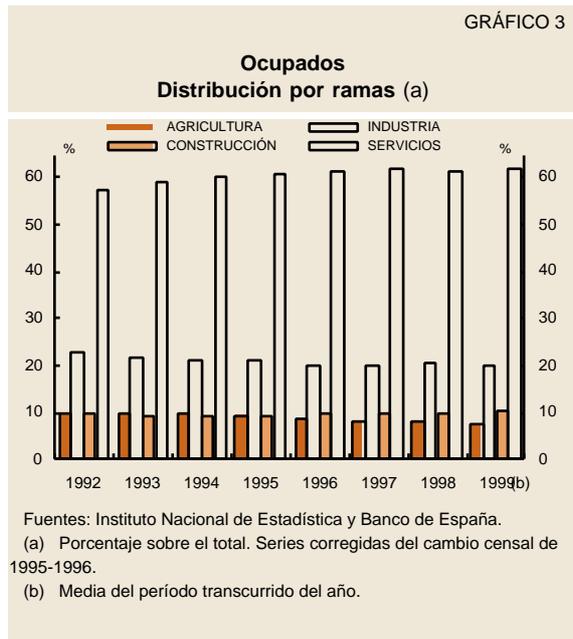
Evolución del empleo por ramas de actividad (a)

% y miles de personas

	Tasas de variación				Tasas interanuales de variación				Variaciones interanuales				Ratio de asilantización (b)									
	1997		1998		1999		IV TR 98		III TR 99		IV TR 96		IV TR 97		1996		1997		1998		1999 (c)	
	1996	1997	1998	1999	IV TR 98	I TR 99	II TR 99	III TR 99	IV TR 99	IV TR 95	IV TR 96	IV TR 97	IV TR 98	1995	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
TOTAL OCUPADOS	2,1	2,9	3,4	4,6	3,3	3,9	4,7	4,7	5,2	3,08	3,13	4,27	6,89	74,6	75,1	76,1	76,9	78,4	74,6	75,1	76,1	76,9
Agricultura	-3,2	-1,0	-0,6	-4,3	-1,6	-6,6	-3,7	-3,7	-2,5	-98	-29	-11	-26	32,7	33,3	37,2	38,1	39,4	32,7	33,3	37,2	38,1
No agrarios	2,6	3,2	3,8	5,4	3,7	5,1	5,4	5,9	5,9	34,5	34,2	38,2	44,4	78,9	79,0	79,6	80,3	81,5	78,9	79,0	79,6	80,3
Industria	-1,3	2,8	4,9	2,8	3,5	4,7	2,6	1,9	2,1	27	-18	131	93	85,9	86,2	87,1	87,7	88,2	85,9	86,2	87,1	87,7
Construcción	3,4	5,5	5,2	12,0	9,6	11,0	12,9	13,0	14,8	48	-76	15	119	75,7	75,1	75,4	76,2	76,6	75,7	75,1	75,4	76,2
Servicios	3,9	3,0	3,4	5,2	2,9	4,4	5,4	5,4	5,0	27,1	28,4	23,6	29,2	78,9	77,3	77,8	78,3	78,8	78,9	77,3	77,8	78,3
Servicios venta (e)	3,0	3,4	3,2	5,5	2,6	4,1	5,3	5,9	5,0	17,0	18,0	15,7	16,7	68,9	67,4	68,2	68,9	69,3	68,9	67,4	68,2	68,9
Servicios no venta (e)	5,2	2,4	3,3	4,8	3,4	4,9	5,0	4,7	4,4	100	134	106	143	92,7	92,5	92,6	92,9	93,7	92,7	92,5	92,6	92,9
TOTAL ASALARIADOS	2,7	4,2	4,6	6,7	4,3	5,5	6,5	7,1	7,6	3,02	2,84	4,32	7,63	34,9	33,8	33,5	33,0	32,8	34,9	33,8	33,5	33,0
Agricultura	-1,4	10,6	1,7	-1,1	-1,0	-9,1	3,7	0,4	2,3	-4	1	-4	9	59,8	58,9	60,2	60,8	60,7	59,8	58,9	60,2	60,8
No agrarios	2,9	4,0	4,7	7,0	4,5	6,2	6,6	7,4	7,8	30,6	28,2	40,2	42,9	33,8	32,8	32,4	31,9	31,7	33,8	32,8	32,4	31,9
Industria	-1,0	3,8	5,6	3,4	4,3	5,0	3,1	3,0	2,7	25	9	122	100	29,5	28,7	30,0	28,9	28,0	29,5	28,7	30,0	28,9
Construcción	2,6	5,9	8,4	13,8	13,1	13,5	12,4	14,6	14,8	32	53	18	158	63,3	62,7	61,7	62,5	61,7	63,3	62,7	61,7	62,5
Servicios	4,4	3,7	3,8	7,3	3,3	5,6	7,0	7,8	8,6	24,9	22,1	20,6	25,0	30,9	29,8	28,8	28,1	28,0	30,9	29,8	28,8	28,1
Servicios venta (e)	3,8	4,6	4,3	8,6	3,2	5,6	7,7	9,6	11,4	16,9	8,3	17,9	30,7	36,9	35,8	34,8	33,7	30,8	36,9	35,8	34,8	33,7
Servicios no venta (e)	5,0	2,7	3,4	5,7	3,4	5,6	6,1	5,9	5,3	81	138	82	159	24,2	23,1	21,9	22,4	24,7	24,2	23,1	21,9	22,4

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Series corregidas del cambio censal de 1995-1996.
(b) En % del empleo en cada rama de actividad.
(c) Se refiere al período transcurrido del año.
(d) En % del número de asalariados de cada rama de actividad.
(e) Servicios venta comprende las actividades de comercio, hostelería, transporte, intermediación financiera y actividades inmobiliarias. Servicios no venta comprende el resto de servicios.

GRÁFICO 3



parte, el colectivo de autónomos truncó a principios de año la leve recuperación iniciada a mediados de 1998 y mostró un ritmo de reducción progresivamente más acusado, que se estabilizó en el cuarto trimestre.

El impacto favorable de las diversas medidas de fomento del empleo estable que se tomaron en 1997, y que fueron parcialmente modificadas en 1999 (en lo referente a la cuantía y a los colectivos que pueden beneficiarse de las bonificaciones), perdió algo de fuerza el año pasado. Si bien el número de asalariados con contrato indefinido aumentó en un 7 % en el promedio de año —frente al 5,4 % del año 1998—, el empleo temporal también experimentó un crecimiento importante en el conjunto del año (6 %), el doble que en el año precedente, mostrando un perfil de aceleración que culminó con una tasa de variación interanual del 8 % en el cuarto trimestre. Como consecuencia, la *ratio* de temporalidad se redujo únicamente en dos décimas durante 1999, hasta situarse en el 32,8 %. Por ramas de actividad, cabe destacar el aumento de esta *ratio* en los servicios no destinados a la venta (2) (hasta el 24,7 %, frente al 22,4 % del año previo), mientras que en el resto de las actividades la *ratio* disminuyó, especialmente en los servicios destinados a la venta, donde pasó del 33,1 %, en 1998, al 30,8 %, en 1999.

(2) Los servicios no destinados a la venta incluyen, básicamente, Administraciones Públicas y Defensa, sanidad, educación y servicio doméstico. En consecuencia, las ramas más importantes de los servicios destinados a la venta son comercio, hostelería, transporte, intermediación financiera y actividades inmobiliarias.

Atendiendo a la duración de la jornada laboral, la proporción de trabajadores a tiempo parcial aumentó en 1999, hasta quedar situada en el 8,1 %, frente al 7,9 % en 1998. El crecimiento medio de este colectivo fue del 7,8 %, lo cual supuso una aceleración muy importante respecto a 1998 (1,8 %), que, además, se fue acentuando hasta los meses de verano; por su parte, los ocupados a tiempo completo experimentaron un crecimiento medio del 4,4 % en 1999. Según la EPA, el avance del empleo a tiempo parcial entre los asalariados afectó principalmente a aquellos con contratos temporales, resultado que contrasta con el que se obtiene del registro de contrataciones del INEM. Según esta fuente de información, los contratos indefinidos a tiempo parcial registraron un crecimiento cercano al 35 %, mientras que el número de contratos temporales se estabilizó; esta evolución resulta más acorde con el régimen de bonificaciones a las cotizaciones sociales aplicable a los contratos indefinidos, una vez aprobada la nueva legislación sobre esta materia, y con la penalización que supuso para los contratos temporales a tiempo parcial el aumento de las cotizaciones por desempleo.

Por ramas de actividad, el distinto grado de intensidad en la creación de empleo durante 1999 resultó acorde con la evolución de la actividad que reflejaron las estimaciones de valor añadido bruto (VAB) de la CNTR. Aquellas ramas en las que el VAB experimentó mayores crecimientos en términos reales —la construcción y los servicios— fueron las que generaron mayores aumentos en la ocupación (un 12 % la construcción, según la EPA, y un 5,2 % los servicios). Por su parte, en las ramas industriales, donde la evolución del VAB se ralentizó notablemente en la primera mitad del año, la creación de empleo fue mucho más modesta (2,8 %) y el leve aumento del peso de estas ramas en el empleo total, que se había producido en 1998, se invirtió (véase gráfico 3). Por último, la caída del valor añadido en la agricultura durante los nueve primeros meses de 1999 se tradujo en una reducción del 4,3 % en el número de puestos de trabajo.

La fuerte caída del empleo en la *agricultura* en 1999 truncó la ralentización del proceso de destrucción de empleo en las actividades primarias que se venía observando desde 1995. El descenso del número de ocupados afectó especialmente a los trabajadores por cuenta propia (téngase en cuenta que la *ratio* de asalariación en esta rama es inferior al 40 %). Tras una caída muy acusada de ambos colectivos en el primer trimestre, los asalariados comenzaron a experimentar tasas interanuales de crecimiento positivas, mientras que los autónomos continuaron reduciéndose a ritmos superiores

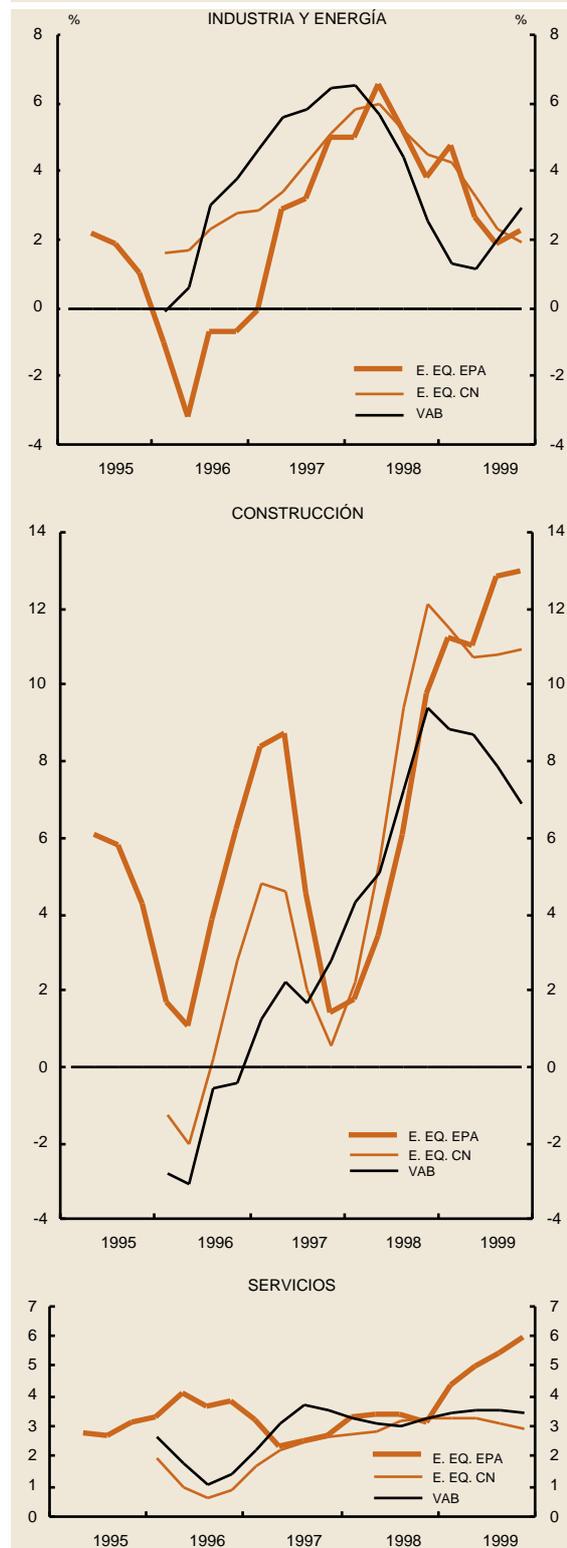
al 5 %. No obstante, en el promedio del año los asalariados se redujeron en un 1,1 % respecto a 1998. La evolución de los asalariados con contratos indefinidos y temporales fue dispar a lo largo del año, ya que, mientras que los primeros se aceleraron hasta registrar un crecimiento interanual del 5,9 % en el cuarto trimestre, los segundos fueron perdiendo impulso a partir de los meses de verano. No obstante, la *ratio* de temporalidad apenas se redujo hasta el 60,7 %. Atendiendo a la duración de la jornada, los ocupados a tiempo parcial aumentaron un 4,2 %, tras haberse reducido notablemente en los dos años previos, y la *ratio* de parcialidad se elevó en medio punto porcentual, alcanzando el 7 % en el promedio de 1999.

El empleo en la *industria* registró un aumento neto de 76.000 personas en el promedio de 1999, que, al igual que en el conjunto de la economía, fue el resultado de un aumento de los trabajadores por cuenta ajena y de un descenso en los trabajadores autónomos. Así, el empleo asalariado creció un 3,4 %, seis décimas por encima del aumento de los ocupados (2,8 %). A lo largo del año, la evolución del empleo se distinguió por una continua pérdida de dinamismo, que se truncó en el cuarto trimestre, al experimentar un crecimiento interanual del 2,1 %; este repunte no se reflejó ni en los datos de la CNTR ni en el número de asalariados, que continuó desacelerándose. La *ratio* de temporalidad de las ramas industriales se redujo en casi un punto en el promedio de 1999, situándose en el 28 %, debido a que el crecimiento de los asalariados con contratos temporales (0,3 %) fue mucho más moderado que el de los que tienen contratos indefinidos (4,7 %). Sin embargo, el grueso de este avance se produjo en la primera mitad del año, ya que posteriormente los trabajadores temporales comenzaron a recuperarse, hasta registrar un crecimiento interanual del 4 % en el cuarto trimestre, mientras que los fijos siguieron desacelerándose, hasta crecer un 2,2 % en ese mismo período. La proporción de trabajadores que mantienen una jornada de trabajo reducida se mantuvo prácticamente estable durante 1999. A nivel más desagregado, se observó una destrucción neta de puestos de trabajo en las actividades de caucho, extracción de productos energéticos, cuero y alimentación, mientras que en textil, química, madera y extracción de otros minerales el ritmo de creación de empleo superó al del año precedente. En otras ramas industriales el empleo creció menos que en 1998, destacando la metalurgia, que, no obstante, aumentó sus efectivos laborales en un 7,9 %.

El empleo en la *construcción* aumentó un 12 % en 1999. Este crecimiento tuvo mayor incidencia sobre el colectivo de trabajadores por cuenta ajena, que se incrementó un 13,8 %. En

GRÁFICO 4

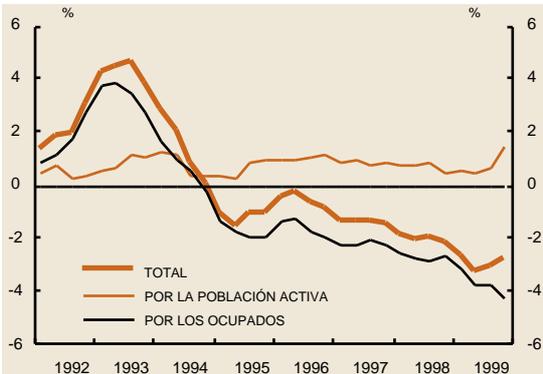
Empleo equivalente y valor añadido bruto (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales. Series de la EPA corregidas del cambio censal de 1995-1996. Series ciclo-tendencia del VAB y de puestos de trabajo equivalentes.

GRÁFICO 5

**Evolución de la tasa de paro (a)
Variaciones interanuales**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Aportación de las tasas de crecimiento del empleo y de la población activa a la variación interanual de la tasa de paro. Series corregidas del cambio censal de 1995-1996.

cuanto al perfil trimestral, tanto el crecimiento de los ocupados como el de los asalariados se fortaleció en la segunda mitad del año, a pesar de que la actividad constructora fue perdiendo fortaleza; las afiliaciones al régimen general de la Seguridad Social sí recogieron este perfil de desaceleración. Los asalariados con contrato indefinido registraron un crecimiento del 16,5 %, en el promedio del año, aunque también los temporales registraron un ritmo de variación elevado (12,3 %). Esto se tradujo en una reducción en la *ratio* de temporalidad, que pasó del 62,5 % en 1998 al 61,7 %. El empleo a tiempo parcial, que tiene muy poca relevancia en esta rama, redujo su peso ligeramente.

El número de ocupados en los *servicios* aumentó un 5,2 % en el promedio de 1999, como consecuencia de un descenso de los trabajadores por cuenta propia y de un aumento del 7,3 % de los asalariados. A lo largo del año, el ritmo de creación de empleo fue en aumento, hasta alcanzar tasas de variación interanual del 6 % en el último trimestre del año. Atendiendo a la duración del contrato, en ambos colectivos se apreció un perfil semejante, aunque los indefinidos registraron un crecimiento algo mayor (7,4 % frente a 7 %), que se tradujo en una disminución de una sola décima en la *ratio* de temporalidad, que se situó en el 28 %. Asimismo, los ocupados con un empleo a tiempo parcial también experimentaron un ritmo de crecimiento más elevado (7,7 %, frente a 4,9 % de los trabajadores a jornada completa), con lo que su proporción aumentó en tres décimas, hasta situarse en el 11 %.

Dentro de los *servicios*, los *destinados a la venta* fueron los que mostraron un mayor dina-

mismo durante 1999, al registrar un crecimiento del 5,5 % en los ocupados y del 8,6 % en los asalariados, marcando, además, la tendencia a la aceleración que caracterizó al agregado a lo largo del año. En el conjunto de 1999, el aumento de los asalariados con contratos indefinidos fue del 12,2 %, mientras que los temporales solo aumentaron en un 1,3 %, y la *ratio* de temporalidad se redujo en más de dos puntos porcentuales, quedando situada en el 30,8 %. Por el contrario, el empleo a tiempo parcial aumentó su peso en medio punto porcentual, alcanzando un 9,1 %. Todas las actividades que componen los *servicios* destinados a la venta incrementaron sus efectivos laborales a ritmos superiores a los del año precedente, destacando la intermediación financiera y las actividades inmobiliarias, y en todas ellas se apreciaron recortes en la *ratio* de temporalidad. Por el contrario, el conjunto de los *servicios no destinados a la venta* presentó tasas de creación de empleo algo más modestas en 1999 (el empleo total registró un aumento del 4,8 % y el asalariado del 5,7 %), y, además, apareció un perfil de desaceleración a partir del segundo trimestre del año. Asimismo, la *ratio* de temporalidad aumentó notablemente, situándose en el 24,7 % del total de asalariados (tal aumento fue especialmente marcado en el servicio doméstico y la Administración Pública y Defensa), mientras que la de parcialidad se redujo ligeramente.

La población activa experimentó un aumento medio de 158.000 personas en 1999, y su ritmo de crecimiento alcanzó el 1 %, frente al 0,9 % de 1998, rompiendo así la tendencia a la desaceleración que se observaba desde finales de 1996. De hecho, esta tendencia solo se quebró a partir de los meses de verano, finalizando el año con un crecimiento del 1,8 % con respecto al mismo período del año precedente. La mayor participación en el mercado de trabajo se centró en el colectivo de mujeres, ya que la población activa masculina apenas aumentó, si bien en ambos casos se observó una aceleración a partir de los meses de verano, que, en el caso de las mujeres, situó su ritmo de crecimiento interanual en el 3,7 % al final del año. Como consecuencia, la tasa de actividad de la población entre 16 y 64 años aumentó notablemente, alcanzando el 64,1 % en el cuarto trimestre. La tasa de actividad femenina fue la responsable de este avance, al alcanzar un máximo histórico del 50,9 %, destacando los elevados crecimientos en el rango de edades inferior a los 49 años.

El desempleo se redujo en 455.000 personas, en media anual, durante 1999, lo cual representa una disminución del 14,9 %, resultado del elevado dinamismo en la creación de empleo. La tasa de paro disminuyó hasta el

15,9 %, casi tres puntos por debajo de la registrada el año precedente. El grueso del descenso se concentró en la primera mitad del año, ya que en la segunda mitad el elevado ritmo de creación de empleo no pudo contrarrestar el mayor impulso de la población activa. Por sexos, el ritmo de descenso del número de parados fue mayor entre los hombres, pero en términos absolutos fue la tasa de desempleo femenina la que registró el mayor recorte. A pesar de ello, la tasa de paro femenina (23 %) todavía dobla a la masculina (11,1 %). Por grupos de edades, los jóvenes hasta 29 años, uno de los colectivos que disfruta de bonificaciones en las cotizaciones a la Seguridad Social por el estable-

cimiento de contratos indefinidos, fueron los que más recortaron su tasa de desempleo (en más de cinco puntos porcentuales), aunque el resto de grupos también se vio favorecido. La evolución positiva del mercado de trabajo también se reflejó en una reducción del porcentaje de parados que lleva más de un año en esa situación, que, en el promedio del año, se situó en el 49,9 %. Por último, según el nivel de formación de los parados, el recorte del desempleo fue generalizado, pero mucho más importante entre los que cuentan con estudios medios y de formación profesional.

25.2.2000.

Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999

Este artículo ha sido elaborado por José Antonio Cuenca Morales y Federico José Sáez Pérez, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

La política monetaria tiene la capacidad de influir en las condiciones financieras de la economía mediante el uso, entre otros instrumentos, de los tipos de interés. Estos alteran el precio relativo del consumo presente de las familias frente al consumo futuro, y modifican, en el caso de las empresas, el coste de uso del capital. De este modo, las variaciones de los tipos de interés afectan a las decisiones de gasto de ambos tipos de agentes y producen cambios en las decisiones de ahorro (y de desahorro), que tienen un reflejo inmediato sobre la composición de la cartera de activos financieros y de los pasivos. Una buena parte de los activos financieros sirve para materializar las decisiones de ahorro, pero existe otra parte que se utiliza como medio de pago en las decisiones de gasto. Las variaciones en los tipos de interés afectan al atractivo relativo de unos activos financieros sobre otros y a los niveles de endeudamiento asumidos por los distintos agentes.

Pero las variaciones en los tipos de interés afectan no solo a la estructura de los saldos de las carteras (*efecto sustitución*), sino también a la estructura de flujos de rentas por intereses que periódicamente devengan los activos financieros y los pasivos (el denominado *efecto renta*). Así, ante movimientos de los niveles de los tipos de interés, los flujos de rentas periódicas que se derivan de los saldos de las carteras de activos y pasivos varían por dos vías: una directa, debida al propio cambio en el nivel de los tipos de interés, que genera una variación en las rentas devengadas para un saldo dado; y otra, inducida por el efecto sobre los saldos y la composición de las carteras. La expresión [I] representa la variación de rentas cobradas o pagadas que se derivan de la tenencia de un activo financiero o un pasivo entre el instante $t = T$ (R_T) y un instante de referencia $t = 0$ (R_0). Esta variación de renta, $R_T - R_0$, puede descomponerse, mediante una simple manipulación aritmética, en dos sumandos: el primero de ellos puede interpretarse como la variación de renta que se debe al cambio de los tipos de interés entre 0 y T, $S_0 * (r_T - r_0)$, mientras que el segundo recoge la variación del monto de rentas devengadas debida al cambio en los saldos durante el mismo período $[(S_T - S_0) * r_T]$.

$$\begin{aligned} R_t = R_T - R_0 &= S_T * r_T - S_0 * r_0 = \\ &= S_0 * (r_T - r_0) + (S_T - S_0) * r_T \end{aligned} \quad [I]$$

Sobre la base de la descomposición propuesta en [1], este artículo pretende analizar la evolución de los flujos de rentas periódicas por intereses correspondientes a los distintos sectores entre 1995 y 1999, período de continuo descenso de los tipos de interés y en el que han tenido lugar modificaciones muy importantes en las carteras de instrumentos financieros de los agentes. Así, en primer lugar, hay que destacar que se ha producido un intenso proceso de desintermediación de los pasivos financieros bancarios en manos de las familias y de las empresas no financieras en favor de un creciente protagonismo del sector de inversores institucionales (fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de pensiones) como canalizadores e intermediarios en la colocación del ahorro. En segundo lugar, se ha registrado, durante gran parte del período considerado, una fuerte revalorización de los activos financieros de renta fija a medio y largo plazo y de renta variable, como consecuencia de la evolución de los tipos de interés (efecto revalorización de activos financieros o *efecto riqueza*) y de las perspectivas futuras de mayores beneficios empresariales. Igualmente, debe destacarse el fuerte crecimiento del endeudamiento del sector privado no financiero y un considerable aumento de las posiciones más líquidas de dicho sector. Por último, el sector exterior ha adquirido una importancia creciente como fuente de financiación de los sectores nacionales (principalmente, de las empresas no financieras y de las instituciones de crédito) y como destino de fondos en forma de inversión directa y de cartera.

La interrelación de todos estos procesos hace que resulte muy difícil atribuir los cambios sufridos por las rentas periódicas por intereses de los distintos agentes exclusivamente a los descensos de los tipos de interés, sin hacer una referencia a la evolución de los saldos y a los efectos que la evolución de dichos tipos de interés tuvo sobre la revalorización de los activos de renta fija y variable. De ahí que, en este artículo se cuantifican tan solo los cambios en las rentas netas provenientes de los activos financieros y pasivos que generan cobros o pagos periódicos, descomponiendo dichos cambios en los ocurridos por efecto de la variación de los tipos de interés y por la variación de los saldos, según la expresión [1]. Quedan, por tanto, fuera de esta cuantificación las rentabilidades de aquellos activos financieros que se revalorizan como consecuencia de los cambios en sus precios; estas revalorizaciones representan una rentabilidad *ex post*, puesto que solo se materializa cuando se liquida el activo (por venta o por amortización). La revalorización de activos como consecuencia de cambios en sus precios forma parte de la

variación de la riqueza financiera de los agentes y no de las rentas periódicas percibidas (1).

La acumulación de rentas devengadas por las carteras de un conjunto de agentes frente a todos los demás agentes o sectores permite dibujar un mapa completo de flujos de rentas intersectoriales por intereses en el que el total de rentas cobradas es igual al total de rentas pagadas. En el epígrafe 2 se describe la información utilizada para el desarrollo de un ejercicio de este tipo, así como las limitaciones del mismo como consecuencia de las características de dicha información. En el epígrafe 3 se comenta la estructura del reparto, entre todos los sectores de la economía, de los cambios en las rentas por intereses periódicos que tuvieron lugar desde el comienzo del descenso generalizado de los tipos de interés en la segunda parte de 1995 hasta el tercer trimestre de 1999. Una parte de esta estructura de reparto se analiza más detalladamente en el epígrafe 4, en el que se pone énfasis sobre la importancia de los cambios en las rentas netas por intereses de las familias y de las empresas no financieras en sus relaciones con las instituciones de crédito. El epígrafe 5 concluye el artículo, recogiendo las consideraciones finales.

2. LA INFORMACIÓN DISPONIBLE

Un ejercicio como el propuesto requiere disponer de dos conjuntos de información con un elevado nivel de correspondencia en cuanto a su contenido. Por un lado, es necesario contar con información completa de las carteras de activos financieros y de pasivos de cada sector frente a todos y cada uno de los restantes sectores. Por otro, la cuantificación de los flujos exige la existencia de información sobre tipos de interés representativos para cada uno de los activos y pasivos considerados.

En este sentido, las Cuentas Financieras Trimestrales (CFT) elaboradas en el Banco de España son el elemento esencial para realizar este ejercicio, ya que constituyen un sistema de información cerrado y completo de saldos (y también de operaciones) para una clasificación muy amplia, tanto de activos financieros y de

(1) Por ejemplo, las rentas periódicas derivadas de un bono del Estado provienen del pago periódico del cupón, mientras que su rentabilidad total incluye, además, la procedente de la diferencia de precios entre el momento de la compra y el de la venta, o el de su vencimiento, y es, por tanto, una rentabilidad *ex post* que se recibe únicamente cuando se produce tal venta o vencimiento.

pasivos como de sectores emisores y tenedores (2).

Por otro lado, la mayor parte de los tipos de interés disponibles proviene de los requerimientos estadísticos realizados a las distintas entidades financieras y a los organismos encargados de la centralización de información sobre el funcionamiento de los diferentes mercados financieros. No obstante, la información disponible sobre tipos de interés no permite siempre una perfecta correspondencia con todas y cada una de las categorías de instrumentos financieros definidos en las CFT. Cuando este es el caso, se pueden asignar a estos instrumentos financieros unos tipos de interés correspondientes a otros instrumentos que, por mantener ciertas similitudes con los primeros, recojan de forma aproximada la evolución de la remuneración que efectivamente presentan, pero de la que no se tiene información. Esta aproximación puede resultar a veces cuestionable en cuanto al nivel de los tipos de interés escogidos, aunque se considera que, en la mayoría de los casos, es suficientemente válida en términos de variaciones.

El ejercicio propuesto de cambios en la distribución intersectorial de rentas por intereses se ha realizado teniendo en cuenta aquellos instrumentos que devengan cobros o pagos periódicos, considerándose los siguientes activos financieros y pasivos tal y como se definen en las CFT: depósitos transferibles, otros depósitos, valores a corto plazo, obligaciones y créditos, así como algunas subclasificaciones para las que se dispone de información apropiada de tipos de interés.

En cuanto a los sectores, se han considerado las siguientes agrupaciones: las familias e instituciones privadas sin fines de lucro (en adelante, familias), las empresas no financieras, las instituciones de crédito (que incluyen el Banco de España, otras instituciones monetarias, el crédito oficial y los establecimientos financieros de crédito), los inversores institucionales (instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores, y empresas de seguros), las Administraciones Públicas (AAPP) y, por último, el sector exterior. Esta clasificación se aparta ligeramente de la agrupación institucional que se realiza en las CFT, pero resulta relevante por cuanto agrupa al conjunto de inversores institucionales, que tan-

ta importancia ha cobrado en los últimos años, y lo separa del resto de intermediarios financieros de carácter más tradicional.

Con la información disponible se calcula, para cada activo financiero y para cada pasivo de los sectores considerados, la variación, entre dos instantes de tiempo, del flujo de rentas cobradas o pagadas. Posteriormente, para cada uno de estos sectores, se acumulan los cambios en los flujos habidos en todos los instrumentos y se obtiene el sistema completo de flujos netos de cada sector frente a todos y cada uno de los demás. Como resulta evidente, pueden realizarse múltiples combinaciones en la agregación de la información en función del tipo de análisis que se quiera realizar sobre los flujos intersectoriales de rentas.

3. CAMBIOS EN LOS FLUJOS INTERSECTORIALES DE RENTAS POR INTERESES ENTRE 1995 Y 1999

El largo proceso de descenso de los tipos de interés registrado en España a partir de los meses finales de 1995, y que se extendió hasta mediados de 1999 (véase gráfico 1), ha tenido como consecuencia una fuerte redistribución de las rentas por intereses. En el gráfico 2 se ofrece la información sobre la magnitud de esta redistribución. Para la realización del ejercicio se han tomado como referencia básica los niveles de tipos de interés y la estructura de cartera de activos financieros y pasivos del último trimestre de 1995 y se han contabilizado las variaciones acumuladas de renta hasta el tercer trimestre de 1999, que es la última fecha para la cual se dispone de CFT completas y cerradas.

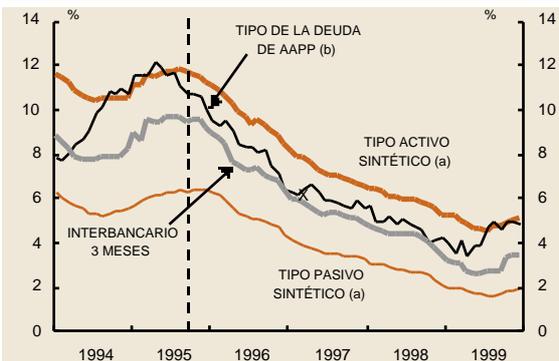
A la luz de esta información, uno de los fenómenos que conviene destacar es que los sectores más endeudados en términos netos fueron aquellos que han visto aumentar sus rentas como consecuencia de los menores pagos por intereses de sus pasivos. En concreto, las empresas no financieras han visto reducidos sus pagos netos acumulados, entre comienzos de 1996 y el tercer trimestre de 1999, en una cuantía estimada equivalente al 3,5 % del PIB (3); por su lado, las Administraciones Públicas han visto disminuir sus pagos netos acumulados en un 5,1 % del PIB. Como contrapartida, los sectores que se han visto afectados negativamente por los descensos de los tipos, en términos de rentas por intereses, han sido principalmente las instituciones de crédito y las familias. Ambos sectores se caracterizan por

(2) La metodología de construcción de las CFT se encuentra explicada en la publicación del Banco de España titulada *Cuentas financieras trimestrales de la economía española (1997-1/1999-3) (metodología SEC/79)*, disponible en la dirección del Banco de España en Internet y cuya última edición corresponde a enero de 2000.

(3) Esta cifra es el resultado de acumular el ahorro registrado, año a año, durante el período 1996-1999.III y dividir entre el PIB de 1999.

GRÁFICO 1

Tipos de interés de la economía española



Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de operaciones nuevas de bancos y cajas de ahorros con sus clientes.

(b) Tipo de emisión de los bonos y obligaciones del Estado.

haber mantenido tradicionalmente una posición neta acreedora en instrumentos que generan flujos por intereses periódicos. En el caso de las instituciones de crédito, los ingresos por cobro de intereses de los créditos concedidos se redujeron en mayor medida de lo que lo hicieron los pagos por los depósitos y otros pasivos. De este modo, sus rentas totales netas acumuladas por intereses disminuyeron en un 3,8 % del PIB. Las familias, como consecuencia de su posición total neta acreedora en instrumentos que devengan intereses, experimentaron durante el período de descenso de tipos de interés una disminución de las rentas del orden del 3,4 % del PIB.

No obstante, en el caso de las familias conviene recordar que el profundo proceso de desintermediación financiera que se ha desarrollado durante el período de referencia ha provocado una reestructuración significativa de sus activos financieros. En concreto, la proporción de los depósitos a plazo sobre el total de activos financieros se redujo en favor de un fuerte incremento de las participaciones en fondos de inversión, las cuales registraron una revalorización muy importante durante el período, precisamente asociada a los descensos de los tipos de interés. En concreto, la revalorización experimentada por el total de activos financieros de las familias (principalmente, la correspondiente a las participaciones en fondos de inversión y a las acciones) a lo largo del período 1996-1999 puede estimarse, en términos acumulados, en una cuantía equivalente al 19 % del PIB. La revalorización de activos financieros pasa a incrementar la riqueza financiera de las familias, mientras que las rentas netas por intereses afectan negativamente a su renta bruta disponi-

ble. Por esta razón, no es adecuado agregar ambos efectos para evaluar el efecto neto total sobre las decisiones de gasto de las familias, aunque, sin duda, el derivado del descenso de las rentas netas por intereses se vio, al menos parcialmente, compensado por el experimentado como consecuencia del aumento del valor de su riqueza financiera.

En el gráfico 2 se observa que la cuantía neta de las rentas devengadas asociadas a la variación de saldos tuvo, para las familias, el mismo signo que la correspondiente a la variación de los tipos de interés, puesto que el menor nivel de los tipos de interés incentivó el aumento del endeudamiento de este sector (esto es, los pasivos generadores de renta por intereses crecieron en mayor medida que los activos financieros que devengan esas rentas).

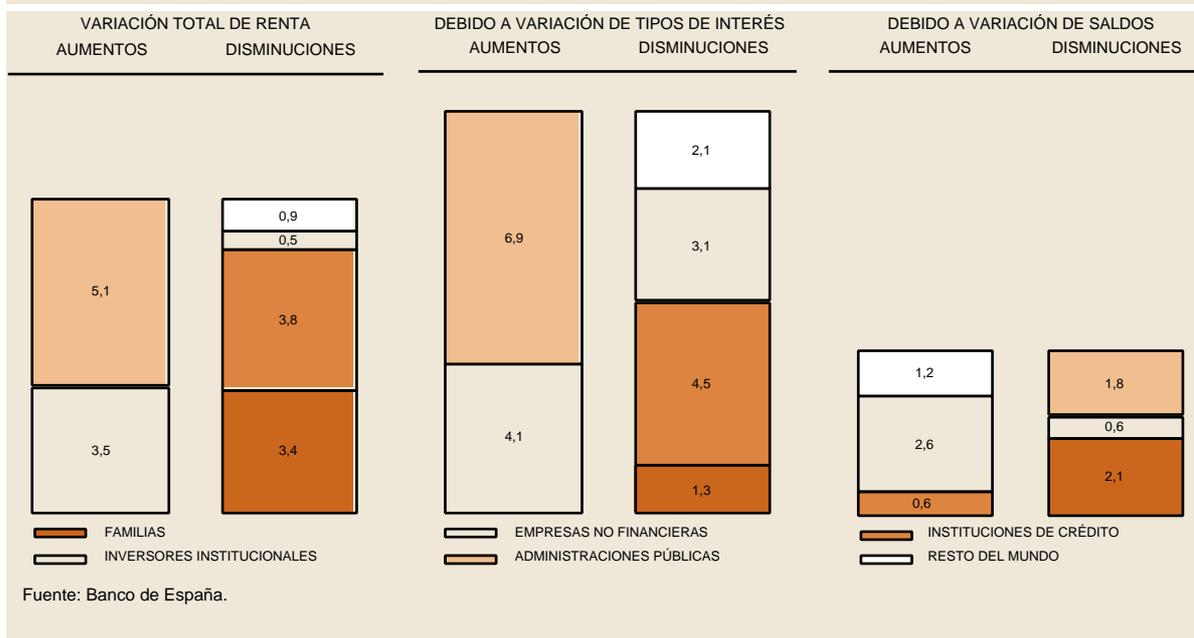
En el caso de las empresas no financieras, el proceso de disminución de los tipos de interés tuvo un impacto muy favorable, si bien, en este caso, el efecto de la variación de saldos compensó, parcialmente, las ganancias de renta obtenidas por la vía de la caída de los tipos. Esto es debido, como en las familias, a que el endeudamiento neto de este sector ha aumentado significativamente en los últimos años, en un contexto de expansión económica, aumento de la rentabilidad empresarial y reducciones del coste del endeudamiento.

Algo similar ocurrió con las AAPP, que entre 1996 y 1999 registraron un ahorro acumulado neto por variación de los tipos de interés que se estima en una cuantía equivalente al 6,9 % del PIB, que compensó muy sobradamente el aumento de los pagos asociados a la variación de saldos (derivado de los crecientes saldos vivos de deuda pública en el período), que se estima que fue de un 1,8 % del PIB. El proceso de descensos continuos de tipos de interés animó significativamente la demanda de valores públicos, y las AAPP aprovecharon esta oportunidad para transformar sustancialmente la estructura temporal de vencimientos de su deuda viva, sustituyendo deuda a corto plazo (letras del Tesoro) por la deuda emitida a plazos más largos. La progresiva amortización de los títulos emitidos a tipos de interés anteriores a 1996 (que pagaban intereses muy altos) y la estrategia de canje de esas emisiones por otras nuevas han permitido que las Administraciones Públicas hayan reducido significativamente sus pagos por intereses.

La evolución de los tipos de interés también ha afectado significativamente a las instituciones de crédito. Aunque durante el período considerado (1996-1999.III) estas instituciones sufrieron un descenso de sus rentas

GRÁFICO 2

**Variación acumulada de renta por intereses entre 1996 y el tercer trimestre de 1999
% del PIB de 1999**



acumuladas netas equivalente al 3,8 % del PIB, los ingresos derivados de sus activos frente al resto de sectores (en su mayor parte, créditos y cartera de títulos de renta fija) disminuyeron alrededor del 13,4 % del PIB y los pagos por intereses devengados por sus pasivos (depósitos de todo tipo y títulos emitidos de renta fija, principalmente) lo hicieron por un valor acumulado del 9,6 % del PIB. Estas magnitudes ponen de manifiesto el importante papel de este sector en la intermediación global de los flujos financieros de la economía española y, de forma determinante, en la intermediación de los flujos financieros de los sectores de familias y empresas no financieras. De todos modos, aunque las instituciones de crédito vieron reducirse drásticamente sus ingresos netos por intereses como consecuencia de los descensos de los tipos de interés, se han adaptado al nuevo entorno de tipos de interés más bajos, recomponiendo sus fuentes de ingresos y reorientando su negocio hacia nuevas actividades. Así, por ejemplo, en los últimos años los ingresos procedentes del cobro de comisiones por operaciones y por servicios a la clientela aumentaron notablemente, lo que permitió sanear los efectos derivados del estrechamiento del margen financiero. En concreto, por el concepto de comisiones, el conjunto de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito aumentó sus ingresos entre 1996 y 1999 en aproximadamente un 1,2 % del PIB, lo que representa una tercera parte de lo que se redujeron los ingresos netos por intereses.

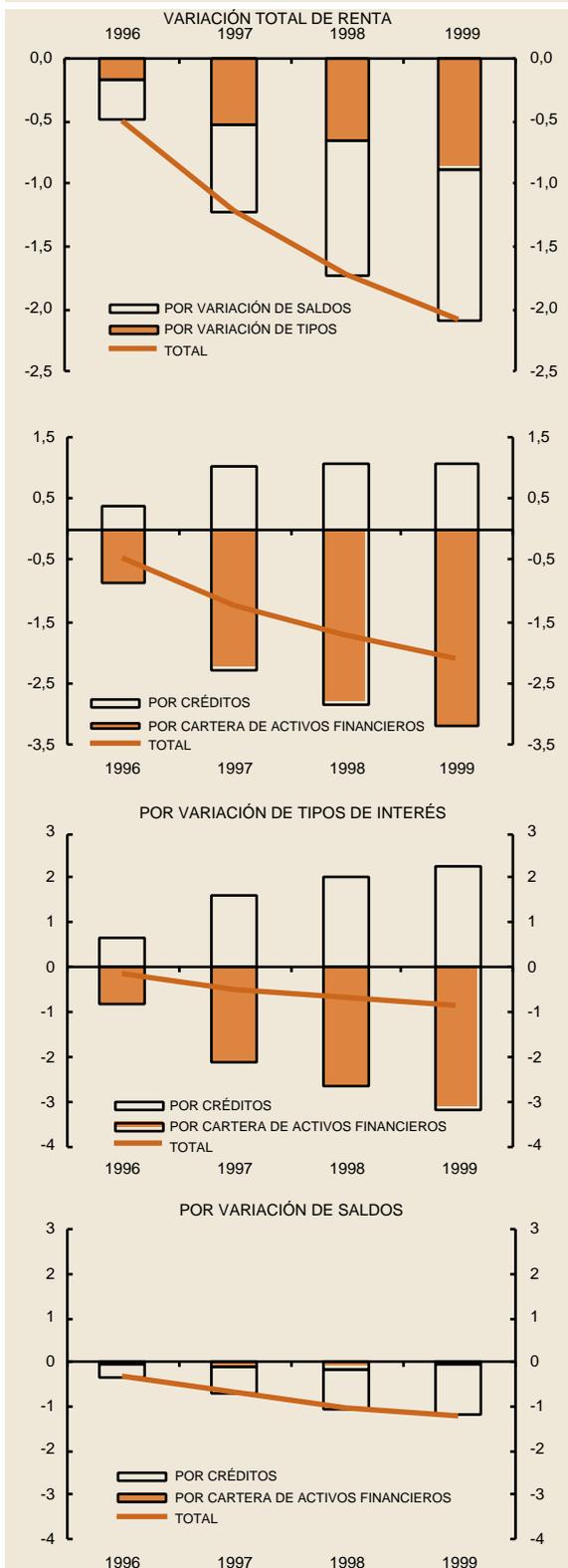
Por último, debe destacarse que la disminución de los tipos de interés ha permitido reducir los pagos de rentas por intereses de la economía española a los inversores no residentes. La descomposición del efecto total en sus componentes muestra que el ahorro de rentas por la caída de los tipos fue del 2,1 % del PIB, mientras que el aumento del endeudamiento en el exterior por parte de las entidades de crédito y de las empresas no financieras hizo que las rentas pagadas aumentaran en una cuantía que se estima en el 1,2 % del PIB, con lo que el efecto total fue de una disminución del 0,9 % del PIB.

4. LAS RENTAS POR INTERESES DE LAS FAMILIAS Y DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS FRENTE A LAS INSTITUCIONES DE CRÉDITO

La mayor parte de la operativa financiera de las familias y de las empresas no financieras se establece con el sector de instituciones de crédito como contrapartida. Además, dadas las obligaciones de suministro de información que las entidades de crédito tienen frente al Banco de España, son precisamente estas operaciones las que ofrecen una información más completa y fiable. Por otra parte, muchos de estos datos se exigen con periodicidad mensual, con lo que, en el momento actual, se dispone de la mayor parte de la información necesaria para realizar el ejercicio de flujos de rentas por in-

GRÁFICO 3

Variación anual de rentas por intereses procedentes de instituciones de crédito (a) (b). Familias



Fuente: Banco de España.
 (a) Calculada con respecto a los saldos y tipos del cuarto trimestre de 1995.
 (b) En porcentaje de la Renta Bruta Disponible, RBD.

tereses de las instituciones de crédito frente a las familias y las empresas no financieras para el año 1999. En los dos epígrafes siguientes se realiza un cuantificación de dichos flujos de rentas por intereses con la vista puesta en su importancia relativa en términos de la cuenta de renta de cada sector.

4.1. Las familias

La evolución de las rentas periódicas netas de las familias derivadas de su actividad financiera con las instituciones de crédito se ha visto fuertemente condicionada por el carácter netamente acreedor de su posición financiera. Como ya se ha comentado, las familias han experimentado una significativa y continua disminución de rentas netas recibidas por intereses periódicos en comparación con las que estaban obteniendo en 1995. En el gráfico 3 se muestra, para cada año, la diferencia entre las rentas por intereses efectivamente recibidas ese año y las que se hubieran obtenido en un escenario con los tipos de interés y los saldos correspondientes al cuarto trimestre de 1995. La cuantía de esta diferencia de rentas netas por intereses como consecuencia de la diferencia del cambio de escenario se ha dividido por la renta bruta disponible de las familias para obtener una idea de la importancia relativa de los cambios en las rentas por intereses sobre la evolución del total de rentas netas (salariales y no salariales) generadas por el sector familias. También se muestran distintas descomposiciones de los cambios en los flujos de renta que resultan relevantes.

En el parte superior del gráfico 3 se aprecia la evolución de este proceso de caída continua de las rentas por intereses y su descomposición entre los efectos asociados a la variación de los tipos de interés y a la variación de los saldos. En 1999, las familias obtuvieron unas rentas netas por intereses un 2,1 % de su renta bruta disponible, inferiores a las que hubieran obtenido si se hubieran mantenido los saldos y los niveles de tipos de interés del cuarto trimestre de 1995. De esta cantidad, el 0,9 % se puede asociar al efecto acumulado de los descensos de los tipos de interés a lo largo del período (*por variación de tipos de interés*) y otro 1,2 % al cambio en la estructura de carteras de activos financieros y pasivos (*por variación de saldos*). Una descomposición de estos efectos entre activos y pasivos pone de manifiesto cómo la posición netamente acreedora de las familias frente a las instituciones de crédito ha condicionado la evolución de las rentas netas, a pesar del ahorro que las familias han experimentado por la vía de los créditos.

En relación con la evolución de las rentas netas pagadas por los créditos, las familias han tenido menores gastos financieros en 1999 que en 1995 por valor del 1,1 % de su renta bruta disponible, pese a que el endeudamiento asumido por las familias a lo largo de todo el período ha aumentado alrededor de un 75 %. En este sentido, y en términos de participación en su renta disponible, las familias podrían seguir teniendo incentivos para endeudarse por encima de los niveles actuales. No obstante, dada la evolución de los tipos de interés actuales, las expectativas de tipos de interés futuros y los niveles de endeudamiento observados, es muy probable que, a corto plazo, la contribución futura del componente *por variación de tipos de interés* sea significativamente menor que el actual y que el componente *por variación de saldos* sea aún mayor. En este caso, las familias experimentarían un significativo aumento de sus gastos periódicos por intereses, que, sumado a los niveles de amortización de préstamos que tienen comprometidos, tendería a desincentivar la asunción de nuevos créditos a ritmos tan elevados como en el pasado reciente.

Por su parte, en 1999 las rentas derivadas de las tenencias de activos financieros (principalmente, depósitos de todo tipo) resultaron inferiores en un 3,2 % de su renta bruta disponible a las que corresponderían a un escenario de tipos de interés y de saldos como los observados en el cuarto trimestre de 1995, habiendo sido motivada esta reducción, principalmente, por efecto de la *variación de tipos de interés*. En términos de la *variación de saldos*, el efecto ha sido casi inapreciable, porque, a pesar de que se ha producido un fuerte proceso de destrucción de depósitos a plazo —durante una parte importante del período— en favor de un aumento de las participaciones de las familias en los fondos de inversión y de pensiones, ha tenido lugar, igualmente, un aumento de las posiciones más líquidas de las familias (depósitos a la vista y de ahorro), que han compensado la evolución de los saldos de los depósitos a plazo.

A la vista de estos resultados netos para el conjunto de las familias, la variación de los tipos de interés durante el período 1995-1999 ha reducido la renta neta por intereses recibida por las familias, lo que, en principio, podría haber tenido un efecto contractivo sobre el gasto. Sin embargo, deben hacerse algunas consideraciones a este respecto. Si bien las familias son un sector netamente acreedor, existe un subconjunto importante de ellas que se caracteriza por su fuerte nivel de endeudamiento. Dicho endeudamiento tiene, en general, como finalidad el gasto, ya sea este en forma de adquisición de vivienda o de bienes de consumo durade-

ros (4). Para este subconjunto de familias netamente deudoras, es de prever que el efecto derivado de los descensos de los tipos de interés haya tenido un carácter fuertemente expansivo sobre las decisiones de gasto. Por otra parte, cabe preguntarse en qué medida el subconjunto de familias netamente acreedoras condiciona sus decisiones de gasto a los cambios en los ingresos recibidos por intereses de sus activos financieros. Si las decisiones de consumo de este conjunto de familias no se ven significativamente afectadas por variaciones de renta por intereses de sus activos, no cabe esperar tampoco que el *efecto renta* derivado del descenso de los tipos de interés haya sido significativamente contractivo en términos de la demanda de bienes. Es por esta razón por la que caben dudas justificadas de que el efecto de la caída de los tipos de interés sobre la renta disponible de las familias haya tenido finalmente un signo contractivo sobre la demanda.

4.2. Las empresas no financieras

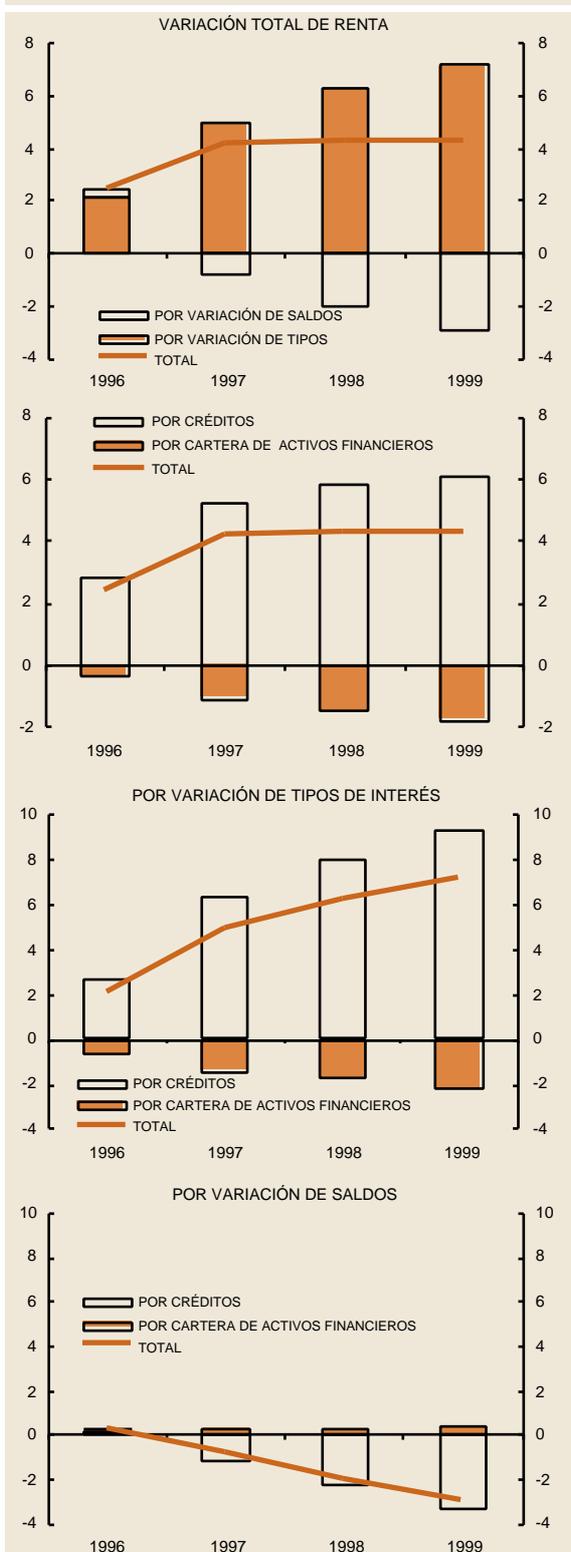
A diferencia de las familias, las empresas no financieras tienen una posición financiera frente a las instituciones de crédito fuertemente deudora en términos netos. Por esta razón, los flujos netos de renta de las empresas no financieras derivadas de sus carteras de activos financieros y pasivos frente a las instituciones de crédito registraron una evolución muy diferente a la de las familias.

En 1999, las empresas no financieras obtuvieron unas rentas netas por intereses —en sus operaciones con las instituciones de crédito— que, comparadas con las que hubieran obtenido con los saldos y los tipos de interés vigentes en el cuarto trimestre de 1995, supusieron un aumento del 4,3 % de su excedente bruto de explotación (EBE) (véase gráfico 4). En concreto, en 1999 el efecto de la *variación de tipos de interés* sobre los niveles de finales de 1995 supuso unos menores pagos por intereses de los pasivos (unos mayores ingresos netos) del orden del 9,4 % del EBE. Como consecuencia de los crecientes niveles de endeudamiento asumidos desde 1995, el denominado efecto *por variación de saldos* ha sido creciente durante todo el período (en 1999 supuso un aumento de los pagos, respecto del escenario de refe-

(4) En concreto, parece razonable suponer que los hogares relativamente «más jóvenes» poseen una mayor propensión media a consumir sobre su renta disponible que aquellos «menos jóvenes», en la medida en que los primeros tienen que afrontar unos gastos de consumo de bienes duraderos y para la adquisición de vivienda relativamente mayores que estos últimos, y, para financiarlos, deben acudir significativamente al endeudamiento.

GRÁFICO 4

Variación anual de rentas por intereses procedentes de instituciones de crédito (a) (b) Empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

(a) Calculada con respecto a los saldos y tipos del cuarto trimestre de 1995.

(b) En porcentaje del Excedente Bruto de Explotación, EBE.

rencia de finales de 1995, equivalente al 3,3 % del EBE de 1999), aunque, como se ha señalado también en el caso de las familias, solo ha compensado parcialmente el efecto positivo sobre las rentas netas derivado de la *variación de los tipos de interés*.

Debe, sin embargo, llamarse la atención sobre el hecho de que las ganancias netas totales de renta derivadas de los créditos aumentaron considerablemente en 1997 y que, desde entonces, los incrementos sucesivos han sido de mucha menor cuantía, en la medida en que el denominado efecto *por variación de saldo* ha ido creciendo progresivamente. En este sentido, en el futuro inmediato cabría esperar que, debido a los aumentos que se vienen observando en los tipos de interés de los créditos desde mediados de 1999, el ahorro de rentas acumulado *por variación de tipos* desde 1995 debería disminuir. Igualmente, y siguiendo la tendencia observada, los efectos derivados de los elevados crecimientos de los saldos de crédito tendrían, como resultado previsible, un aumento de los pagos por la vía de la *variación de saldos*. La suma de ambos efectos debería tender a reducir de una forma significativa el ahorro empresarial por intereses pagados y, probablemente también, a reducir los incentivos a pedir prestado a tasas de crecimiento tan elevadas como las que se han venido observando, y que, entre 1995 y 1999, supusieron un aumento acumulado del endeudamiento bancario superior al 50 %.

5. CONSIDERACIONES FINALES

Los incentivos que introducen las variaciones de las condiciones financieras para gastar o ahorrar (el denominado *efecto sustitución*) siempre discurren en un sentido favorable para la transmisión de la política monetaria, en la medida en que tipos de interés más bajos, inducidos por una política monetaria expansiva, fomentan el gasto presente y desaniman el ahorro, y viceversa. Asimismo, el impacto de los tipos de interés sobre el precio de los activos financieros suele contribuir a la transmisión de los impulsos monetarios, puesto que tipos de interés más reducidos aumentan el atractivo de la renta fija y variable, con lo que los precios de estos activos y el valor de la riqueza financiera de los agentes se incrementan (lo que representa el llamado *efecto riqueza*). Las variaciones de los tipos de interés también afectan a las rentas que los agentes obtienen y pagan por sus activos financieros y pasivos. Sin embargo, en este caso, no es posible establecer *a priori* si el impacto de esos cambios favorece la transmisión de la política monetaria, pues esto depende, entre otros factores, del saldo finan-

ciero inicial de cada agente. En este artículo se ha evaluado este último tipo de efectos y su contribución a la transmisión de la política monetaria.

El proceso de descenso de los tipos de interés que comenzó en la mayor parte de los instrumentos financieros en la segunda parte del año 1995, y que se extendió hasta mediados de 1999, ha tenido efectos importantes sobre la estructura de los flujos intersectoriales de rentas por intereses. En el conjunto del período 1996-1999, los sectores que presentan una posición de endeudamiento neto, como las empresas no financieras, se han visto claramente beneficiados por el curso de los tipos de interés, experimentando descensos intensos en el volumen total de rentas netas pagadas, a pesar, incluso, del fuerte aumento de los niveles de endeudamiento que han ido asumiendo. Los sectores con una posición financiera acreedora —como las familias y las instituciones de crédito— han sido la contrapartida de aquellos, y sus rentas totales por intereses han registrado descensos considerables.

En el caso de las empresas no financieras, la evolución de los tipos de interés ha generado unos flujos de rentas con un efecto expansivo muy relevante, puesto que los menores costes financieros netos han permitido desarrollar nuevos proyectos de inversión productiva y de inversión directa en el exterior, en un entorno en que el rendimiento de la actividad empresarial ha sido creciente. Por su parte, el ahorro de rentas pagadas por intereses que ha experimentado el sector de AAPP no ha tenido, por sí mismo, un efecto expansivo sobre la demanda, en la medida en que ese ahorro se ha destinado, principalmente, a la reducción del déficit público y no al aumento de otras partidas de gasto. Además, de manera indirecta, esta utilización conservadora de los menores pagos por intereses ha podido realimentar el proceso de saneamiento presupuestario, en la medida en que la reducción del déficit público ha aliviado la presión de las finanzas públicas sobre los mercados de capitales e incentivado la disminución de los tipos de interés a largo plazo.

Por último, son las familias las que han registrado una caída en sus rentas recibidas por intereses y, por tanto, las que han podido experimentar un *efecto renta* contractivo derivado del descenso de tipos de interés. A este respecto, hay que hacer algunas consideraciones. En primer lugar, en el caso de las familias, el *efecto composición* resulta muy relevante, puesto que las familias que poseen activos financieros pueden ser distintas y mantener un comportamiento muy diferente del de las familias que están endeudadas. Así, es razonable pensar que las familias con una posición financiera acreedora tienen una propensión media a consumir, sobre su renta bruta disponible, inferior a la de las familias más endeudadas, de forma que, aunque se haya reducido la renta por intereses del conjunto de las familias, es posible que el impacto de la caída de los tipos de interés sobre el gasto nominal no haya sido, en su conjunto, contractivo. En segundo lugar, en los últimos años las familias han invertido de modo muy significativo en activos financieros que no devengan intereses, como las acciones o las participaciones en fondos de inversión, pero que se han visto muy beneficiados por una fuerte revalorización, como consecuencia directa de los descensos de los tipos de interés. Es difícil cuantificar el impacto expansivo del aumento de la riqueza financiera sobre las decisiones de gasto, pero en cualquier caso ha tenido que compensar, al menos parcialmente, el efecto derivado de las menores rentas por intereses. Finalmente, los menores ingresos por intereses recibidos por las familias se han generado en un período en el que otras rentas mucho más significativas, como las procedentes del trabajo, se han expandido notablemente como consecuencia del fuerte crecimiento del empleo y de la menor presión fiscal. En este sentido, parece razonable confiar en que el posible efecto contractivo sobre la demanda derivado de la menor renta disponible de las familias por la caída de los tipos de interés haya sido pequeño y, probablemente, más que compensado por los otros efectos favorables antes mencionados, en vista del dinamismo observado en el consumo en todos estos años.

24.2.2000.

La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros

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

1. INTRODUCCIÓN

La nueva regulación tributaria promulgada a finales de 1998 (ver anejo legislativo) ha transformado profundamente la fiscalidad y el régimen de retenciones de los instrumentos financieros (1) para el conjunto de las inversiones financieras realizadas a partir de 1999. Además, la reciente normativa fiscal introducida a finales de 1999 ha vuelto a reformar ciertos aspectos de la fiscalidad y, en mayor medida, del régimen de retenciones de los instrumentos financieros para las inversiones realizadas a partir del 2000.

En particular, la nueva legislación del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), el impuesto sobre la renta de no residentes y el nuevo régimen de retenciones han modificado en gran medida la fiscalidad del ahorro financiero, tanto para inversores individuales como para los inversores societarios (o colectivos) residentes, así como para los inversores no residentes. Tradicionalmente, en España, las modificaciones en la fiscalidad han tenido efectos relevantes sobre los desarrollos en los mercados e instituciones financieras, como el caso de las letras de cambio negociables, pagarés de empresa y, posteriormente, del Tesoro, activos financieros con retención en origen o AFROS, deuda especial e, incluso, participaciones de fondos de inversión [ver García-Vaquero (1995)].

Algunas de las consecuencias más evidentes de la nueva fiscalidad son los cambios en las demandas de los inversores financieros y, por tanto, en los flujos financieros de los agentes inversores, así como los cambios en el desarrollo de los mercados financieros españoles. Otros efectos, aunque menos evidentes, son que este cambio en la tributación del ahorro fi-

(1) En este artículo se utilizará el concepto «instrumento financiero» en la medida en que esta denominación es la más amplia para designar todo tipo de inversión financiera, tanto para familias como para empresas; es decir, desde las cuentas bancarias hasta los planes de pensiones, pasando por las opciones de acciones. En todo caso, como el análisis en este artículo se centrará preferentemente en el estudio de la inversión financiera se denominará también a los instrumentos financieros como activos financieros entendidos en un sentido amplio, que pueden generar rendimientos de capital mobiliario, variaciones de patrimonio o rentas del trabajo (planes de pensiones, opciones de acciones). Por tanto, la denominación «activo financiero» utilizada aquí no se corresponde con la definición tributaria establecida en la regulación fiscal. Asimismo, el concepto «rentas de capital» se referirá a *todos* los rendimientos percibidos por los instrumentos financieros.

nanciero, sobre todo incorporando las novedades más recientes sobre el régimen de retenciones, ha impulsado una mayor neutralidad fiscal entre los instrumentos financieros [ver González-Páramo (1999), Domínguez (1999) o Vaquero (1999)], y ha contribuido a reducir la carga fiscal del conjunto de las rentas procedentes de instrumentos financieros, entendidas en un sentido amplio (2) (en adelante, RIF).

Este artículo ofrece un primer análisis de la dirección e intensidad de los cambios en la tributación de los instrumentos financieros, así como de sus efectos sobre el desarrollo de los mercados financieros españoles y sobre la evolución y la composición del ahorro financiero del público (3), preferentemente de las familias. Para ello, en el segundo epígrafe se comentan las novedades y la nueva situación tributaria de los instrumentos financieros. En el tercero se exponen los principales cambios observados en la estructura de ahorro del público y los desarrollos más recientes de los mercados de valores españoles. En el último epígrafe se resumen las conclusiones y valoraciones de la reforma impositiva.

2. NOVEDADES EN LA TRIBUTACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Aunque el análisis que se va a realizar en este artículo está preferentemente dirigido a la nueva tributación de las familias, no se puede soslayar el análisis de la fiscalidad societaria, ya que una parte cada vez más importante de las inversiones de las familias se realiza a través de inversores institucionales que tributan mediante el impuesto de sociedades (IS). Aunque no se pretende hacer un estudio exhaustivo de este impuesto, sí se va a analizar el régimen de retenciones de los inversores institucionales. Asimismo, este artículo se centrará en la tributación de la inversión residente.

En cuanto a la fiscalidad de los instrumentos financieros, las principales novedades introducidas en la ley y el reglamento del IRPF y en sus reformas y desarrollos posteriores a lo largo de 1998 y 1999 pueden resumirse como sigue.

(2) Las *rentas procedentes de instrumentos financieros* (en adelante, RIF) incluyen todos los rendimientos y plusvalías que se obtienen de los activos financieros en poder del público. Fiscalmente, estas rentas pueden tener la consideración de rendimientos de capital mobiliario (RCM), de ganancias y pérdidas de patrimonio (GyP) y de rendimientos del trabajo (RT), estas últimas como resultado de inversiones en planes de pensiones o, más recientemente, en opciones de acciones.

(3) Que comprende familias y empresas.

En primer lugar, se reducen los tipos de gravamen marginales, de forma que el tipo máximo disminuye desde el 56 % al 48 % y el mínimo del 23 % al 18 %. Asimismo, se reduce el número de tramos de 10 a 6. A ello habría que unir la no-obligación de declaración en el caso de obtener rentas inferiores a 3,5 millones de pesetas, siempre que las rentas del capital sometidas a retención sean inferiores a 250.000 PTA.

Se suprime, asimismo, el concepto de renta (y base imponible) regular y renta irregular, para introducir un nuevo concepto muy distinto que es la *renta* (o base imponible) *general* y la *renta especial* (ver cuadro 1). En efecto, mientras que la renta regular e irregular se diferenciaban por el plazo de generación del rendimiento o plusvalía (menos o más de un año de plazo, respectivamente), en la renta especial solo se recogen las *ganancias y pérdidas patrimoniales* (en adelante, GyP) a más de dos años. La renta general, por su parte, incorpora todos los demás ingresos y plusvalías (y, por tanto, incluye las GyP a corto plazo). La primera consecuencia de ello es que, a partir de 1999, desaparece la distinción entre tipos medios y tipos marginales para la tributación de rentas. Ahora, todas las rentas generales tributan al tipo marginal (en el caso de las generadas a más de dos años se aplican coeficientes reductores), mientras que las rentas especiales tributan a un tipo fijo del 20 %. La segunda consecuencia es que, en términos tributarios, el *corto plazo* aumenta a los dos años, frente al plazo de un año que se consideraba antes de 1999.

En el nuevo marco se flexibiliza la posibilidad de integrar y compensar en la renta general los *rendimientos de capital mobiliario* (en adelante, RCM) negativos con otras rentas generales [por ejemplo, *rendimientos del trabajo* (en adelante, RT) positivos], si bien con un límite anual del 10 % de la base imponible general. No obstante, se mantiene la imposibilidad de compensación de rentas entre bases imponibles generales y especiales, por lo que, paradójicamente, se sigue sin poder compensar GyP a corto plazo con GyP a largo plazo.

Aunque, en principio, la ley del IRPF eliminó el concepto de *activos financieros con rendimientos implícitos* (AFRI) y *explícitos* (AFRE), el reglamento del IRPF y la normativa de retenciones retoman los conceptos anteriores, pero modifican sensiblemente el baremo o referencia para la calificación de activos, en coherencia con la evolución de los tipos de interés. En efecto, mientras que antes se restaban dos puntos porcentuales al tipo de interés de referencia para determinar si un activo financiero era implícito, en la actualidad el nivel de refe-

CUADRO 1

Fiscalidad de las rentas procedentes de los instrumentos financieros. Tipos de gravamen

Tipos de rentas	Antes de 1999			A partir de 1999	
	Renta regular menos de un año	Renta irregular		Corto plazo Menos de dos años	Largo plazo Más de dos años
		Entre uno y dos años	Más de dos años		
RCM		Tipo medio			Tipo marginal con reducción del 30 % (a)
GyP	Tipo marginal	Tipo medio	20 %+ (b)	Tipo marginal	20 %
RT (planes de pensiones)		Tipo medio			Tipo marginal con reducción del 40 %

Fuente: Elaboración propia.

(a) En el caso de contratos de seguros, las reducciones pueden alcanzar el 60% y el 70 % si el período de inversión supera los cinco y ocho años, respectivamente.

(b) 20 %+: con coeficientes monetarios, mínimo exento 200.000 PTA y exención de GyP derivadas de transmisiones menores de 500.000PTA, excepto para instituciones de inversión colectiva.

Nota: RCM: rendimientos de capital mobiliario. GyP: ganancias y pérdidas patrimoniales, antes también denominados incrementos y disminuciones de patrimonio. RT: rendimientos del trabajo.

■ Renta general. □ Renta especial.

rencia es el 80 % del tipo de interés de la deuda pública de referencia.

A partir de 1999, se aumenta el número de instrumentos que generan RCM, en un intento de aumentar la neutralidad fiscal entre instrumentos financieros. En particular, todos los pasivos bancarios, todos los valores de renta fija (ya sean públicos o privados), así como todos los contratos de seguros de vida o jubilación, pasan a considerarse instrumentos generadores exclusivamente de RCM. De este modo, los instrumentos que se mantienen como generadores de GyP son las *acciones y las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva* (en adelante, IIC) y los derivados financieros, menos las opciones de acciones que pasan a tener un rendimiento mixto.

En este sentido, la fiscalidad de los RCM se modifica en dos direcciones. Como se observa en el cuadro 1, a partir de 1999 todos los RCM tributan al tipo marginal. Además, estos RCM se pueden beneficiar de una serie de coeficientes de reducción en función del número de años de generación: un 30 % de reducción para los RCM generados en más de dos años. Para el caso de los seguros de vida (rescatados en forma de capital), la reducción puede ascender al 60 % y al 70 % si el período de generación es superior a cinco y a ocho años, respectivamente. Este último porcentaje podrá ser aplicado para los contratos de seguros en forma de renta si el período de generación es de doce años. A ello se debe unir que, a partir de agosto de

1999 (4), y más concretamente a partir del 2000, de acuerdo con la ley de acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado del 2000, se ha establecido que los denominados *unit-linked* (5) que cumplan determinados requisitos serán considerarlos como seguros de vida y, por tanto, les serán aplicables los coeficientes reductores anteriores. Esta circunstancia hace de los *unit-linked* unos activos financieros muy atractivos por su flexibilidad y fiscalidad a medio y largo plazo.

El tratamiento de las GyP sufre también unas importantes modificaciones, perdiendo en cierto modo algunas de las ventajas fiscales que ostentaban con la normativa anterior. En particular: desaparecen los coeficientes de ac-

(4) Hay que recordar que, con anterioridad a la contestación de la Dirección General de Tributos de 30 de julio de 1999, existía una elevada incertidumbre sobre la tributación de este instrumento financiero.

(5) Se puede definir un *unit-linked* como aquel seguro de vida en el que el tomador (inversor) decide los activos en los que desea que se inviertan las provisiones matemáticas de su seguro, dentro de aquellos activos (fondos o cestas de activos) que le son ofrecidos por la entidad aseguradora de la póliza. De este modo, el inversor asume el riesgo de inversión, de forma que la entidad de seguros no tiene que establecer un interés técnico garantizado. Por todo ello, los denominados *unit-linked* son activos financieros híbridos, ya que, a pesar de tener la forma jurídico-fiscal de un seguro de vida, desde el punto de vista financiero se trata de un «fondo paraguas», ya que el inversor (el tomador del seguro) puede elegir el destino de su inversión entre varios fondos o cestas de fondos, de forma que puede cambiar su elección sucesivas veces.

CUADRO 2

Régimen de retenciones a cuenta de instrumentos financieros

Tipos de activo	Hecho imponible	Renta generada	Retención a cuenta			
			Antes de 1999	1999	2000	
AFRI	Transmisión y amortización	RCM	25 %	18 %		
	Cupón e intereses	RCM		18 %		
AFRE	Transmisión, reembolso y amortización	IIC	—	20 %		
		GyP	Acciones	—		
	GyP	Seguros y renta fija	—	25 % (a)	18 %	
	Intereses y dividendos	RCM	Intereses	25 %	18 %	
			Dividendos	25 %	18 %	

Fuente: Elaboración propia.

(a) A partir de 1999, tanto los seguros como la renta fija pasan a generar RCM y, por tanto, están sometidos a retención. Antes de 1999 se consideraban GyP y no se practicaba retención.

Nota: AFRI: activos financieros con rendimiento implícito. AFRE: activos financieros con rendimiento explícito. GyP: ganancias y pérdidas patrimoniales, denominadas también incrementos y disminuciones de patrimonio. RCM: rendimientos de capital mobiliario. IIC: instituciones de inversión colectiva.

tualización sobre el valor de adquisición (6) (coeficientes monetarios); se anula la aplicación del tipo impositivo 0 % para las primeras 200.000 PTA de GyP (mínimo exento); se elimina la no-sujeción de GyP que se originen por transmisiones inferiores a 500.000 PTA, aunque esta no-sujeción ya estaba exceptuada en las IIC desde 1997; las GyP entre uno y dos años tributan al tipo marginal en vez del al tipo medio, como ocurría con la normativa anterior; como se verá con detalle más adelante, las GyP obtenidas por IIC se someten a retención a cuenta; se introduce una nueva norma con el objeto de evitar las «aplicaciones para minusvalías» (7) que pretendan generar pérdidas de patrimonio ficticias. Esta norma también es aplicable a los RCM.

(6) Estos coeficientes fueron introducidos por el Real Decreto-Ley 7/1996 como compensación a la eliminación de los llamados coeficientes de abatimiento establecidos en la anterior Ley del IRPF de 1991. Los coeficientes de abatimiento, por su parte, consistían en la aplicación de porcentajes de reducción de la plusvalía generada en función del número de años de la inversión, de suerte que la totalidad de la plusvalía podía quedar desgravada.

(7) En el argot financiero se denominan «aplicaciones para minusvalías» aquellas ventas de algún activo financiero con pérdidas, y la compra simultánea (o en un breve espacio de tiempo) del mismo número de activos. Con esta operación se consiguen pérdidas de patrimonio y al mismo tiempo mantener un determinado activo en la cartera del inversor.

Respecto al régimen de retenciones del IRPF y del IS (ver cuadro 2), también se han producido importantes novedades en relación con los activos financieros.

Así, por un lado, se introduce una retención a cuenta del 20 % en todas las GyP derivadas de instituciones de inversión colectiva, aunque se precisa que el cálculo se debe ajustar, en su caso, con los coeficientes correctores aplicables, ya sean de abatimiento o monetarios.

Se reducen también las retenciones a cuenta de los RCM para captación de recursos ajenos (fundamentalmente, pagarés, valores de renta fija y depósitos bancarios) desde el 25 % al 18 %. En esta misma línea, a partir del año 2000 (8) se generaliza la reducción de las retenciones a cuenta a todos los RCM desde el 25 % al 18 %. Con ello, se consigue equiparar las retenciones de los dividendos y de las rentas de los seguros de vida y jubilación con el resto de los RCM, ya que durante 1999 aquellos RCM estuvieron sometidos al 25 %.

(8) Como establece el Real Decreto 1968/1999, de 23 de diciembre, para el IRPF (inversores individuales) y el Real Decreto 2060/1999, de 30 de diciembre, para el IS (inversores societarios).

Por otro lado, se exoneran de retención en el IS (aplicable, por tanto, a todas las instituciones financieras, incluidas las IIC) los RCM generados por valores que cumplan tres requisitos: que sean valores negociables de renta fija que se negocien en mercados secundarios oficiales de valores españoles, que se emitan a partir de 1999 y que estén representados por medio de anotaciones en cuenta. Con este nuevo régimen se consigue equiparar, en el ámbito de inversores institucionales, el régimen de retenciones entre la deuda pública y la privada, así como entre las letras del Tesoro y los pagarés de empresa.

La nueva normativa excluye de retención en el IRPF (fundamentalmente, a los inversores individuales) los RCM obtenidos en la *transmisión* por los AFRE (mayoritariamente, compraventa de bonos y obligaciones con cupón o tipo de interés explícito) que cumplan los tres requisitos anteriores establecidos para el IS.

Por último, desaparece la obligación de realizar ingresos a cuenta sobre los rendimientos explícitos cuya frecuencia de liquidación sea superior a un año.

3. PRIMEROS EFECTOS SOBRE EL AHORRO Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las reformas en la tributación y en el régimen de retenciones anteriormente descritas han modificado profundamente el panorama tributario de los instrumentos financieros (ver cuadro 3). Hay que recordar que, en España, tradicionalmente, los cambios de origen fiscal han tenido un impacto relevante en el desarrollo de los flujos y los mercados financieros, como fue el caso de las letras de cambio negociables, los pagarés del Tesoro, los activos financieros con rendimiento implícito (AFROS), la deuda especial y las participaciones en fondos de inversión. Del mismo modo, esta nueva fiscalidad está teniendo implicaciones relevantes en la composición del ahorro del público y en el desarrollo de los mercados de valores españoles.

Por lo que se refiere a la *composición de los activos financieros* y a la *evolución de los flujos financieros* de familias y empresas no financieras, a continuación se describen los primeros movimientos observados a lo largo de 1999, aunque conviene señalar desde el principio que es todavía pronto para conocer los efectos definitivos de las medidas tributarias, sobre todo en el caso de las introducidas a finales de 1999.

No obstante, con el ánimo de observar las diferencias y explicar mejor la evolución del pa-

sado año, es preciso conocer, aunque solo sea brevemente, las tendencias a medio y largo plazo en la composición de los activos financieros del público. En el período 1992-1999, el efectivo y depósitos bancarios (que incluye cesiones temporales) han disminuido su peso desde el 43 % en 1992 hasta el 31 % en 1999. No obstante, en este último año se aprecia una estabilización de su cuota, que es más evidente en las familias que en las empresas (ver gráfico 1 A). Por otro lado, las IIC han aumentado su peso desde el 5,5 % en 1992 hasta el 16,5 % en 1998, mientras que en 1999 han caído dos puntos porcentuales. Una primera reflexión que sugieren estos desarrollos es que, si bien las características financieras de ambos instrumentos son muy similares, sus componentes fiscales parecen explicar en gran medida su comportamiento, en cierto modo complementario. Hay que matizar, no obstante, que la sustituibilidad con los depósitos se produce solo con los FIAMM y los de renta fija puros.

Por otro lado, tanto los seguros como las inversiones en el exterior han incrementado de forma constante su participación en la riqueza financiera a lo largo de los ocho últimos años. Así, las familias han tenido un mayor protagonismo en el crecimiento de los contratos de seguros, que incluye los de vida, jubilación y planes de pensiones, mientras que las empresas no financieras han sido especialmente activas en la inversión de activos en el exterior. Del mismo modo, las acciones en poder del público han mostrado un perfil creciente durante todo este período, si bien han experimentado un movimiento de ida y vuelta, ya que, entre 1992 y 1995, la renta variable ha mantenido un perfil descendente y, desde 1996 hasta hoy, ha crecido de forma progresiva. Este último perfil ascendente ha sido especialmente acusado en el caso de las familias a lo largo de los cuatro últimos años, a raíz del proceso de privatizaciones y de alzas en los índices bursátiles.

Finalmente, las tenencias de valores de renta fija públicos y privados han sido en todo momento marginales a lo largo de los ocho últimos años, si bien se aprecia una tímida recuperación en 1999. Como se verá más adelante, el grueso de las tenencias de valores de renta fija se ha concentrado en las instituciones financieras, en particular entidades de crédito e IIC.

Centrándonos en el comportamiento más reciente durante el año pasado, el análisis de las cuentas financieras trimestrales confirma que a lo largo de 1999 las decisiones de inversión del público han seguido pautas de comportamiento distintas a las del período más largo analizado anteriormente. Si observamos la evolución de los flujos financieros trimestrales, se aprecia,

CUADRO 3

Fiscalidad de instrumentos financieros

	Antes de 1999	Después de 1999 y 2000
Depósitos bancarios	RCM, retención 25 %	RCM+, retención 18 %
Cuentas financieras con letras del Tesoro	RCM, no retención	RCM+, retención 18 %
Cuentas financieras con bonos y obligaciones	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión: GyP, no retención	Intereses y transmisión: RCM+, retención 18 %
Repo de letras del Tesoro	RCM, no retención	
Repo de bonos y obligaciones del Estado	GyP+, no retención	RCM+, no retención
Letras del Tesoro	12 meses: RCM regular, no retención 18 meses: RCM irregular, no retención	RCM+, no retención
Bonos y obligaciones del Estado	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión o amortización: GyP, no retención	Intereses: RCM, retención 18 % (a) Transmisión: RCM+, (a)(b) no retención
Renta fija privada	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión: GyP+, no retención	Intereses: RCM, retención 18 % (a) Transmisión y amortización: RCM, retención 18 % (b)
IIC	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión: GyP+, no retención	Intereses: RCM, retención 18 % Transmisión: GyP, retención 20 %
Seguros de vida	Aportación: 10 % deducción de la cuota IRPF Reembolso: GyP+, no retención	Reembolso: RCM++, retención 18 % (c)
Planes de pensiones	Aportación: desgravación de la base imponible con dos límites: 15 % de la base imponible y 1.000.000 de pesetas por titular/año Prestación: RT, retención según tarifa	Aportación: desgravación de la base imponible con dos límites: 20 % de la base imponible y 1.100.000 de pesetas por titular/año Prestación: RT+, retención según tarifa
Acciones	Dividendos: RCM con deducción de la cuota por doble imposición, retención 25 % Transmisión: GyP+	Dividendos: RCM con deducción de la cuota por doble imposición, retención 18 % (c) Transmisión: GyP

Fuente: Elaboración propia.

(a) Se exceptúa la retención a cuenta para los inversores colectivos (societarios) en el caso de valores negociados que cumplan tres requisitos: valores negociados en mercados secundarios regulares, representados en anotaciones en cuenta y emitidos a partir de 1999.

(b) Se exceptúa la retención a cuenta para los inversores individuales y colectivos en todas las *transmisiones* de valores que cumplan los tres requisitos de la nota anterior.

(c) Durante 1999, la retención a cuenta era del 25 %.

Nota: RCM: rendimiento de capital mobiliario. RCM+: RCM con reducción del 30 % si el período de inversión es de más de dos años. RCM++: RCM+ y con reducción del 60 % y del 70 % si el período de inversión supera los cinco y los ocho años. RT: rendimiento del trabajo con posibilidad de aplicación de tipo medio en el caso de renta irregular. RT+: rendimiento del trabajo con reducción del 40 % para rentas superiores a dos años. GyP: ganancias y pérdidas patrimoniales, antes denominados incrementos y disminuciones de patrimonio. GyP+: GyP con coeficientes monetarios y de abatimiento, mínimo exento 200.000 PTA y exención de las GyP derivadas de transmisiones menores de 500.000 PTA, excepto para instituciones de inversión colectiva.

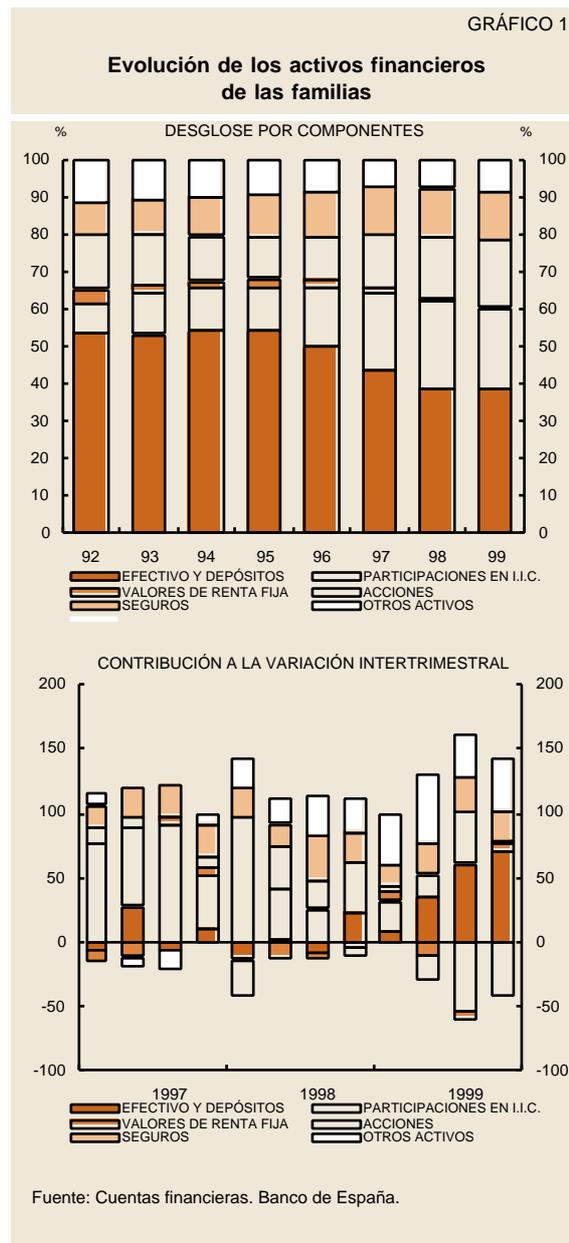
por un lado, un avance progresivo del *efectivo y depósitos bancarios* en todas sus modalidades, cuyo inicio hay que situarlo durante el cuarto trimestre de 1998. Como se ve en el gráfico 1 B, este avance ha sido más acusado en el caso de las familias que de las empresas no financieras; de hecho, durante 1999 el 37 % del flujo neto del público se ha concentrado en depósitos y efectivo, mientras que en el caso de las familias ha sido el 61 % de su flujo neto anual. Como se verá más adelante, este comportamiento no ha sido ajeno al cambio tributario introducido en 1999.

Por otro lado, las tenencias de IIC y, particularmente, de participaciones en fondos de inversión han disminuido en las carteras del público, lo que ha supuesto la ruptura de la tendencia ascendente consolidada a lo largo de los ocho últimos años. Al igual que en el caso anterior, las familias han reducido en mayor medida sus tenencias de estos activos (cerca de un -5 % del flujo total en 1999), por lo que, por primera vez en los ocho últimos años, el saldo de las IIC ha caído más de dos puntos porcentuales en el conjunto de la riqueza financiera de las familias. Además, como se observa en el gráfico 1 B, el grueso de los descensos se ha materializado en el segundo semestre de 1999, y las primeras estimaciones apuntan que esta tendencia podría continuar a lo largo de 2000.

Las inversiones en el exterior (con un 32 % del flujo neto total) y, en menor medida, los seguros (casi un 8 %) han sido las otras partidas más relevantes en los flujos financieros del público. En el caso de las familias, los seguros, que incluyen tanto los contratos de vida, jubilación y *unit-linked* como los planes de pensiones, han sido los instrumentos financieros que más han crecido en 1999 después de los depósitos bancarios.

Finalmente, las acciones avanzan moderadamente entre las nuevas aportaciones de activos del público, mientras que las tenencias de valores de renta fija pública y privada continúan siendo marginales. No obstante, hay que matizar que las familias siguen aumentando, aunque más moderadamente que años anteriores (casi el 3 % del flujo total), sus inversiones en renta variable en términos netos.

Un análisis global de la evolución de los instrumentos financieros en 1999 parece señalar un cierto desplazamiento desde las IIC hacia los depósitos bancarios, particularmente hacia los depósitos a plazo. En efecto, los fondos de inversión comienzan a descender a mediados de 1999, al tiempo que los depósitos bancarios inician un crecimiento a tasas más elevadas

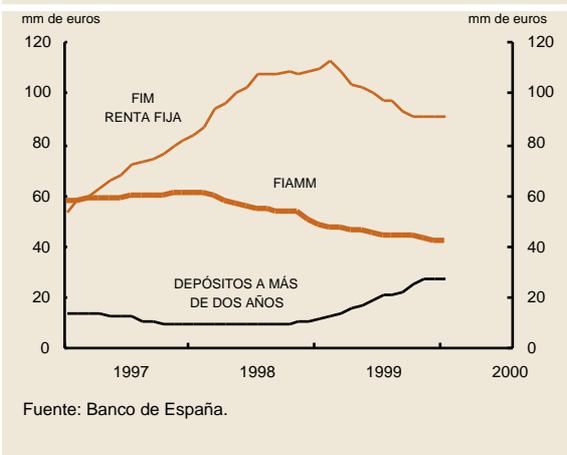


que en trimestres anteriores. Es particularmente llamativo el comportamiento de los depósitos a plazo frente a sus competidores más próximos: los FIAMM (o fondos monetarios) y los fondos de renta fija puros. En el gráfico 2 se aprecia cómo los depósitos a plazo a más de dos años experimentan un avance muy importante desde finales de 1998, mientras que los FIM de renta fija pura y los FIAMM inician un descenso acusado también en los últimos meses de 1998.

Ciertamente, la evolución de los tipos de interés puede ser una explicación de parte de dicho desplazamiento, ya que, ante expectativas alcistas de los tipos de interés a largo plazo y a corto plazo por entonces existentes, sería rentable deshacer fondos de inversión a largo pla-

GRÁFICO 2

Comparación entre fondos y depósitos a plazo



zo y sustituirlos por depósitos (que tiene un tipo de interés asegurado) o por FIAMM (que siguen la evolución de los tipos a corto). Sin embargo, los FIAMM han descendido de forma acusada a lo largo de 1999, al igual que lo han hecho los FIM de renta fija puros, y, teniendo en cuenta que casi la mitad de estos últimos tiene una vocación de corto plazo (9), este argumento no es capaz de explicar por sí solo este comportamiento. Para explicarlo puede ser preciso mencionar el componente fiscal diferencial introducido a partir de 1999. En efecto: los inversores individuales pueden beneficiarse desde esta fecha de una reducción del 30 % del RCM generado por los depósitos a plazo a más de dos años. Asimismo, la retención a cuenta descendió desde el 25 % al 18 %, mientras que las GyP de los fondos de inversión pierden una serie de coeficientes monetarios reductores y se les somete, a partir de febrero de 1999, a una retención a cuenta del 20 % de las GyP, cualquiera que fuera el plazo de generación. De hecho, el despegue de la comercialización de los depósitos a plazo por parte de bancos y cajas de ahorros en los últimos meses de 1998 (conocidas ya las líneas maestras de la reforma del IRPF) apunta a que los argumentos fiscales han sido muy relevantes en la distribución de estos productos entre la clientela bancaria. Más aún, la innovación financiera está generando productos bancarios vinculados a índices u otras referencias, de manera que el inversor puede obtener un cierto diferencial sobre los tipos de interés asegurados; y, si bien durante 1999 estos últimos tenían una reten-

(9) En Ayuso, Blanco y Sanchís (1998) se constata que casi el 50 % del patrimonio de los FIM de renta fija puros tenía en 1998 volatilidades inferiores a las de los tipos de interés de los depósitos a un año; y el 30 %, inferiores a las de los de seis meses.

ción a cuenta del 25 %, a partir de 2000 esta se iguala al resto de los RCM: el 18 %.

Lógicamente, este régimen fiscal desincentiva en términos relativos la inversión en IIC a favor de la inversión en depósitos a plazo superior a dos años, cuyo atractivo es tanto más acusado cuanto menor sea el tipo marginal del inversor-contribuyente. De hecho, a partir de 1999 a aquellos contribuyentes con tipos de gravamen inferiores al 28,5 % les será menos oneroso fiscalmente la inversión en este tipo de depósitos que en fondos con vocación monetaria, siempre que dejemos al margen la distinta liquidez de ambos instrumentos (10).

Del mismo modo, parece difícil obviar el tema fiscal al analizar las causas que han impulsado a los seguros en el conjunto del año 1999. Así, el fuerte crecimiento de estos instrumentos, en particular las elevadas tasas de crecimiento de los planes de pensiones y de los *unit-linked*, no puede justificarse sin acudir a los aspectos fiscales. En este sentido, los planes de pensiones se han situado, probablemente, como una de las mejores opciones de inversión a medio plazo (entre dos y ocho años), que resulta tanto más atractiva cuanto mayor sea el nivel de renta del inversor. Simultáneamente, los *unit-linked* configuran uno de los instrumentos con fiscalidad global más baja para inversiones a largo plazo (en concreto, con plazos superiores a ocho años) y con una gran flexibilidad inversora. De hecho, el inversor (tomador del seguro) de un *unit-linked* tiene mayor flexibilidad que en los fondos de inversión, ya que puede cambiar de vocación entre varios fondos sin tener por ello implicaciones fiscales y, al mismo tiempo, puede tributar a medio y largo plazo de una forma menos onerosa.

A su vez, el considerable aumento en las carteras de las entidades de crédito y, en mayor medida, de las IIC de los valores de renta fija privada (ver cuadro 4), rompiendo así un largo perfil de inversiones muy reducidas en dichos instrumentos, también puede haber venido influido por el nuevo tratamiento fiscal y la equiparación del régimen de retenciones con los valores públicos.

Los cambios en la fiscalidad y en el régimen de retenciones de los instrumentos financieros han tenido, por todo lo anterior, consecuencias no despreciables sobre la evolución de los *mercados financieros españoles*. A continuación se

(10) En efecto, si por *liquidez* entendemos la posibilidad de convertir una determinada inversión o activo en dinero sin pérdidas de capital, los depósitos a plazo todavía continúan teniendo alguna desventaja comparativa frente a las IIC.

CUADRO 4

Mercado primario de valores negociables

Millones de euros

	1997 anual	1998 anual	1999				1999 anual
			I TR	II TR	III TR	IV TR	
EMISIONES NETAS	23.346	18.770	11.171	5.112	17.333	19.079	52.696
Estado (letras, bonos y obligaciones)	15.532	5.494	3.714	808	937	8.521	13.979
Entidades de crédito	2.903	6.367	4.538	2.982	6.668	9.358	23.546
Renta fija a corto plazo	-191	186	1.863	1.701	4.183	5.981	13.729
Renta fija a medio y largo plazo	2.886	1.313	2.581	1.168	1.886	3.313	8.950
Renta variable	208	4.869	94	112	598	64	868
Empresas no financieras	-850	7.560	2.905	2.015	10.104	1.586	16.609
Renta fija	-1.578	3.475	2.322	1.046	4.114	652	8.133
<i>Pagarés de empresa</i>	-35	328	680	-269	288	420	1.119
<i>Fondos de titulización</i>	144	3.282	1.510	1.122	2.257	199	5.088
<i>Valores a medio y largo plazo</i>	-1.688	-135	133	192	1.569	33	1.927
Renta variable (cotizadas y no cotizadas)	729	4.085	583	969	5.990	934	8.475
No residentes (a)	5.761	-651	15	-692	-376	-386	-1.439
PRO MEMORIA:							
Colocaciones de renta fija privada	-884	8.204					22.555
En poder de entidades de crédito	-305	6.196					8.605
<i>A corto plazo</i>	-781	13					2.380
<i>A medio y largo plazo</i>	-202	6.196					6.225
En poder de instituciones de inversión colectiva	-579	2.008					13.950
<i>A corto plazo</i>	476	1.252					12.540
<i>A medio y largo plazo</i>	67	756					1.410

Fuente: Banco de España.

(a) Bonos matador.

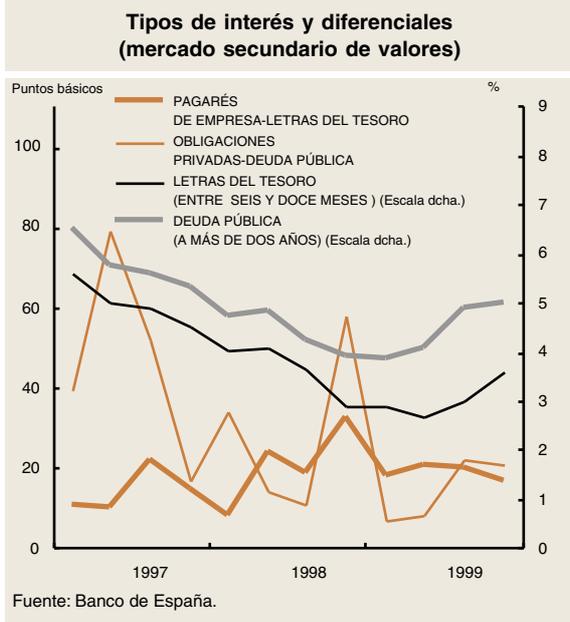
destacan los principales efectos observados a lo largo de 1999.

En primer lugar, se ha producido una expansión espectacular de los mercados de valores privados. Especialmente destacable resulta la evolución de los mercados de valores de renta fija privada, donde el avance de la actividad del mercado primario ha sido mucho más acusada que la del mercado secundario. Además, el comportamiento expansivo de las emisiones se ha concentrado especialmente en el segmento de corto plazo, donde los pagarés de entidades de crédito han tenido un protagonismo sin precedentes. Estas cifras son particularmente relevantes en los mercados de renta fija, en tanto en cuanto la actividad a lo largo de los últimos años, aunque ha avanzado lentamente, ha sido muy escasa; en segundo lugar, pero relacionado con lo anterior, se ha producido un aumento de las carteras de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, en el activo de las entidades de crédito, de las IIC y de las empresas de seguros. Como ya se ha comentado anteriormente, el aumento más significativo de las colocaciones se ha registrado en las IIC y, en particular,

en los pagarés de empresa y de entidades de crédito. Por último, se observa una reducción de los diferenciales de tipos de interés entre los valores públicos y privados (ver gráfico 3). Este fenómeno es más evidente entre los bonos del Estado y obligaciones privadas que entre los pagarés y las letras del Tesoro.

Como se aprecia en el cuadro 4, el conjunto de los *mercados primarios* de valores han experimentado un crecimiento apreciable a lo largo de 1999 (+180 % respecto del año anterior), después de un cierto bache en sus volúmenes de emisión durante 1998 (-20 % respecto de 1997). Si bien las emisiones de renta variable han continuado su perfil creciente, especialmente en el caso de las acciones cotizadas, lo más destacable del año 1999 ha sido el fortísimo impulso de las emisiones de renta fija privada. Además, aunque este perfil creciente lleva manifestándose dos años consecutivos, el aspecto diferenciador de 1999 es que el aumento se ha producido en casi todos los emisores, salvo en los no residentes (los bonos matador), y en todos los plazos. Así, las entidades de crédito han emitido más de 22.600 millones de eu-

GRÁFICO 3



ros, lo que supone multiplicar por 14 las cifras de 1998, mientras que las empresas no financieras han multiplicado sus cifras por 2,3.

Por plazos, el aspecto más relevante es que las emisiones a corto plazo (en particular, pagarés a menos de doce meses) han sido los verdaderos protagonistas de 1999. En efecto, lo más relevante de las emisiones de valores a corto plazo ha sido que han superado ampliamente las emisiones de acciones y el volumen neto emitido de deuda pública a corto y largo plazo. El hecho de que el conjunto de pagarés se haya multiplicado por 28 respecto del año pasado no es destacable, en la medida en que partían de un nivel muy reducido. Respecto a los pagarés de entidades de crédito, el auge ha sido espectacular, ya que los volúmenes emitidos durante 1999 (13.700 mm de euros) han superado ampliamente a las emisiones de acciones y han sido muy semejantes a la emisión neta del conjunto de la deuda del Estado (13.900 mm de euros).

Del mismo modo, los *mercados secundarios* de valores también han tenido una actividad creciente durante 1999 respecto del año anterior (ver cuadro 5), aunque a una tasa más moderada (+4 %). Al igual que en el caso de las emisiones, los valores de renta fija privada han sido los que mayor tasa de crecimiento han registrado respecto al año anterior, si bien hay que matizar que el mercado secundario partía de cifras muy escasas.

Por plazos, aunque el mayor volumen de contratación lo siguen ostentando las obligaciones y bonos, los pagarés de empresa han re-

gistrado en 1999 un avance desconocido en los últimos años, de forma que su negociación ha supuesto casi el 30 % del conjunto del mercado AIAF. Hay que recordar que estos activos se negocian exclusivamente en el mercado AIAF, mientras que los valores a medio y largo plazo también contratan en las bolsas.

Los motivos de este espectacular auge de la renta fija privada, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, hay que buscarlos, probablemente, en un conjunto de factores entre los que las modificaciones tributarias han desempeñado un papel muy relevante. Así, la consideración de RCM para cualquier renta o plusvalía procedente de captación de recursos ajenos, la no-sujeción al ingreso a cuenta en los AFRI superiores a un año (pagarés a dieciocho meses o bonos cupón-cero) y, en mayor medida, la equiparación en el régimen de retenciones entre los valores públicos y privados en el ámbito societario han sido elementos decisivos para que las instituciones financieras en su conjunto se decidan a adquirir e intermediar valores privados del mismo modo que lo han hecho en el pasado con los valores públicos.

Esta equiparación es especialmente relevante en el segmento de corto plazo, donde, por primera vez, los pagarés de empresa y de entidades de crédito son perfectamente sustitutivos en términos fiscales, de forma que ha desaparecido la prima por el coste financiero de la retención fiscal (prima fiscal). Esta equiparación ha tenido su repercusión entre el conjunto de entidades financieras, ya que, como se aprecia en el cuadro 5, tanto las IIC como las entidades de crédito han aumentado sensiblemente sus carteras de valores de renta fija privada.

El aspecto fiscal, sin embargo, no agota todos los motivos que han impulsado la fuerte emisión de valores de renta fija y su colocación entre instituciones financieras, preferentemente entre bancos y cajas de ahorros. Así, la relativa escasez de colateral de las entidades de crédito españolas para las operaciones de financiación principal del Eurosistema ha contribuido a que estas, y de forma más acusada a los bancos, incentiven a sus clientes a que inicien programas de emisión tanto de empréstitos como de pagarés, con el ánimo de que en el caso de mantenerlos en cartera pudieran ser utilizables como colateral o pignorados en las operaciones de intervención monetaria.

Del mismo modo, aunque este no es un argumento diferencial correspondiente al año pasado, el auge en el proceso de titulización de activos hipotecarios y no hipotecarios está llevando a las entidades de crédito y otros emisores a expandir las emisiones de renta fija priva-

CUADRO 5

Mercados secundarios de valores. Operaciones al contado

Miles de millones de euros

	1997 anual	1998 anual	1999				1999 anual
			I TR	II TR	III TR	IV TR	
NEGOCIACIÓN TOTAL (a)	2.348,8	2.668,7	744,9	817,0	619,3	590,3	2.771,5
Mercado de deuda pública en anotaciones	2.110,2	2.311,2	645,3	710,1	520,8	472,3	2.348,6
Valores del Estado	2.110,2	2.311,2	645,3	710,1	520,8	472,3	2.348,6
<i>A corto plazo</i>	186,5	100,3	22,8	18,2	23,4	14,4	78,7
<i>A medio y largo plazo</i>	1.923,7	2.210,9	622,6	691,9	497,4	458,0	2.269,8
Bolsas	217,5	314,4	80,7	89,7	74,2	92,1	336,7
Renta fija	54,2	53,1	10,6	11,1	10,8	12,3	44,7
<i>Valores públicos</i>	51,9	52,4	10,0	10,6	10,4	12,0	43,0
<i>Obligaciones privadas</i>	2,3	0,8	0,5	0,6	0,4	0,2	1,7
Renta variable	163,3	261,3	70,1	78,6	63,4	79,8	292,0
Mercado AIAF de renta fija	21,2	43,1	18,9	17,2	24,3	25,9	86,3
Pagarés de empresa	4,4	7,9	2,9	3,6	8,5	10,4	25,3
Obligaciones	16,7	35,2	16,1	13,6	15,8	15,5	61,0
PRO MEMORIA:							
Valores de renta fija privada	75,4	96,3	29,5	28,3	35,1	38,1	131,0
<i>A medio y largo plazo</i>	70,9	88,3	26,6	24,7	26,6	27,7	105,7
<i>A corto plazo</i>	4,4	7,9	2,9	3,6	8,5	10,4	25,3

Fuente: Banco de España.

(a) Operaciones simples al contado.

da. En el caso de las entidades de crédito, aunque pueden hacerlo a través de las cédulas hipotecarias, son los fondos de titulización los que proceden a titularizar mayoritariamente los activos hipotecarios. Es evidente que el argumento del colateral, unido a un cierto arbitraje regulatorio, contribuye a que los bancos y cajas estén interesados en expandir este tipo de instrumentos.

En resumen, todo ello pone de manifiesto la necesidad de disponer de más información para poder discriminar qué elementos y con qué intensidad han sido los motores de este fenómeno.

4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Los cambios fiscales introducidos en 1998 y 1999 han modificado profundamente la tributación de los instrumentos financieros, lo que, a su vez, ha tenido consecuencias sobre la evolución del conjunto de los mercados financieros españoles y sobre la composición del ahorro y la dirección de los flujos financieros. Una primera evaluación de estos cambios en la fiscalidad parece indicar que, en esta ocasión, se han cumplido algunos de los objetivos que el legislador se había propuesto con la reforma: contri-

buir a equiparar la fiscalidad entre los activos públicos (que tradicionalmente mantenían ciertas ventajas fiscales) y privados; reducir las diferencias tributarias entre instrumentos que generan *rendimientos de capital mobiliario* (RCM) y activos que generan *ganancias y pérdidas patrimoniales* (GyP); e impulsar el ahorro previsión a medio y largo plazo, ya sea en forma de seguros de vida o de planes de pensiones.

Los primeros resultados observados en la evolución de 1999 apuntan que el cambio tributario ha contribuido a impulsar desde los últimos meses de 1998 (cuando ya se conocían los aspectos básicos de la reforma fiscal) el conjunto de los depósitos bancarios en poder de las familias, lo que es coherente con la reforma del IRPF. Especialmente destacable ha sido la expansión de los depósitos a plazo y, dentro de ellos, los contratados a plazos superiores a dos años, con el ánimo de beneficiarse del tratamiento menos oneroso que contempla la nueva regulación.

Por el contrario, y muy relacionado con el fenómeno anterior, el público, y en mayor medida las familias, han reducido por primera vez sus aportaciones netas a IIC, con más intensidad en aquellos fondos de inversión con vocación más afín a los depósitos bancarios, como son

los FIAMM y los FIM de renta fija puros. En este último caso, hay que, aclarar que, aunque la evolución de los tipos de interés no les ha sido muy favorable, una parte muy importante de estos fondos tiene una vocación (medida por su duración de la cartera) a corto plazo. Este comportamiento es especialmente llamativo, teniendo en cuenta que las aportaciones a IIC en los pasados tres años han supuesto el grueso del nuevo ahorro de las familias. En resumen, a lo largo de 1999 parece haberse producido un trasvase de las tenencias colectivas por parte de las familias hacia depósitos bancarios, y particularmente a los depósitos a plazo.

El cambio tributario también parece haber incidido en la mayor expansión del conjunto de los seguros, ya que se aprecian tasas de crecimientos más elevadas que en años anteriores. Este es el caso de los planes de pensiones y, de forma mucho más acusada, de los seguros de vida. Respecto a estos últimos, se aprecia una notable expansión de los *unit-linked*, que ha estado concentrada en el último cuatrimestre de 1999. La aclaración de su calificación tributaria por parte de la Dirección General de Seguros a finales de julio ha sido decisiva para el despegue de esta modalidad de inversión. De hecho, este producto híbrido resulta en la actualidad muy competitivo, ya que, en términos financieros, tiene la misma flexibilidad que un fondo «paraguas», en donde el inversor puede cambiar sucesivamente entre varios fondos con distinta vocación. A su vez, en términos fiscales se considera como un seguro de vida, por lo que su tributación a largo plazo es muy moderada en relación con otras inversiones alternativas.

En relación con el desarrollo de los mercados financieros españoles, los cambios en la fiscalidad y en las retenciones parecen haber tenido también efectos significativos.

En particular, los mercados de renta fija se han expandido de forma espectacular, si bien hay que tener en cuenta que partían de niveles muy reducidos. El mercado primario ha sido el más favorecido, de forma que sus emisiones netas han superado por primera vez al conjunto de colocaciones netas de valores públicos. Por instrumentos, el mayor avance se ha producido en el segmento de corto plazo, donde la equiparación fiscal, básicamente la exención de retención en el ámbito societario, ha sido decisiva para que los pagarés de empresa y de entidades de crédito se conviertan en competidores de las letras del Tesoro. En el mercado secundario cabe destacar un aumento de la negociación y un sensible descenso de los diferenciales en los tipos de interés negociados entre los valores privados y los valores públicos, lo que

podría estar revelando una reducción de las primas fiscales entre ambos instrumentos.

No obstante, hay que señalar que los temas fiscales no agotan todos los factores explicativos de los desarrollos recientes en los mercados de valores. Entre otros, cabe destacar, por un lado, la propia reducción del déficit público, que hace disminuir el efecto «expulsión» que ejercían las emisiones de deuda pública sobre las privadas; y, por otro, que los aspectos relacionados con la escasez de colateral generan incentivos a movilizar activos bancarios (titulización) y a emitir valores de renta fija privada.

La valoración general que, de modo preliminar, cabe hacer con respecto a las reformas impositivas introducidas es positiva por lo que respecta a sus consecuencias sobre la tributación de los instrumentos financieros. De una parte, los cambios fiscales parece que han contribuido a mejorar la neutralidad fiscal del ahorro financiero, en la medida en que han tendido a reducirse las diferencias en la presión fiscal entre los distintos tipos de renta (RCM y GyP) y, en general, se ha impulsado una mayor equiparación en el régimen de retenciones entre los distintos tipos de instrumentos financieros. Respecto a la ampliación de la retención a cuenta (p. ej., en los fondos de inversión), hay que tener en consideración la función informativa que la retención desempeña con relación a la fuente y al momento de la generación de la renta. De otra parte, la sujeción a retención a un mayor número de instrumentos financieros y, simultáneamente, la equiparación desde el año 2000 en su tipo de retención (18 %) para casi todos las rentas de instrumentos financieros son otros elementos que juegan a favor de una mayor neutralidad fiscal.

Asimismo, aunque resulta complicado en algunos casos y, en cierto modo, prematuro a la vista de las últimas reformas, podría adelantarse que la carga fiscal sobre el conjunto de las rentas de instrumentos financieros ha disminuido. En todo caso, el descenso de los tipos marginales, la reducción del número de tramos y la no-obligación de declaración para rentas inferiores a 3,5 millones son elementos que convergen en esta dirección. Esta afirmación debería ponderarse con las lógicas cautelas derivadas de la propia estructura de la fiscalidad del ahorro financiero, que es compleja y, en todo caso, variable, ya que depende de una multitud de elementos: tipo de renta, plazo de inversión, nivel de renta e incluso tipo de emisor.

Finalmente, la primera valoración que cabe hacer de los cambios tributarios con relación a sus efectos sobre los mercados financieros es favorable, por cuanto ha incidido positivamente

en el desarrollo de los mercados de valores privados, en un contexto de moneda única y de fuerte competencia entre las plazas financieras europeas. Aunque es todavía pronto para conocer las consecuencias de los cambios más recientes en la fiscalidad y en el régimen de retenciones aplicables a las inversiones del año 2000, las primeras estimaciones apuntan a que continuarán impulsando a los mercados de valores privados y, con mayor intensidad, a los de renta fija privada.

24.2.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., R. BLANCO y A. SANCHIS (1998). *Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles*, Documento de Trabajo nº 9812, Servicio de Estudios, Banco de España.
- BLASCO, T. (1999). «Los rendimientos del capital en la Ley 40/1998 del IRPF», número monográfico, segundo trimestre.
- DOMÍNGUEZ, F. (1999). *Fiscalidad del ahorro en la nueva ley del IRPF: ¿un paso hacia la neutralidad?*, Papeles de Trabajo nº 1/99, Instituto de Estudios Fiscales.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1995). «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (1999). *La fiscalidad del ahorro financiero y el principio de neutralidad: efectos de la reforma del IRPF de 1999*, Cuadernos de información económica nº 151, FUNCAS, octubre.
- MARCAN, X. (1999). «Depósitos a plazo y fondos de inversión: tratamiento fiscal», *Actualidad financiera*, 6/99.
- MARTÍNEZ CARRASCO, J. M. (1999). «Novedades de la Ley 40/1998 y su reglamento», *Revista de Impuestos*, nº 2429.
- PEDERIRA, J. (1998). *Revista de Jurisprudencia Tributaria*.
- RAMÍREZ, E. y F. CARREÑO (1999). *Taxation of hybrid instruments*, IFD Publications BV, septiembre/octubre.
- VAQUERO, A. (1999). «Principales modificaciones en el tratamiento fiscal de los activos financieros en el IRPF», *Gaceta fiscal*, febrero.

ANEJO LEGISLATIVO

Normas fiscales que entran en vigor en 1999

Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del impuesto sobre la renta de las personas físicas y otras normas tributarias (también denominada Ley del IRPF).

Real Decreto 214/1999, de 5 de febrero, por el que se aprueba el reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas (también denominado Reglamento del IRPF).

Ley 41/1998, de 9 de diciembre, sobre la renta de no residentes y normas tributarias (también denominada Ley del IRNR).

Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero, por el que se aprueba el reglamento del impuesto sobre la renta de no residentes (también denominado Reglamento del IRNR).

Real Decreto 2717/1998, de 18 de diciembre, por el que se regulan los pagos a cuenta en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y en el impuesto sobre la renta de no residentes, y se modifica el reglamento del impuesto sobre sociedades en materia de retenciones e ingresos a cuenta (también denominado Reglamento de retenciones).

Normas fiscales que entran en vigor en 2000

Ley 54/1999, de 29 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para el año 2000 (también denominada Ley de Presupuestos).

Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (también denominada Ley de Acompañamiento).

Real Decreto 1968/1999, de 23 de diciembre, por el que se modifican determinados artículos del reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas, del impuesto sobre la renta de no residentes y del reglamento de planes y fondos de pensiones en materia de dietas, obligación de declarar, pagos a cuenta y obligaciones de información (también denominado RD 1968/1999).

Real Decreto 2060/1999, de 30 de diciembre, por el que se modifican determinados artículos del reglamento del impuesto sobre sociedades en materia de inscripción en el índice de entidades, pagos a cuenta y valoración previa de gastos correspondientes a proyectos de investigación científica o de innovación tecnológica (también denominado RD 2060/1999).

Orden de 22 de diciembre de 1999, por la que se establece el procedimiento para hacer efectiva la exclusión de retención regulada en la letra q) del artículo 57 del reglamento del impuesto sobre sociedades, en relación con los intereses satisfechos a los sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades y contribuyentes por el impuesto sobre la renta de no residentes por obtención de rentas en territorio español mediante establecimiento permanente, a excepción de determinados intereses derivados de valores de la deuda pública.

Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias

Este artículo ha sido elaborado por J. Martínez Pagés y E. Ortega Eslava, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este artículo es analizar la evolución reciente de las condiciones monetarias y financieras en la economía española, con especial atención al período transcurrido desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). A tales efectos, y aunque el inicio formal de la tercera fase se produjo en enero de 1999, en este artículo se considera como fecha de inicio efectivo de la política monetaria común el mes de diciembre de 1998, cuando los bancos centrales de los distintos países miembros recortaron de forma concertada sus tipos de interés oficiales de intervención al 3 %. Para el análisis de las condiciones monetarias y financieras en España se recurre al uso de índices elaborados con el fin de representar de manera sintética la evolución de dichas condiciones. El uso de este tipo de índices, denominados índices de condiciones monetarias (ICM), se ha ido extendiendo en los últimos años.

El artículo se apoya en un trabajo previo de Caballero, Martínez Pagés y Sastre (1997), en el que se abordaba la construcción de un ICM para la economía española y se analizaba la posible utilidad de este tipo de índices para un banco central. Con respecto a aquel trabajo, este incorpora dos novedades principales. Por una parte, se tiene en cuenta, explícitamente, el nuevo contexto de unión monetaria europea en el que se desenvuelve actualmente la economía española. Por otra parte, junto con el ICM tradicional, se considera también un índice de condiciones financieras (ICF), que incorpora, además de tipos de cambio y tipos de interés a corto plazo, otras variables financieras (tipos de interés a largo plazo y precio de las acciones) que también son relevantes para medir el grado de restricción o impulso ejercido sobre la economía por las condiciones monetarias y financieras.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En la sección 2 se repasan los principales argumentos en torno a la utilidad e interpretabilidad de los índices de condiciones monetarias. Las implicaciones que la existencia de una unión monetaria tiene para la construcción de indicadores de condiciones monetarias y financieras en España y la forma en que estas se han abordado en el presente trabajo se detallan en el epígrafe 3. El epígrafe 4 resume brevemente los ejercicios realizados para estimar las ponderaciones necesarias para construir los

índices. El epígrafe 5 presenta un análisis de la evolución de las condiciones monetarias y financieras en España, sobre la base de la información que proporcionan los índices previamente construidos; y, finalmente, el epígrafe 6 presenta un intento de comparación con la evolución de las condiciones monetarias y financieras en el conjunto de la UEM.

2. CONSIDERACIONES SOBRE LA INTERPRETACIÓN Y UTILIZACIÓN DE UN I.C.M.

El índice de condiciones monetarias se define como una suma ponderada de las variaciones en el tipo de interés a corto plazo y en el tipo de cambio, con respecto a un período dado que se toma como base. Las ponderaciones suelen escogerse en función del efecto estimado que tienen sobre la inflación o el PIB de la economía las variaciones en el tipo de interés y el tipo de cambio.

Este índice permite recoger en una sola variable la evolución de los dos precios fundamentales en los mercados de dinero y de divisas y, por tanto, de las dos variables fundamentales a través de las cuales la política monetaria ejerce su influencia sobre la economía. Por esta razón, índices de este tipo han sido utilizados recientemente por los bancos centrales de Canadá y Nueva Zelanda como objetivo operativo de su política monetaria. Otros bancos centrales (los de Suecia, Noruega y Finlandia) utilizan el ICM como un indicador para la política monetaria; esto es, como un *input* más en el proceso de toma de decisiones de política monetaria. Finalmente, organismos internacionales, como la OCDE o el FMI, y numerosos analistas privados utilizan el ICM para analizar la combinación de políticas económicas en distintos países y realizar previsiones sobre las mismas.

Sin embargo, la utilidad de un ICM está sujeta a fuerte controversia, tanto por razones teóricas como empíricas. La utilización explícita de un ICM como objetivo operativo de la política monetaria se basa en que dicho índice permite tener en cuenta, de forma automática, los movimientos en el tipo de cambio a la hora de determinar el nivel deseado del tipo de interés a corto plazo. Esto, que puede ser particularmente importante en economías muy abiertas, como Canadá o Nueva Zelanda, sin embargo no elimina la necesidad de disponer de un modelo más complejo y detallado para explicar la evolución de la inflación, que permita deducir, en cada momento, el nivel apropiado de los tipos de interés a corto plazo. De hecho, un modelo de este tipo es necesario para estimar las

ponderaciones a aplicar en el ICM. Y, si bien es cierto que la revisión de las perspectivas macroeconómicas —y, por tanto, del tono deseado de la política monetaria— a partir de los modelos econométricos disponibles no puede hacerse de forma continuada, lo que dejaría un cierto margen para la utilización del ICM en el corto plazo, hay que tener en cuenta que el valor añadido de un ICM en un horizonte de corto plazo resulta también dudoso, puesto que no es obvio que sea óptimo responder a variaciones a corto plazo del tipo de cambio.

En cualquier caso, el ICM puede servir de instrumento de análisis, en la medida en que, como ya hemos mencionado, permite agregar en un solo indicador el efecto que sobre las variables que constituyen el objetivo final de la política monetaria puedan tener los tipos de interés y de cambio. En Caballero, Martínez Páges y Sastre (1997) se discutían las posibles vías de utilización de un ICM por parte de un banco central y los problemas prácticos que surgen en su construcción, con especial referencia al caso español. En este sentido, hay varias cuestiones que deben tenerse en cuenta a la hora de interpretar un ICM. En primer lugar, el ICM mide solo variaciones con respecto a un período base, por lo que el nivel del índice en sí mismo no es interpretable, lo que limita las posibilidades de realizar comparaciones entre países. En segundo lugar, debe evitarse una interpretación mecánica de las variaciones del índice en términos de decisiones de política monetaria, ya que tanto los tipos de interés como los tipos de cambio son variables fuertemente endógenas, y aunque la política monetaria puede ejercer una gran influencia sobre los mismos (especialmente, sobre los tipos de interés a corto plazo), no es el único factor determinante. En tercer lugar, debe evitarse una interpretación mecánica de las variaciones en el ICM, asociándolas con variaciones futuras en la inflación. En concreto, si bien resulta indudable que unas condiciones monetarias más relajadas (tipos de interés reducidos y tipo de cambio depreciado) tienden a generar, *caeteris paribus*, mayores presiones inflacionistas, el que esto termine materializándose o no en un mayor crecimiento de los precios en un horizonte más o menos corto depende de muchos otros factores, como son las condiciones de actividad prevalecientes, el tono de la política fiscal, etc. Dicho de otra manera, la evolución del ICM refleja la evolución de las variables que lo componen, pero no nos dice nada sobre la optimalidad o no de dicha evolución desde el punto de vista de la política monetaria. Finalmente, no debe olvidarse que el ICM, al ser una suma ponderada, es sumamente dependiente del valor de las ponderaciones utilizadas en su construcción, las cuales, a su vez, proceden de una estima-

ción y, por tanto, están sujetas a incertidumbres y a posibles cambios en el tiempo (1).

La ampliación del ICM para considerar variables adicionales, como los tipos de interés a largo plazo y los precios de las acciones, tiene también consecuencias de cara a la interpretación del índice resultante, denominado ICF. En particular, la relación entre el índice y la política monetaria se hace más tenue, al incorporar variables sobre las que la política monetaria ejerce un control mucho menor. En contrapartida, cabe esperar que el índice refleje de manera más fiel la contribución agregada del conjunto del sector financiero de la economía a la evolución del producto y de los precios. No obstante, esto último dependerá del grado de fiabilidad con que se estime el efecto sobre el PIB y la inflación de las variaciones en las nuevas variables incorporadas al índice.

3. CONSECUENCIAS DE LA U.E.M. PARA LA CONSTRUCCIÓN DE ÍNDICES DE CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS EN ESPAÑA

El inicio de la tercera fase de la UEM ha supuesto, de manera automática, la fijación irrevocable de los tipos de cambio bilaterales entre las monedas de los países miembros y la existencia de un tipo de interés a corto plazo único en toda el área. Los tipos de interés a largo plazo pueden diferir entre los países miembros, pero en realidad están evolucionando de forma prácticamente paralela, con diferenciales virtualmente constantes, que reflejan diferencias estructurales en los distintos mercados (grado de liquidez, profundidad, etc.) y primas de riesgo por impago diferentes. En la evolución de los precios de las acciones persiste un margen significativo para el comportamiento diferencial, aunque cabe esperar una mayor sincronía en el futuro, como consecuencia de la mayor integración económica de los distintos países miembros.

Esto tiene varias implicaciones de cara a la construcción de índices de condiciones monetarias y financieras para la economía española. Por un lado, la fijación irrevocable de los tipos de cambio entre países del área euro implica que el tipo de cambio relevante para la economía española actualmente es el tipo de cambio efectivo con los países no miembros del área, puesto que solo este puede variar. Sin embargo, el mismo afecta tan solo a un 30 % del co-

(1) Ver, por ejemplo, Ericsson, Jansen, Kerbesian y Ny-moen (1998) para una visión crítica sobre las estimaciones en las que se basan los ICM.

mercio exterior español. Esto tiende a reducir la importancia del tipo de cambio como factor determinante de las condiciones monetarias y financieras en la economía española. Por otra parte, en el nuevo contexto de unión monetaria, los movimientos en los tipos de interés y/o los tipos de cambio relevantes para la economía española ya nunca se producen solos, sino que van siempre acompañados de movimientos en el mismo sentido y cuantía de los tipos de interés y/o los tipos de cambio de los otros países del área. Estos movimientos de los tipos de interés y de cambio en todos los países del área afectan a sus correspondientes demandas agregadas nacionales y, dado el elevado volumen de comercio de España con el área, afectan también, de manera adicional, a la demanda agregada española vía exportaciones. Esto implica que el impacto de variaciones en los tipos de interés será ahora relativamente mayor, gracias a las variaciones simultáneas de los tipos de interés en el resto de países del área (2).

En definitiva, los efectos de variaciones en los tipos de interés y tipos de cambio de la economía española no son los mismos hoy que los prevalecientes hace unos años, cuando no existía el euro. Esto implica la necesidad de ajustar convenientemente las ponderaciones de las variables en el ICM y el ICF. Para el período en que no existía unión monetaria, el ICM debe utilizar las ponderaciones resultantes de los efectos estimados de variaciones en los tipos de interés y de cambio de la peseta sobre el PIB y los precios en España. Para el período en que existe unión monetaria, el ICM debe utilizar las ponderaciones que resultan de los efectos estimados de variaciones en los tipos de interés y de cambio del euro sobre el PIB y los precios en España. El problema es que, en la práctica, no existe una transición brusca a la unión monetaria, dado que los tipos de interés y de cambio de la peseta están más o menos ligados a los del área euro en su conjunto desde antes del inicio efectivo de la tercera fase de la UEM.

La solución adoptada para resolver el problema que plantea la existencia de un período de transición ha sido descomponer, en todo el período muestral disponible, la evolución de las variables componentes del ICM e ICF en un componente euro, común a todos los países del área, y un componente diferencial, específico de España. De esta forma, a las variaciones

(2) Por la misma razón, el impacto de los movimientos en el tipo de cambio frente a países de fuera del área, aun siendo menor, por afectar solo a un 30 % del comercio español, será mayor del que se correspondería estrictamente con ese 30 %, gracias a las variaciones simultáneas de los tipos de cambio en el resto de países del área.

del componente euro se les aplican los pesos estimados bajo el supuesto de Unión Monetaria, mientras que a las variaciones del componente diferencial se les aplican los pesos estimados bajo el supuesto de no Unión Monetaria. De esta manera, los índices calculados recogerán correctamente los efectos de una transición progresiva hacia la moneda única.

Cabe señalar, no obstante, que la moneda única supone también un cambio estructural sin precedentes, que puede tener implicaciones adicionales sobre el comportamiento de las economías de los países miembros. Aunque este aspecto es imposible de evaluar en tanto no transcurra un cierto lapso temporal, no cabe duda de que esto debe llevar a considerar con aún mayor cautela los resultados obtenidos.

En términos prácticos, la descomposición de los tipos de interés domésticos a corto y a largo plazo y del precio de las acciones en los dos componentes mencionados es relativamente sencilla. En el caso de los tipos de interés, basta restar al tipo de interés en España el tipo de interés del euro para obtener el diferencial (3). En el caso de los precios de las acciones, puesto que la variable incluida en el índice es su tasa de variación, se aplica un método similar. En el caso del tipo de cambio efectivo, la descomposición es algo más compleja. No obstante, el tipo de cambio efectivo real de la peseta puede descomponerse en un componente que depende exclusivamente de los tipos de cambio del euro/ecu con las monedas de fuera de la UEM y un componente diferencial. Por tanto, bastaría con conocer el componente euro para obtener, a partir del tipo de cambio efectivo de la peseta, el componente diferencial. En este artículo, por simplicidad, se ha utilizado como aproximación del componente euro el tipo de cambio efectivo del euro calculado por el BIS ponderado por el peso conjunto del comercio exterior de España con los países de fuera del área euro (aproximadamente un 30 %) (4).

Los resultados de la descomposición pueden observarse en el gráfico 1, en el que se presenta la evolución de cada una de las variables que componen el ICM y el ICF, así como su descomposición en componente euro y com-

(3) Las variables euro antes de 1999 son medias ponderadas de las correspondientes variables de los países miembros.

(4) Esto implica que, dentro del 30 % que representa el comercio exterior de España con los países de fuera del área euro, se están utilizando las ponderaciones derivadas del comercio del área euro en su conjunto, en lugar de las ponderaciones del comercio español. Las diferencias de aplicar una u otra ponderación son muy pequeñas.

ponente diferencial. Puede observarse que, sobre todo en los casos del tipo de interés a corto plazo y del tipo de cambio, conforme se acerca la UEM, el componente euro va ganando peso en la variación de la variable doméstica, en detrimento del componente diferencial. No obstante, el componente diferencial no es totalmente fijo desde enero de 1999, debido a que las variables se analizan en términos reales. Aunque las variables nominales evolucionen exactamente igual en España y en el área euro, puede persistir un diferencial real derivado de la diferencia en las tasas de inflación.

4. ESTIMACIÓN DE LAS PONDERACIONES

La construcción de un ICM o un ICF requiere utilizar unas ponderaciones que reflejen el efecto que cada uno de sus componentes tiene sobre actividad o precios. En la literatura, esos efectos se han estimado utilizando diversos modelos econométricos. La forma habitual de presentar los resultados es mediante el cociente del efecto económico estimado del tipo de interés sobre el efecto económico estimado del tipo de cambio (5). Así, cuanto mayor sea el cociente, más débil será el impacto relativo del tipo de cambio. Mayes y Virén (1998) hacen una revisión de distintos trabajos en los que se estiman ICM para varios países y con distintas metodologías, y encuentran una gran variabilidad en el valor de dicha *ratio*, aunque es claramente mayor en las economías grandes y relativamente cerradas como Estados Unidos y Japón (en torno a 10) que en economías muy abiertas (en torno a 2 o 3).

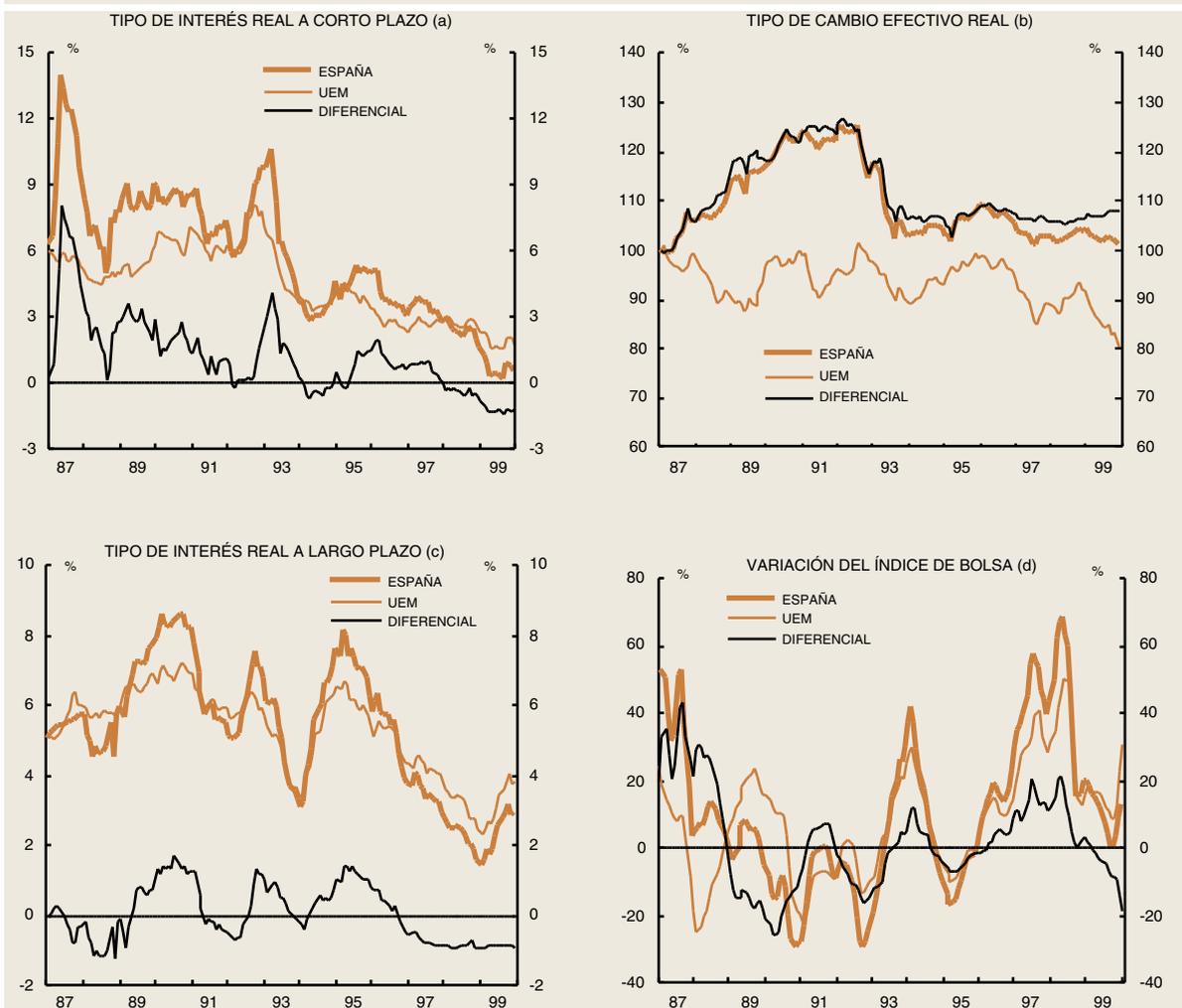
Puesto que al estimar estas ponderaciones o *ratio* de las mismas se pretende resumir en una sola cifra el efecto conjunto de todos los posibles canales de transmisión, el método ideal de estimación es el uso de un modelo que recoja todos estos canales de la manera más completa y realista posible. Cuanto más complejo y realista sea dicho modelo, incluyendo la función de reacción de la política monetaria y la formación de expectativas por parte de los agentes económicos, más justificado estará el uso del índice de condiciones monetarias. Obviamente, no existe un único modelo que satisfaga con claridad este requisito. En este artículo se emplea un modelo macroeconómico mundial, NIGEM (6), donde cada una de las principales economías (entre las que se encuentran todas

(5) Una *ratio* de X implica que una variación del tipo de cambio del X % tiene un impacto en la economía equivalente a un cambio de 100 puntos básicos en el tipo de interés.

(6) National Institute Global Macroeconometric Model, elaborado por el National Institute of Economic and Social Research de Londres.

GRÁFICO 1

Descomposición de las variables monetarias y financieras en España



Fuente: Banco de España.

- (a) Tipo de interés interbancario a tres meses menos tasa de inflación corriente.
- (b) Para España se utiliza el índice de competitividad de España frente a países desarrollados, con precios de consumo. Para la UEM, el índice de tipo de cambio efectivo del euro calculado por el BPI.
- (c) Tipo de interés de la deuda pública a 10 años menos media móvil centrada, de cinco años, de la tasa de inflación.
- (d) Índice general de la Bolsa de Madrid. Variación de la media de los tres últimos meses sobre la media móvil centrada de 13 meses, 12 meses antes.

las que conforman la UEM, excepto Luxemburgo) está caracterizada con un conjunto amplio de ecuaciones, estimadas para recoger las características específicas de esa economía y las interdependencias con el resto del mundo. Por estos mismos motivos, el modelo NIGEM ha sido ya empleado en otros trabajos [véanse Peeters (1998) y Banque de France (1996)] para la estimación de índices de condiciones monetarias (7). No obstante, este modelo no

está exento de problemas. En particular, debe subrayarse que los resultados están condicionados por la estructura y los valores que toman los parámetros en el modelo, que en ciertos casos pueden ser discutibles. Además, el modelo NIGEM no presenta un bloque específico de ecuaciones para la UEM, sino que las variables UEM son meras agregaciones, convenientemente ponderadas, de las correspondientes variables de los países miembros. Sin embargo, la existencia de una moneda única queda satisfactoria-

(7) Otros métodos empleados en la literatura varían desde la estimación de un vector autorregresivo con un número reducido de variables y una estructura de retardos compleja [por ejemplo, Smets (1997)] hasta la estimación de modelos estructurales pequeños que recojan los princi-

pales mecanismos de transmisión monetaria. Dornbusch *et al.* (1998), por ejemplo, estiman un sistema de dos ecuaciones formado por una función de reacción de la política monetaria y una curva IS.

mente caracterizada mediante la opción de unión monetaria, en la que se fijan irrevocablemente los tipos de interés a corto plazo y los tipos de cambio nominales de los países miembros.

El objetivo es diseñar, en cada caso, un ejercicio de simulación en el que se pueda calcular el efecto global sobre el crecimiento del PIB y/o sobre la tasa de inflación (que en NIGEM se aproxima a través del crecimiento del deflactor del consumo privado) de una perturbación en una sola de las variables que caracterizan las condiciones monetarias y financieras, manteniendo las demás inalteradas. Esto requiere un especial cuidado en el diseño de las simulaciones, pues resulta muy difícil aislar los efectos de una sola de las variables en un modelo tan rico en interacciones como NIGEM. Se han realizado simulaciones tanto para España como para la UEM. En el caso de España, como ya se ha comentado, se hace una distinción entre el efecto de variaciones en las variables domésticas (tipo de interés y tipo de cambio de la peseta, etc.) y el efecto de variaciones en las variables del área euro (tipo de cambio y tipo de interés del euro, etc.) (8).

El cuadro 1 resume los resultados de las simulaciones realizadas, tanto en términos de los efectos económicos estimados sobre el PIB y sobre la inflación del tipo de interés y del tipo de cambio como en términos de los cocientes entre ambos efectos (9). La principal diferencia entre los efectos sobre el PIB y sobre los precios es el mayor peso relativo del tipo de cambio en el segundo caso. En lo que sigue, nos centraremos en los efectos sobre el PIB, por ser los más frecuentemente utilizados.

(8) Las perturbaciones duran dos años, tiempo suficiente para que los mecanismos de transmisión actúen plenamente y que permite además que las variables vuelvan a sus valores de equilibrio a largo plazo dentro del horizonte de simulación disponible. Las perturbaciones se han definido sobre las variables nominales, ya que introducir las perturbaciones sobre las variables reales, por razones técnicas del modelo, puede generar distorsiones en los resultados. El resto de canales distintos del que está sujeto a perturbación se exogenizan y las expectativas se determinan de forma *backward looking*. Esto último se debe a que, dado el período relativamente corto de la perturbación, expectativas *forward looking* implicarían, por ejemplo, una respuesta muy reducida y poco realista de los tipos de interés a largo plazo ante variaciones en los tipos de interés a corto plazo.

(9) La transmisión a actividad y precios es, en general, más rápida en el caso de variaciones en el tipo de cambio. Esto hace que exista una gran variabilidad en las ponderaciones estimadas para el ICM o ICF en función de cuál sea el período de tiempo elegido. Por ello, se ha optado por considerar el efecto medio durante un período suficientemente largo que recoja la mayor parte del efecto total tanto de variaciones en el tipo de interés como de variaciones en el tipo de cambio; esto es, los dos primeros años, en el caso de los efectos sobre el PIB, y los tres primeros años, en el caso de los efectos sobre los precios.

En el cuadro 1 se observa que la *ratio* entre las ponderaciones del tipo de cambio y el tipo de interés obtenida para el ICM español, sin tener en cuenta la UEM (*ratio* 2/4), es de 3,6, que está dentro del rango típicamente obtenido para una economía pequeña y abierta. Sin embargo, si tenemos en cuenta que ahora las variables monetarias y financieras relevantes para España son las del área euro, la *ratio* obtenida (*ratio* 1/3) es mucho mayor, de 6,4. La diferencia se explica tanto por el mayor efecto del tipo de interés como por el menor efecto del tipo de cambio, en línea con los comentarios realizados en el epígrafe 3.

Para el conjunto del área euro, el crecimiento del PIB se ve afectado por una perturbación en sus condiciones monetarias de tipo de cambio y de tipo de interés con una proporción de 4,4 a 1, lo que supone un valor relativamente bajo para una economía grande y relativamente cerrada como es la UEM. A modo de comparación, dicha *ratio*, estimada con el modelo NIGEM, para Estados Unidos es de 7,9. El valor obtenido para la UEM viene a ser una media de las *ratios* de los ICM (*ratio* 1/3) de los países miembros ponderada por sus pesos relativos en el PIB del área. Para el caso español, hemos visto que dicha *ratio* era relativamente elevada (6,4). Sin embargo, para otros países grandes del área euro es más reducida (4,3 para Alemania, 3,4 para Francia y 4,6 para Italia) (10). Estas *ratios* son, en todos los casos, más altas de las que se derivarían para las variables domésticas (*ratio* 2/4) en cada país, pero siguen siendo relativamente bajas, lo que resulta en una ponderación relativa del tipo de cambio, en la UEM, significativamente mayor que la que se obtiene para Estados Unidos. Una posible explicación de ese comparativamente alto peso relativo estimado para el tipo de cambio en la UEM es la inexistencia, dentro del NIGEM, de un modelo propio para la UEM. Esto implica que no existe una estimación directa de la elasticidad de las variables del área a movimientos en el tipo de cambio frente a los países de fuera del área, con lo que el efecto obtenido puede estar sesgado. No obstante, no cabe descartar que la UEM, pese a ser un área en el que el peso del comercio exterior sobre el PIB sea similar al de Estados Unidos, sea, en realidad, una economía más abierta, en el sentido de responder en mayor medida a las variaciones en el tipo de cambio exterior. Por ejem-

(10) Obsérvese que la diferencia entre España y el resto de países de la UEM no resulta de un menor efecto de las variaciones del tipo de cambio en la economía española, sino de un mayor efecto de las variaciones en el tipo de interés en comparación con la media de la UEM (véase cuadro 1). Esto es coherente con resultados anteriores [véase Muñoz de la Peña (1997)].

CUADRO 1

Simulaciones con el modelo NIGEM (a)

	Efectos sobre PIB real (b)		Efectos sobre precios (c)	
	España	UEM	España	UEM
ICM:				
1. Tipo de interés a c/p euro (d)	-0,83	-0,45	-0,20	-0,21
2. Tipo de interés a c/p España (d)	-0,66	—	-0,16	—
3. Tipo de cambio del euro (e)	-0,13	-0,10	-0,04	-0,07
4. Tipo de cambio de la peseta (e)	-0,18	—	-0,06	—
<i>Ratio 1/3</i>	6,4	4,4	5,1	3,0
<i>Ratio 2/4</i>	3,6	—	2,5	—
ICF:				
1. Tipo de interés a c/p euro (d)	-0,36	-0,18	-0,09	-0,09
2. Tipo de interés a c/p España (d)	-0,34	—	-0,08	—
3. Tipo de cambio del euro (e)	-0,13	-0,10	-0,04	-0,07
4. Tipo de cambio de la peseta (e)	-0,18	—	-0,06	—
5. Tipo de interés a l/p euro (d)	-0,41	-0,23	-0,10	-0,10
6. Tipo de interés a l/p España (d)	-0,30	—	-0,07	—
7. Precio de las acciones en el euro (f)	-0,17	-0,12	-0,04	-0,06
8. Precio de las acciones en España (f)	-0,09	—	-0,02	—
<i>Ratio (1+5)/3</i>	6,1	4,0	4,7	2,7
<i>Ratio (2+6)/4</i>	3,6	—	2,4	—

Fuente: Elaboración propia.

(a) En todas las simulaciones se exogenizan el resto de variables distintas de la que es objeto de la perturbación.

(b) Diferencia entre el crecimiento medio del PIB real en la simulación y en el escenario base, durante los dos primeros años desde el inicio de la perturbación.

(c) Diferencia entre la tasa de inflación media interanual en la simulación y en el escenario base, durante los tres primeros años desde el inicio de la perturbación.

(d) Aumento transitorio, durante dos años, de 1 pp.

(e) Apreciación transitoria, durante dos años, del tipo de cambio efectivo en un 1%.

(f) Caída transitoria, durante dos años, del precio de las acciones en un 10 %.

plo, el hecho de que el dólar estadounidense sea la moneda de denominación en muchas operaciones de comercio internacional podría contribuir a mitigar el impacto de variaciones en el tipo de cambio del dólar sobre la economía americana. En consecuencia, habrá que esperar a disponer de modelos econométricos, desarrollados para el conjunto del área, para obtener conclusiones más claras a este respecto.

En el cuadro 1 se presentan también las estimaciones para el ICF. Cabe destacar, en primer lugar, que los precios de las acciones tienen un efecto muy reducido. Obviamente, este es uno de los aspectos en los que la estimación basada en la experiencia histórica podría ser menos adecuada, habida cuenta de que la generalización de la inversión en bolsa por parte de las familias solo se ha producido muy recientemente en Europa. En consecuencia, es todavía pronto para juzgar en qué medida esto ha afectado al grado de respuesta de las economías europeas ante variaciones en la riqueza invertida en bolsa. Por su parte, la descomposición del efecto del tipo de interés, dentro

del ICM, en efecto del tipo de interés a corto plazo y efecto del tipo de interés a largo plazo resulta en unos pesos bastante equiparables para ambos, aunque ligeramente superiores para el tipo de interés a largo plazo.

5. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

En este epígrafe se utilizan un ICM y un ICF contruidos de acuerdo con los ejercicios de simulación comentados en el epígrafe anterior para analizar la evolución de las condiciones monetarias y financieras en la economía española (11). El interés fundamental se centra en la evolución de dichas condiciones desde el inicio de la tercera fase de la UEM. No obstante, la naturaleza de los índices hace que sea muy útil enmarcar dicho análisis en un contexto temporal más amplio.

(11) En concreto, se utilizan los índices contruidos de acuerdo con las simulaciones de los efectos sobre el PIB.

GRÁFICO 2

Índices de condiciones monetarias y financieras en España (Base 0 = Enero 1987)



Fuente: Banco de España.

El gráfico 2 presenta dichos índices desde enero de 1987 hasta enero de 2000 y proporciona una perspectiva de largo plazo sobre la evolución de las condiciones monetarias y financieras en España. Dicha trayectoria ha estado condicionada, durante gran parte de dicho período, por la necesidad de reconducir las tasas de inflación españolas hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios. Cabe destacar distintas fases, según la evolución de las condiciones monetarias y financieras. Un primer período, que va de 1987 a 1992, se caracterizó por unas condiciones monetarias y financieras muy restrictivas. La excepción es el año 1988, reflejo, en gran medida, de la relajación de las condiciones monetarias de un gran número de países, entre ellos España, como respuesta a la crisis bursátil mundial de octubre de 1987. En los años 1992-1993, en los que las crisis del SME se resuelven por la vía de sucesivas devaluaciones y de la ampliación de las bandas de fluctuación, y en los que la economía española se encuentra en una situación recesiva, se produce la transición a un entorno de condiciones monetarias y financieras mucho menos restrictivas. Dentro de este entorno, los años 1994 y 1995 registraron una tendencia al endurecimiento de las condiciones monetarias. No hay que olvidar que este es el período en el que, pocos meses después de otorgarse el Estatuto de Autonomía al Banco de España, se introdujo un esquema de política monetaria basado en el establecimiento de objetivos de inflación, con el fin de converger hacia las tasas de inflación necesarias para participar en la tercera fase de la UEM. La consecución de los objetivos planteados entre 1995 y 1998 y la convergencia pro-

gresiva hacia una política monetaria única para el conjunto de los países de la UEM explican la tendencia descendente de los índices de condiciones monetarias y financieras entre 1996 y 1998, de forma que la economía española entró en la tercera fase de la UEM con unas condiciones monetarias y financieras que, en relación con la historia reciente, podían caracterizarse de holgadas (tipo de interés real a corto plazo en el 2,4 %, tipo de interés real a largo plazo en el 1,8 %, etc.).

Desde noviembre de 1998 (12), las condiciones monetarias y financieras en España siguieron relajándose, aunque hay que distinguir un período inicial (entre noviembre de 1998 y abril de 1999), en el que los descensos, tanto del ICM como del ICF, fueron muy importantes, del período posterior, en que estos fueron considerablemente más moderados.

A la evolución descendente del ICM han contribuido tanto el tipo de cambio como el tipo de interés (véase gráfico 3). Así, el tipo de cambio efectivo real del euro se ha depreciado de manera continuada desde octubre de 1998, siendo la depreciación acumulada de un 13 % entre noviembre de 1998 y enero de 2000. El efecto expansivo de esta depreciación se ha visto compensado, solo ligeramente, con una pérdida de competitividad de España frente al área euro (un 1,4 % entre noviembre de 1998 y enero de 2000), como resultado del mantenimiento de diferenciales de inflación positivos con el área. A su vez, el tipo de interés real a corto plazo tuvo un efecto expansivo inicial derivado, sobre todo, de los recortes de tipos de interés oficiales (al 3 % en diciembre de 1998 y al 2,5 % en abril de 1999), pero también del repunte de la tasa de inflación española (que subió un punto porcentual entre noviembre de 1998 y abril de 1999). En cambio, a partir de abril de 1999, el tipo de interés real a corto plazo se estabiliza, lo que explica el menor ritmo de descenso del ICM. El ascenso de los tipos de interés nominales a corto plazo desde el verano pasado y la elevación del tipo de intervención oficial del SEBC al 3 %, en noviembre, se han visto compensados en gran medida con un nuevo ascenso de la tasa de inflación, de manera que los tipos de interés reales a corto plazo prácticamente no han variado desde abril de 1999.

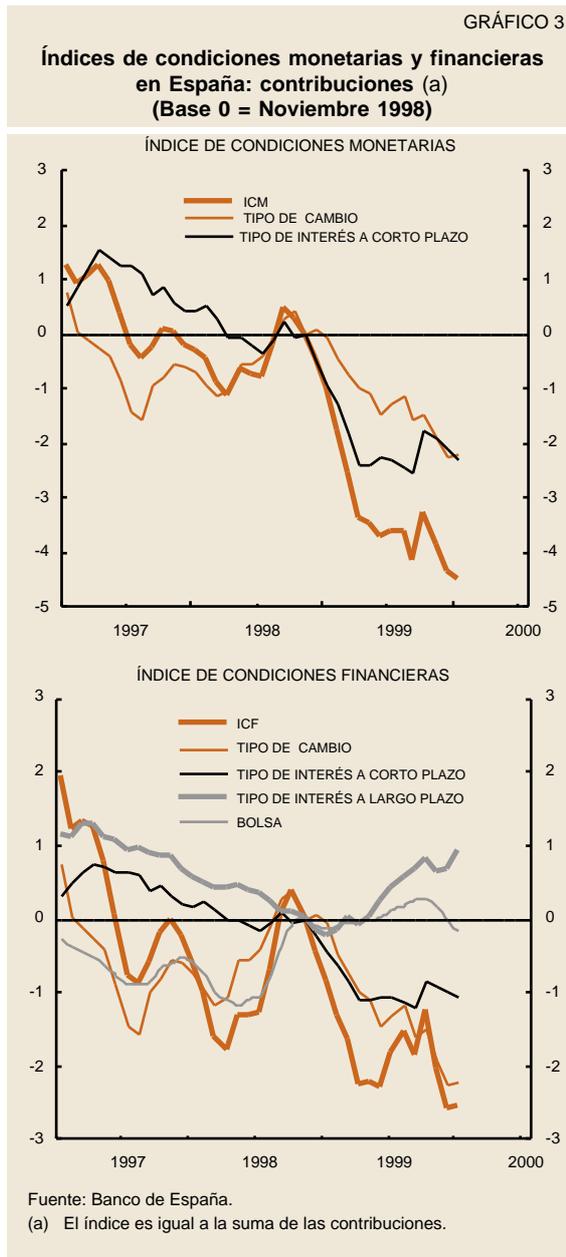
La evolución del ICF desde el inicio efectivo de la tercera fase de la UEM ha sido menos ex-

(12) Aunque el inicio formal de la tercera fase de la UEM se produjo en enero de 1999, en términos efectivos, la política monetaria única empezó en diciembre de 1998, con la reducción concertada de los tipos de interés oficiales de los bancos centrales de los once países miembros al 3 %.

pansiva que la del ICM. La diferencia se debe a la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo (véase gráfico 3) que, al contrario que los tipos a corto plazo, han tendido a aumentar durante la mayor parte del período. Cuando no se tiene en cuenta el efecto específico de los tipos de interés a largo plazo (como en el ICM), el supuesto implícito es que estos se mueven en el mismo sentido que los tipos a corto plazo, aunque no necesariamente en igual cuantía. Esto hace que en los períodos en que tipos de interés a corto y a largo plazo se mueven en direcciones opuestas, se sobrevalore el efecto (expansivo en este caso) de los movimientos en los tipos de interés a corto plazo. Por tanto, el ICF permite una valoración más global y ajustada de las condiciones existentes, si bien requiere una estimación fiable del efecto diferenciado de los movimientos en los tipos a corto y largo plazo.

El efecto conjunto de los tipos de interés en el ICF, desde noviembre de 1998, es prácticamente nulo. Por su parte, los precios de las acciones han tenido un impacto moderadamente expansivo como resultado de los aumentos de las cotizaciones en los últimos meses de 1999, pero poco significativo, dada la reducida ponderación de los mismos en el ICF. Por tanto, la depreciación del euro es la que explica la mayor parte del cambio registrado en las condiciones monetarias y financieras en España durante el período transcurrido de la UEM. Esto sugiere un elemento de cautela, dado que, como ya se explicó en el epígrafe 4, la estimación del efecto de las variaciones en el tipo de cambio del euro puede estar sobrevalorada. No obstante, ejercicios realizados reduciendo la ponderación del tipo de cambio del euro, con el fin de hacerla más parecida a la que se obtiene en EEUU para el tipo de cambio del dólar, indican que el descenso de los índices desde el inicio de la tercera fase de la UEM se amortiguaría pero no desaparecería.

Los reducidos niveles actuales del ICM y del ICF resultan de la existencia de unos tipos de interés reales a corto plazo en torno al 0,5 %, de unos tipos de interés reales a largo plazo algo por encima del 3 % y de un índice de competitividad de España frente a los países desarrollados que se sitúa en niveles similares a los del período previo a la apreciación de 1987-92, constituyendo un mínimo para el período transcurrido desde las devaluaciones de 1992-93. Por su parte, los precios de las acciones, y de los activos financieros en general, registran tasas de crecimiento elevadas en los últimos años. Estas condiciones son más expansivas de lo que venía siendo habitual, en España, en los últimos 10-15 años, y se explican tanto por factores de carácter más permanente como por factores puramente coyunturales. Desde el



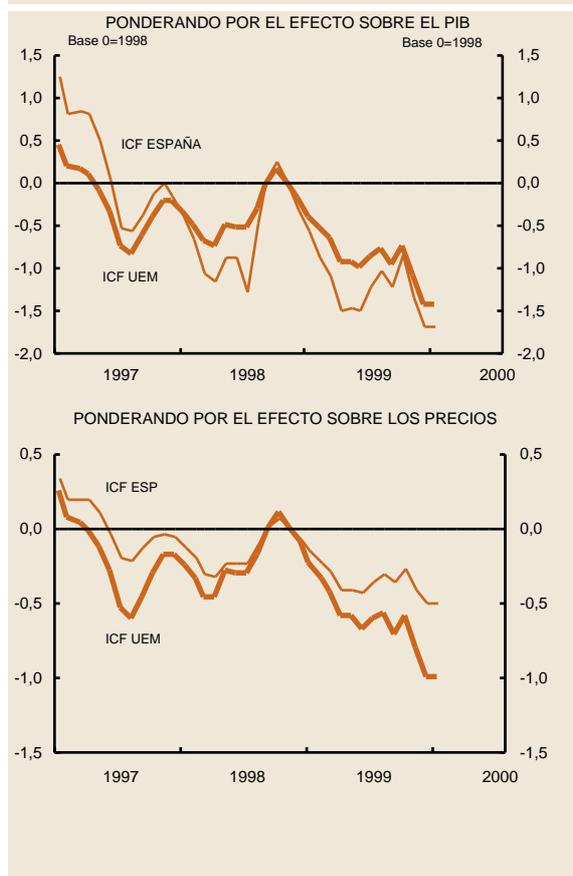
punto de vista estructural, la consecución de un entorno macroeconómico mucho más estable, con tasas de inflación reducidas y unas cuentas públicas más saneadas, favorece unas menores primas por riesgo en los precios de los activos financieros y un mayor margen de maniobra para la política monetaria. Desde un punto de vista coyuntural, las exigencias de la política monetaria única en el área de la UEM han sido determinantes.

6. COMPARACIÓN CON LA EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS EN LA U.E.M.

Lógicamente, desde el inicio de la tercera fase de la UEM, las condiciones monetarias y

GRÁFICO 4

Índices de condiciones financieras en España y en la UEM



financieras en España se ven determinadas, fundamentalmente, por las condiciones monetarias y financieras en el conjunto de la UEM. No obstante, hay algunos factores que pueden hacer que se produzcan diferencias en la evolución de unas y otras.

En primer lugar, existen diferencias entre las variables relevantes para la economía española y para la UEM en su conjunto. En particular, puesto que la aparición de una moneda única ha hecho que los tipos de interés a corto y a largo plazo y los tipos de cambio nominales evolucionen a la par en España y en el resto de países de la UEM (13), y puesto que los índices de Bolsa nacionales, aunque pueden evolucionar de manera distinta, tienen un peso muy reducido en el ICF, las principales diferencias entre las variables relevantes para la UEM y las variables relevantes para España se deben al diferencial de inflación. Por ello, la existencia de una tasa de inflación más elevada en España que en el conjunto de la UEM ha supuesto

(13) Aunque subsisten diferenciales de tipos de interés a largo plazo entre unos países y otros dentro de la UEM, estos vienen manteniéndose muy estables.

una cierta pérdida de competitividad de España frente al área euro (efecto más contractivo) y unos tipos de interés reales más reducidos en España que en el conjunto de la UEM (efecto más expansivo). De ahí que, dado que el efecto económico de los movimientos en el tipo de interés es superior al de los movimientos en el índice de competitividad exterior, debería observarse un efecto diferencial expansivo en España frente a la UEM.

En segundo lugar, los efectos sobre el PIB y los precios de las variaciones en los componentes del ICM y del ICF en España y en la UEM pueden diferir. En el epígrafe 4 ya se han mencionado algunos ejercicios, realizados con el modelo NIGEM, para estimar dichos efectos. Lógicamente, los resultados están condicionados por las características específicas del modelo elegido, lo cual introduce un elemento de cautela a la hora de comparar la evolución de las condiciones monetarias y financieras en ambas áreas. A partir de los ejercicios de simulación realizados (resumidos en el cuadro 1) cabe plantearse dos esquemas de ponderación alternativos: uno, basado en los efectos de las variaciones en las variables monetarias y financieras sobre el PIB real, y otro, basado en los efectos sobre los precios (14).

El gráfico 4 presenta el resultado de ambos ejercicios comparativos para el caso del ICF (15). Como puede verse, los resultados difieren cuantitativa y cualitativamente según el esquema de ponderaciones elegido. En el primer caso (ponderaciones basadas en los efectos sobre el PIB real), las condiciones monetarias y financieras se habrían relajado en mayor medida en España que en la UEM, mientras que lo contrario habría sucedido en el segundo caso (ponderaciones basadas en los efectos sobre los precios). Estos resultados reflejan el hecho de que, según las estimaciones realizadas con el modelo NIGEM, el PIB

(14) Obsérvese que, en este caso, utilizar ponderaciones basadas exclusivamente en los efectos relativos de las distintas variables monetarias y financieras (es decir, en las *ratios* del efecto del tipo de interés sobre el efecto del tipo de cambio, etc.) en cada país o área no tendría sentido, puesto que se estaría perdiendo la información sobre el efecto absoluto, el cual puede diferir de unos países a otros, con consecuencias importantes de cara a la comparación de la evolución de las condiciones monetarias y financieras. La razón por la que, a pesar de lo anterior, en algunos casos se utilizan ponderaciones basadas en efectos relativos incluso para comparaciones internacionales es porque se considera que los efectos relativos son menos dependientes del modelo en concreto elegido que los efectos absolutos. En parte por esa misma razón, tienden a utilizarse en mayor medida ponderaciones basadas en los efectos sobre el PIB frente a ponderaciones basadas en los efectos sobre precios.

(15) Los resultados con el ICM son cualitativamente idénticos.

español es muy sensible a variaciones en el tipo de cambio o en los tipos de interés en comparación con el PIB del conjunto de la UEM y que, sin embargo, a pesar de esa mayor sensibilidad del PIB español, los precios muestran una mayor inercia en España, de manera que la respuesta de los precios ante variaciones en el tipo de cambio y en los tipos de interés es menor en España que en la UEM (véase cuadro 1).

En todo caso, cualquiera que sea la ponderación que se utilice, no cabe duda de que las condiciones monetarias y financieras actuales son las más holgadas registradas desde enero de 1987, tanto en España como en la UEM. Además, la depreciación del euro ha supuesto un nuevo impulso expansivo. No obstante, a la hora de interpretar esto debe tenerse muy en cuenta que los índices aquí construidos se limitan a reflejar la evolución de las variables componentes, pero no nos dicen nada sobre la optimalidad o no de esos movimientos. En particular, la evolución temporal de dichos índices no puede interpretarse de forma automática en términos de riesgos inflacionistas, puesto que estos dependen también de otros factores, como las condiciones de actividad e inflación prevalecientes, el grado de flexibilidad de los mercados o el tono de la política fiscal.

18.2.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- BANQUE DE FRANCE (1996). «Les Indicateurs des Conditions Monétaires», *Bulletin de la Banque de France*, nº 30, junio, pp. 99-111.
- CABALLERO, J. C., MARTÍNEZ PAGÉS, J. y SASTRE, T. (1997). «La utilización de los índices de condiciones monetarias desde la perspectiva de un banco central», Banco de España, *Boletín económico*, mayo, pp. 37-46. Existe versión con el mismo título en Documento de Trabajo nº 9716.
- DORNBUSCH, R., FAVERO, C. and GIAVAZZ, F. (1998). «Immediate Challenges for the European Central Bank», *Economic Policy*, nº 26, pp. 15-64.
- ERICSSON, N., JANSEN, E., KERBESHIAN, N. y NYMOEN, R. (1998). «Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy», en *Topics in Monetary Policy Modelling*, agosto, Conference Papers, vol. 6, Bank for International Settlements, pp. 237-254.
- MAYES, D. y RAZZAK, W. A. (1998). «Transparency and accountability: empirical models and policy making at the Reserve Bank of New Zealand», *Economic Modelling*, 15, pp. 377-394.
- MAYES, D. y VIRÉN, M. (1998). *The Exchange Rate and Monetary Conditions in the Euro Area*, Bank of Finland Discussion Papers 27/98.
- MUÑOZ DE LA PEÑA, E. (1997). «La naturaleza de los mecanismos de transmisión monetaria en España y en los principales países europeos», Banco de España, *Boletín económico*, enero, pp. 55-70.
- ORTEGA, E. y ALBEROLA, E. (1999). «Transmisión de Shocks y Política Monetaria en la UEM. Un Ejercicio con el Modelo NIGEM», mimeo, Servicio de Estudios, Banco de España.
- PEETERS, M. (1998). *Monetary Conditions in Europe: A Methodological Analysis*, de Nederlandsche Bank Staff Reports nº 27.

Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE

Este artículo ha sido elaborado por Javier Andrés, de la Universidad de Valencia y del Servicio de Estudios, y por Ignacio Hernando y David López-Salido, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

Las decisiones tomadas por los agentes privados, las medidas de política económica adoptadas por el sector público y las perturbaciones que afectan a la economía durante un período de tiempo dado determinan simultáneamente la evolución conjunta de, entre otras variables macroeconómicas, la tasa de inflación, el grado de desarrollo del sistema financiero alcanzado por una economía y su tasa de crecimiento económico. A pesar de esta determinación conjunta, la literatura empírica sobre el crecimiento económico ha afrontado el estudio de las conexiones entre estas variables de manera independiente, analizando, de una parte, el impacto del desarrollo del sistema financiero sobre el crecimiento económico y, de otra, el efecto de la inflación sobre el crecimiento. Del análisis independiente de estas relaciones en el marco de las ecuaciones de convergencia tradicionales, surgen dos conclusiones bastante sólidas: que el desarrollo del sistema financiero en una economía estimula el crecimiento económico, y que elevadas tasas de inflación dificultan el crecimiento real.

Estas dos ramas de la literatura se han desarrollado de manera independiente. No obstante, diversos trabajos teóricos recientes se han ocupado de la determinación conjunta de estas tres variables: inflación, crecimiento y desarrollo del sistema financiero. Por un lado, algunos modelos señalan que ciertas políticas diseñadas para financiar elevados déficits públicos (2) tienen efectos adversos sobre el crecimiento económico y están asociadas a altas tasas de inflación. De acuerdo con esta clase de modelos, la correlación negativa entre crecimiento e inflación en el medio plazo vendría determinada por una tercera variable: la imposición, por parte del gobierno, de ciertas regulaciones sobre el sistema financiero con el único fin de conseguir la financiación de abultados déficits públicos. Alternativamente, otro conjunto de trabajos teóricos subraya que el único efecto

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9920, del Servicio de Estudios del Banco de España, publicado con el título *The role of the financial system in the growth-inflation link: the OECD experience*.

(2) Estas políticas se conocen en la literatura como políticas de restricción financiera [ver Roubini y Sala-i-Martin (1995)] e incluyen entre ellas el impuesto inflacionario, los coeficientes de inversión obligatoria, los techos en los tipos de interés y otras regulaciones del sistema financiero.

sustancial que la inflación genera sobre la actividad real en el largo plazo se produce a través de la interacción de la inflación con el sistema financiero. En consecuencia, de acuerdo con cualquiera de estas dos aproximaciones teóricas, parece conveniente considerar la inclusión de medidas del desarrollo del sistema financiero en los estudios que se ocupan de valorar los efectos de la inflación sobre el crecimiento económico.

En esta línea, la principal contribución del trabajo que sirve de base a este artículo es la estimación conjunta de los efectos del desarrollo financiero y de la inflación sobre el crecimiento económico. En concreto, se trata de contrastar si el efecto negativo en el largo plazo de la inflación sobre el crecimiento persiste cuando se incluyen en las tradicionales ecuaciones de convergencia indicadores del grado de desarrollo del sistema bancario y de los mercados de valores. El trabajo utiliza información para un conjunto de países de la OCDE durante el período 1961-1993, con el fin de explotar las dimensiones temporal y de sección cruzada (entre países). El trabajo se centra en la OCDE, porque su objetivo es analizar el papel del sistema financiero en las economías industrializadas, dado que este es presumiblemente diferente al desempeñado en países que se encuentran en etapas menos avanzadas en el proceso de desarrollo económico. En general, los resultados indican, en primer lugar, que los costes de largo plazo de la inflación no vienen explicados por políticas de restricción financiera y, en segundo lugar, que, si la inflación afecta al crecimiento a través de su interacción con las condiciones en los mercados financieros, este no es el único canal ni el más importante.

El resto del artículo se estructura de la siguiente forma: la sección 2 sintetiza los resultados de la literatura teórica y empírica que relaciona la inflación, el crecimiento y el desarrollo del sistema financiero. La sección 3 resume brevemente los resultados del análisis de las relaciones dinámicas entre estas tres variables, que se presentan con más detalle en el documento de trabajo que sirve de base a este artículo. Finalmente, en la última sección se resumen las principales conclusiones.

2. UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA

En el estudio de la relación entre el crecimiento económico y el grado de desarrollo financiero, son escasos los modelos en los que ambas variables se determinan simultáneamente. La mayoría de los modelos teóricos en este campo se ocupan del impacto potencial sobre el crecimiento del desarrollo financiero,

considerando que este último es exógeno. McKinnon (1973) y Shaw (1973) fueron los primeros en proporcionar una fundamentación teórica al hecho de que el buen funcionamiento de los mercados financieros favorece el crecimiento económico. Trabajos posteriores han profundizado en el estudio de los diferentes mecanismos que pueden explicar cómo la intermediación financiera afecta al crecimiento. Estos pueden clasificarse en tres grupos: *a)* los efectos sobre la tasa de ahorro; *b)* los efectos sobre la proporción de ahorro canalizado hacia actividades productivas, y *c)* los efectos sobre la eficiencia en la asignación del capital (3).

Por otro lado, diversos trabajos empíricos se han ocupado de la relación existente entre el grado de desarrollo de los mercados financieros y la tasa de crecimiento económico, haciendo uso de muestras muy amplias de países (muy heterogéneos en cuanto a su grado de desarrollo). Estos trabajos han obtenido reiteradamente una correlación positiva entre ambas variables, incluso cuando en las ecuaciones se han incluido la mayoría de los factores que tradicionalmente se consideran como determinantes del crecimiento (por ejemplo, la tasa de ahorro y las tasas de acumulación de los factores productivos). Este resultado se ha mantenido tanto cuando se mide el desarrollo del sistema financiero a través de medidas relativas al sistema bancario [King y Levine (1993a,b)] como cuando se mide con indicadores de los mercados bursátiles [Levine y Zervos (1998)].

La literatura teórica que se ha ocupado de analizar los efectos económicos de la inflación en el largo plazo ha sido igualmente abundante. Esta literatura ha destacado que una inflación elevada reduce la rentabilidad real del capital, socava la confianza de los inversores y afecta negativamente a otros determinantes del crecimiento, como el capital humano o la inversión en I+D. A este efecto de la inflación sobre el crecimiento a través de la acumulación de factores productivos se le denomina en la literatura canal de inversión. Al margen de este canal, la inflación también reduce la eficiencia en la utilización de los factores productivos. Este es el llamado canal de eficiencia, según el cual la mayor variabilidad de los precios relativos, que normalmente viene asociada a mayores tasas de inflación, distorsiona el contenido informativo de los precios relativos, de modo que los agentes tienen incentivos a dedicar más tiempo y recursos a la obtención de información para protegerse contra los daños provocados por la

(3) Pagano (1993) y Levine (1997) proporcionan excelentes revisiones de los argumentos teóricos que fundamentan la relación entre desarrollo del sistema financiero y crecimiento en el largo plazo.

inestabilidad de precios en lugar de destinarlos a actividades productivas. De este modo, la inflación contribuye a una asignación de recursos más ineficiente.

En el plano empírico, un conjunto reciente de trabajos ha analizado la influencia que la inflación tiene sobre el crecimiento en el largo plazo, en el marco de las ecuaciones de convergencia del modelo de crecimiento neoclásico (4) [véanse Fischer (1993) y Barro (1995)]. Los principales resultados de esta literatura pueden resumirse en los siguientes. En primer lugar, la inflación tiene un efecto negativo transitorio sobre las tasas de crecimiento, que es significativo y que genera una reducción permanente en el nivel de renta *per cápita*. En segundo lugar, la forma en que opera este efecto es no solamente reduciendo la tasa de acumulación de los factores productivos, sino afectando también a la eficiencia con que dichos factores se emplean.

En contraste con los modelos citados, que se centran fundamentalmente en analizar los efectos genuinos del desarrollo financiero y de la inflación sobre el crecimiento económico, existen dos clases de modelos que se ocupan simultáneamente del papel de estas dos variables en el proceso de crecimiento. Así, una corriente reciente de estudios teóricos ha explorado los efectos de la inflación sobre el crecimiento a través de su interacción con los mercados financieros. Estos trabajos identifican diferentes canales a través de los cuales la inflación exacerba los problemas de asimetría de información en los mercados financieros, deprimiendo el nivel de actividad y generando un coste significativo en términos de las tasas de crecimiento futuras. De Gregorio y Sturzenegger (1994a,b) hacen hincapié en que la capacidad de los intermediarios financieros para distinguir entre agentes heterogéneos se reduce a medida que la inflación aumenta, implicando que una mayor proporción del crédito se dirige a empresas menos eficientes. En el modelo elaborado por Choi, Smith y Boyd (1996), la inflación reduce el rendimiento real del ahorro, lo que agrava el problema de selección adversa presente en los mercados de capitales e induce un cierto grado de racionamiento de crédito. El denominador común de este primer tipo de modelos es la importancia que tienen los proble-

mas de información en los mercados financieros para explicar la relación entre crecimiento e inflación.

Una segunda corriente de investigación subraya que las estrategias de financiación de elevados déficit públicos a través de políticas de restricción financiera están detrás de la correlación negativa entre inflación y desarrollo del sistema financiero. Esta restricción del sistema financiero aumenta los costes de transacción asociados a la conversión de activos ilíquidos en líquidos y, como consecuencia, se expande la demanda de dinero. Esta expansión eleva, a su vez, el impuesto inflacionario y crea incentivos para llevar a cabo políticas inflacionistas (5). Además, estos modelos predicen que estas políticas tendrán también efectos reales adversos en la medida en que el mal funcionamiento del sistema financiero disminuya la eficiencia en la asignación del ahorro. Como consecuencia, estos modelos sugieren que el efecto negativo de la inflación sobre el crecimiento es espurio, ya que tanto la alta inflación como el bajo crecimiento están causados por estas políticas de restricción financiera.

En resumen, los modelos contemplados en ambas líneas de investigación señalan la conveniencia de considerar la introducción de medidas del desarrollo del sistema financiero en los estudios que se ocupan de valorar los efectos de la inflación sobre el crecimiento económico.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

En el trabajo que sirve de base a este artículo se analiza conjuntamente la evolución de la inflación, el crecimiento y el desarrollo del sistema financiero en un conjunto de países de la OCDE, utilizando dos enfoques metodológicos complementarios. Por un lado, se analiza la significatividad de cada variable para explicar la evolución futura de las otras variables (contrastos de causalidad de Granger) y, por otro lado, se estiman ecuaciones de convergencia aumentadas con la tasa de inflación y con indicadores del grado de desarrollo del sistema financiero. Si cualquiera de las dos líneas de investigación antes citadas fuera relevante, el coeficiente de la tasa de inflación en las ecuaciones de convergencia se vería significativamente afectado por la inclusión de medidas de desarrollo del sistema financiero.

El paso inicial en este análisis empírico es la medición del grado de desarrollo financiero de

(4) La llamada ecuación de convergencia real constituye la principal proposición empírica del modelo de crecimiento neoclásico. Esta ecuación indica que la tasa de crecimiento de una economía tendrá un componente tendencial (determinado por el crecimiento de la productividad total de los factores) y un componente de ajuste (que resulta de la propensión de dicha economía a situarse en su nivel de estado estacionario, si por alguna razón está fuera de él).

(5) Véase Roubini y Sala-i-Martin (1995).

una economía. Sin embargo, la construcción de indicadores sintéticos del volumen de servicios proporcionados por el sistema financiero no es una tarea sencilla. En primer lugar, porque los servicios prestados por el sistema financiero son de naturaleza muy diversa (gestión del sistema de pagos, canalización del ahorro, supervisión de los proyectos de inversión financiados, diversificación de riesgos, entre otros) y, en segundo lugar, porque los agentes que prestan estos servicios son también muy heterogéneos (bancos, mercados bursátiles, compañías de seguros, entre ellos). Como consecuencia de esta diversidad, en la literatura empírica se ha utilizado un amplio espectro de indicadores. En el trabajo que sirve de base a este artículo se ha empleado el conjunto de indicadores del grado de desarrollo del sistema bancario utilizado por King y Levine (1993a,b). Además, se ha considerado la capitalización como una medida del grado de desarrollo del mercado bursátil. La base de datos empleada incluye información anual para 21 países de la OCDE durante el período 1961-1993, con la excepción de la capitalización bursátil, que está disponible solo para 16 países y para el período 1971-1993.

La base de datos incorpora cuatro medidas del grado de desarrollo del sistema bancario (*estructura*, *créditos*, *pasivos* y *reservas*) y un indicador del grado de desarrollo del mercado bursátil (*bolsa*). La variable *pasivos* se define como el cociente entre los pasivos líquidos del sistema bancario (excluyendo efectivo y depósitos a la vista) y el PIB. Es la variable que se ha utilizado tradicionalmente en la literatura para aproximar el tamaño del sector de intermediarios financieros. El supuesto implícito para su uso es que el tamaño del sistema bancario está positivamente relacionado con la provisión de servicios bancarios. La variable *créditos* se define como el cociente entre el crédito bancario al sector privado no financiero y el PIB. Su uso se justifica porque el crédito concedido al sector público puede responder a criterios diferentes a los utilizados en la concesión del crédito al sector privado. La variable *estructura* se define como el cociente entre los activos del sistema bancario excluyendo el banco central y los activos del conjunto del sistema bancario. Esta variable pretende aproximar la importancia relativa del banco central en el conjunto del sistema bancario. La idea que subyace en el uso de esta variable es que los servicios prestados por el banco central son de naturaleza muy distinta a los prestados por el resto del sistema bancario. Adicionalmente, se ha considerado la variable *reservas* —cociente entre reservas y depósitos—. Esta variable, aunque es en gran medida reflejo de un instrumento de política monetaria, puede también interpretarse como una medida del grado de desarrollo financiero. La hipótesis

implícita para su consideración es que los países con altos coeficientes de reservas tienen sistemas financieros menos desarrollados que los países con coeficientes de reservas reducidos [en particular, Haslag y Koo (1999) ofrecen evidencia favorable a esta hipótesis]. Finalmente, la variable *bolsa* representa la capitalización bursátil en términos de PIB. La inclusión de esta variable se justifica por el hecho de que los mercados de valores prestan servicios financieros diferentes a los prestados por las instituciones bancarias.

El cuadro 1 presenta la distribución de las observaciones anuales de los cinco indicadores financieros utilizados en función del crecimiento del PIB *per cápita* y de la inflación. Cuando las observaciones se agrupan en cuatro cuartiles definidos en función de la tasa de crecimiento del PIB *per cápita* (panel A), se observa que los indicadores financieros no están significativamente correlacionados con las tasas de crecimiento. Además, a medida que nos movemos desde observaciones con reducido crecimiento a observaciones con tasas de crecimiento elevadas se observa una disminución sustancial en la tasa de inflación media. Cuando las observaciones se dividen en cuartiles definidos en función de la tasa de inflación (panel B), se observa que los indicadores financieros están negativamente —y en algún caso de manera significativa— correlacionados con la inflación. Finalmente, el panel C muestra que existe una elevada correlación entre los distintos indicadores financieros. Esta es especialmente apreciable en el caso de los indicadores relativos al sistema bancario (excluyendo *reservas*). Hay que señalar que, mientras las variables *pasivos*, *créditos* y *estructura* aproximan el desarrollo del sistema bancario, la variable *reservas* puede interpretarse como un indicador de restricción financiera y, por tanto, está negativamente correlacionada con los anteriores indicadores.

El análisis de las relaciones de causalidad entre inflación, crecimiento y desarrollo del sistema financiero se ha realizado mediante la estimación de modelos de vectores autorregresivos (VAR) (6). Los principales resultados —que aparecen reflejados de manera esquemática en la primera columna del cuadro 2— se comentan a continuación. En primer lugar, se observa que la inflación actual contiene información relevante sobre la evolución futura de las tasas de crecimiento real, dado que la suma de los coeficientes de la inflación desfasada en la

(6) Se ha estimado un modelo VAR trivariante para cada uno de los indicadores financieros utilizados. Cada modelo estimado incluye la tasa de crecimiento del PIB *per cápita*, la tasa de inflación y el correspondiente indicador del grado de desarrollo del sistema financiero.

CUADRO 1

Estadísticos descriptivos (a)

PANEL A						
INDICADORES FINANCIEROS E INFLACIÓN PARA SUBMUESTRAS DEFINIDAS EN TÉRMINOS DE LA TASA DE CRECIMIENTO						
	Muy baja	Baja	Alta	Muy alta	Correlación con la tasa de crecimiento	
					Valor observado	Signo esperable
Crecimiento del PIB <i>per cápita</i>	-0,6	2,0	3,5	6,1		
Inflación	8,5	7,1	6,2	6,0	-0,21	-
<i>Créditos</i>	59	56	52	48	-0,13	+
<i>Pasivos</i>	42	42	38	35	-0,14	+
<i>Estructura</i>	91	92	91	91	0,02	+
<i>Reservas</i>	7,0	6,7	7,1	8,1	0,05	-
Bolsa (b)	29	28	30	31	-0,01	+

PANEL B						
INDICADORES FINANCIEROS Y CRECIMIENTO PARA SUBMUESTRAS DEFINIDAS EN TÉRMINOS DE LA TASA DE INFLACIÓN						
	Muy baja	Baja	Alta	Muy alta	Correlación con la tasa de inflación	
					Valor observado	Signo esperable
Inflación	2,1	4,5	7,1	14,1		
Crecimiento del PIB <i>per cápita</i>	2,9	3,5	2,8	1,8	-0,21	-
<i>Créditos</i>	62	54	53	44	-0,16	-
<i>Pasivos</i>	41	39	39	39	0,01	-
<i>Estructura</i>	92	92	92	88	-0,26	-
<i>Reservas</i>	6,4	6,2	6,4	9,9	0,28	+
Bolsa (b)	44	30	26	17	-0,37	-

PANEL C					
CORRELACIONES CONTEMPORÁNEAS ENTRE LOS INDICADORES FINANCIEROS					
	<i>Bolsa (b)</i>	<i>Pasivos</i>	<i>Créditos</i>	<i>Estructura</i>	<i>Reservas</i>
Bolsa	-	0,57	0,51	0,19	-0,24
<i>Pasivos</i>		-	0,78	0,30	-0,08
<i>Créditos</i>			-	0,52	-0,14
<i>Estructura</i>				-	-0,43
<i>Reservas</i>					-

(a) La muestra completa incluye 21 países de la OCDE durante el período 1961-1993.
 (b) *Bolsa* solo está disponible para 16 países durante el período 1971-1993.

ecuación del crecimiento del PIB *per cápita* es siempre negativa y significativa. A su vez, los desfases de la tasa de crecimiento del PIB *per cápita* en la ecuación de inflación son positivos y, en la mayoría de los casos, significativos. Estos efectos se mantienen con independencia de la variable financiera incluida en el modelo VAR y de la estructura de desfases considerada. En segundo lugar, la evidencia de relación causal entre el crecimiento del PIB *per cápita* y los indicadores de desarrollo financiero es considerablemente más débil. De hecho, tan solo se aprecia causalidad desde el desarrollo del sistema financiero hacia el crecimiento del PIB *per cápita* cuando se utiliza como indicador financiero la capitalización bursátil. En este caso, se obtiene una causalidad positiva y significativa. Adicionalmente, la hipótesis de causalidad des-

de crecimiento real hacia las medidas de desarrollo financiero se rechaza claramente en todos los casos. Finalmente, los resultados sobre las relaciones de causalidad entre las variables financieras y la inflación distan de ser concluyentes. Por un lado, la inflación no ayuda a predecir la dinámica de los indicadores financieros. Este resultado contrasta con un reciente trabajo de Boyd, Levine y Smith (1996) donde se presenta evidencia de una relación negativa y significativa entre inflación y desarrollo del sistema financiero. Por otro lado, solo dos de los indicadores financieros considerados ayudan a predecir la tasa de inflación y, en ambos casos, el resultado no se mantiene para todas las estructuras de desfases consideradas. En resumen, los resultados del análisis de causalidad confirman la existencia de una relación negativa en-

Resumen de resultados (a)

	Contrastes de causalidad	Coefficiente en la ecuación de convergencia
Inflación	–	–
Pasivos del sistema bancario/PIB	n.s.	n.s.
Crédito al sector privado/PIB (Activos sistema bancario – Activos banco central)/ Activos sistema bancario	n.s.	n.s.
Reservas/Depósitos	n.s.	n.s.
Capitalización bursátil/PIB	+	n.s.

(a) Los símbolos +/- indican el signo de los efectos sobre la tasa de crecimiento del PIB de las distintas variables consideradas. «n.s.» indica efecto no significativo.

tre inflación y crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, ofrecen un débil respaldo a la presunta relación positiva entre desarrollo del sistema financiero y crecimiento real.

El segundo enfoque metodológico adoptado en el trabajo que sirve de base a este artículo ha consistido en la estimación de las ecuaciones de convergencia de un modelo de crecimiento neoclásico aumentadas con la tasa de inflación y con indicadores del grado de desarrollo financiero. Dado que los efectos de la inflación y del desarrollo financiero que se tratan de captar son efectos sobre el crecimiento en el largo plazo, la estimación de ecuaciones de convergencia parece el enfoque adecuado. Además, es el enfoque que se ha utilizado tradicionalmente en la literatura empírica. En este trabajo se han estimado versiones lineales de la ecuación de convergencia utilizando medias cuatrienales de los datos anuales. En la especificación utilizada, la variable dependiente es el crecimiento del PIB *per cápita* y se incluyen como regresores el nivel inicial de PIB *per cápita*, las tasas de acumulación de los factores productivos (capital físico, capital humano y trabajo), una tendencia, la tasa de inflación y los distintos indicadores de desarrollo financiero antes citados. Además, se ha incluido un conjunto de variables ficticias individuales (una por país), con el fin de tratar de evitar los posibles sesgos derivados de la omisión de efectos individuales potencialmente correlacionados con los regresores. Finalmente, se ha estimado por variables instrumentales para tener en cuenta la simultaneidad existente entre las variables consideradas, puesto que el empleo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), habitual en esta literatura, puede conducir a sesgos en la estimación de los efectos de interés. Los motivos son de dos tipos: por un lado, la inflación y el crecimiento real son el resultado conjunto de la respuesta de los agentes de una economía

ante perturbaciones diversas y, además, hay factores comunes (sistemas legales, instituciones políticas, progreso técnico, entre otros) que condicionan tanto el desarrollo financiero como el crecimiento real. Por otro lado, la literatura teórica —relativa tanto a la conexión entre inflación y crecimiento como a la relación entre desarrollo financiero y crecimiento— presenta argumentos que explican la posible existencia de causalidad en ambos sentidos.

De las diversas estimaciones de la ecuación de convergencia se derivan dos resultados, que aparecen esquematizados en la segunda columna del cuadro 2. En primer lugar, el coeficiente de la inflación es negativo y significativo, y su tamaño es, al menos, el doble del obtenido en las estimaciones MCO. Este resultado es coherente con la existencia de causalidad positiva desde el crecimiento real hacia la tasa de inflación, lo que implica la existencia de un sesgo a la baja en la estimación MCO de los costes reales de la inflación. En segundo lugar, ninguno de los indicadores de desarrollo financiero resulta ser significativo en las ecuaciones estimadas, incluso cuando no se introduce la inflación en la ecuación estimada. Este resultado es coherente con el obtenido en De Gregorio y Guidotti (1995). Estos autores encuentran que la correlación entre los indicadores del grado de desarrollo financiero y la tasa de crecimiento es considerablemente más débil en los países industrializados y sugieren que el efecto positivo del desarrollo financiero es más relevante en las etapas iniciales del proceso de desarrollo.

4. CONCLUSIONES

Este artículo ha examinado las relaciones dinámicas entre inflación, crecimiento real y desarrollo del sistema financiero, con el fin de contrastar la solidez de la relación negativa

existente en el medio plazo entre inflación y crecimiento en los países desarrollados. Su principal contribución es la consideración conjunta de los efectos de la inflación y del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico. El análisis contenido en el trabajo que se resume en el presente artículo muestra que el efecto negativo de la inflación sobre el crecimiento en las ecuaciones de convergencia sigue siendo significativo después de incluir en la especificación diversas variables que tratan de aproximar el grado de desarrollo financiero. Por el contrario, la conexión entre los citados indicadores de desarrollo financiero y el crecimiento de la economía es débil e incluso desaparece cuando se estima teniendo en cuenta la heterogeneidad individual y la determinación simultánea de las variables consideradas. En conjunto, estos resultados sugieren que existen unos inequívocos costes reales de la inflación en el largo plazo y que dichos costes no vienen explicados por la existencia de políticas de restricción financiera; por lo que, aunque la inflación pueda conllevar costes reales a través de su interrelación con las condiciones de los mercados financieros, ese no es el único —ni el más importante— canal de influencia de la inflación sobre el crecimiento.

Finalmente, en el análisis desarrollado no se ha detectado una relación nítida entre crecimiento y desarrollo del sistema financiero. Hay tres potenciales razones que permiten explicar este resultado. En primer lugar, como ya se ha señalado, la conexión entre desarrollo financiero y crecimiento real puede ser menos relevante para países industrializados con sistemas financieros muy desarrollados. En segundo lugar, el análisis convencional de esta relación no ha corregido los sesgos de especificación que surgen cuando no se tienen en cuenta la heterogeneidad entre países y la simultaneidad entre las variables consideradas. Finalmente, los indicadores del grado de desarrollo del sistema financiero utilizados en este análisis —que son los habitualmente utilizados en la literatura empírica relacionada— pueden ser adecuados cuando se analizan muestras amplias de países, pero pueden ser muy poco precisos cuando se considera una muestra de países más pequeña y homogénea, como es el caso de la muestra de países de la OCDE utilizada en este trabajo. En particular, cabe pensar que el impacto del desarrollo de los mercados financieros es más complejo de lo que los indicadores utilizados pueden captar. En este sentido

conviene hacer varias precisiones: estos indicadores no abarcan a todos los agentes e instituciones que prestan servicios financieros, y miden principalmente el tamaño de la institución o el mercado, pero no captan adecuadamente la eficiencia del sistema financiero. En este sentido, la construcción de indicadores de la eficiencia del sistema financiero y la evaluación de su impacto en el proceso de crecimiento económico son áreas que merecen ser investigadas.

21.2.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- BARRO, R. (1995). «Inflation and economic growth», *Bank of England Economic Bulletin*, pp. 1-11.
- BOYD, J., R. LEVINE y B. SMITH (1996). *Inflation and financial market performance*, Federal Reserve Bank of Cleveland, WP 9617.
- CHOI, S., B. SMITH y J. BOYD (1996). «Inflation, financial markets and capital formation», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mayo/junio, pp. 9-39.
- DE GREGORIO, J. y P. GUIDOTTI (1995). «Financial development and economic growth», *World Development*, 23, pp. 433-448.
- DE GREGORIO, J. y F. STURZENEGGER (1994a). *Credit markets and the welfare costs of inflation*, NBER Working Paper 4873.
- (1994b). *Financial markets and inflation under imperfect information*, IMF Working Paper 94/63.
- FISCHER, S. (1993). «The role of macroeconomic factors in growth», *Journal of Monetary Economics*, 32, pp. 485-512.
- KING, R. y R. LEVINE (1993a). «Finance and growth: Schumpeter might be right», *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp. 717-737.
- (1993b). «Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence», *Journal of Monetary Economics*, 32, pp. 513-542.
- LEVINE, R. (1997). «Financial development and economic growth: views and agenda», *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 688-726.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1998). «Stock markets, banks and growth», *American Economic Review*, 88, pp. 537-558.
- McKINNON, R. (1973). *Money and capital in economic development*, Washington D.C., Brookings Institution.
- PAGANO, M. (1993). «Financial markets and growth: an overview», *European Economic Review*, 37, pp. 613-622.
- ROUBINI, N. y X. SALA-I-MARTIN (1995). «A growth model of inflation, tax evasion and financial repression», *Journal of Monetary Economics*, 35, pp. 275-301.
- SHAW, E. (1973). *Financial deepening in economic development*, Nueva York, Oxford University Press.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 31 de enero de 2000

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	5,25	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	5,20	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	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR	4,00	10,62	—	18,10	—
BANCOVAL	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANESTO BANCO DE EMISIONES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANIF, BANQUEROS PERSONALES	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	3,00	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN	—	—	—	—	—
BBV PRIVANZA BANCO	5,75	18,12	17,00	18,12	17,00
CASTILLA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CATALANA	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
CREDIT LYONNAIS ESPAÑA	3,00	13,75	13,09	13,75	13,09
CRÉDITO BALEAR	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	—	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBV	7,75	33,18	29,00	—	—
DEPÓSITOS	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL	5,75	28,97	26,00	28,97	26,00
ESFINGE	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA	4,83	20,44	—	20,11	—
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	5,00	10,62	—	19,00	—
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS	5,50	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES	6,00	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO	6,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO	4,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
HBF BANCO FINANCIERO, S.A.	6,00	33,18	29,00	33,18	29,00
HERRERO	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE BILBAO	—	—	—	—	—
INVERSIÓN	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
JOVER	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)

(Continuación) 2
Situación al día 31 de enero de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
MAPFRE	4,50	10,62	—	10,62	—
MARCH	6,00	30,60	—	29,86	—
MURCIA	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NEGOCIOS ARGENTARIA	9,75	33,18	—	32,31	—
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
OPEN BANK, S.A.	—	7,96	7,68	7,96	7,68
PASTOR	4,25	21,34	19,50	31,08	28,00
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	4,75	28,82	27,00	29,86	27,00
POPULAR HIPOTECARIO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PRIVAT BANK	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS	—	—	—	—	—
PUEYO	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER DE NEGOCIOS	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
UBS ESPAÑA	4,50	10,63	10,14	10,63	10,14
VALENCIA	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA	5,25	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO	4,75	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i>	5,49	25,01	23,51	25,54	23,49
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.	4,07	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA	1,90	12,75	12,18	12,75	12,18
ARAB BANK PLC, S.E.	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL	6,00	26,56	—	28,07	—
ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION	—	—	—	—	—
ATLÁNTICO	5,00	28,07	25,00	28,07	25,00
B.N.P.-ESPAÑA	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOIA	4,00	29,00	—	29,00	—
BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANQUE PSA FINANCE HOLDING, S.E.	5,25	—	—	—	—
BARCELONESA DE FINANCIACIÓN	9,75	—	—	22,50	—
BARCLAYS BANK	4,00	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.	4,00	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.	—	—	—	20,31	—
CARIPO S.P.A., S.E.	3,65	8,19	7,90	—	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)

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

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
CITIBANK N.A., S.E.....	9,75	20,00	–	20,00	–
COMMERCIALE ITALIANA, S.E.	6,00	10,62	–	–	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	–	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	4,00	12,91	12,50	(4,06)	(4,00)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	3,94	7,00	–	7,00	–
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	–	–	–	–	–
DEUTSCHE BANK.....	3,00	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....	–	–	–	–	–
DEUTSCHE BANK CREDIT.....	6,00	10,62	–	13,75	–
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.	–	–	–	–	–
DRESDNER BANK A.G., S.E.....	3,08	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO.....	4,50	32,31	29,00	10,63	10,14
ESPIRITO SANTO, S.E.....	4,50	25,58	23,00	10,62	10,14
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID.....	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EXTREMADURA.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.	5,35	10,62	–	5,35	–
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.....	–	–	–	–	–
FIMESTIC.....	–	–	–	–	–
FRANFINANCE, S.E.....	–	–	–	–	–
FORTIS BANK, S.E.	3,00	15,56	15,00	–	(3,00)
HALIFAX HISPANIA.....	–	10,62	–	–	–
HSBC BANK PLC, S.E.	3,53	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.....	5,00	–	–	–	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	–	–	–	–	–
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.....	4,75	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID.....	–	–	–	–	–
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.....	3,50	32,20	29,00	32,20	29,00
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.....	4,50	9,50	–	–	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.....	4,25	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
ROMA, S.P.A., S.E.....	5,75	10,25	10,00	–	(4,00)
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)	–
URQUIJO.....	3,00	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>	4,76	17,02	16,73	19,09	17,84
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,13	21,69	21,05	23,46	22,19

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

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	3,50	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	4,50	27,44	–	27,44	–
BADAJOS	4,00	18,70	–	19,25	18,00
BALEARES	4,90	20,39	–	26,24	–
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	5,11	10,56	–	15,87	–
BURGOS MUNICIPAL	4,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	5,88	17,00	–	–	(8,00)
CANARIAS INSULAR	7,00	27,44	25,00	19,82	18,50
CARLET	4,59	13,65	–	19,25	–
CASTILLA-LA MANCHA	4,50	23,30	–	23,30	–
CATALUNYA	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA	6,50	10,25	10,00	–	(2,00)
COLONYA-POLLENSA	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	3,29	23,21	–	(6,14)	–
EXTREMADURA	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA	3,75	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA	4,00	18,75	–	18,75	–
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN	4,75	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	4,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	–	18,11	–
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,35	26,82	–	26,25	–
JAÉN	5,00	26,56	–	27,44	–
LAIETANA	4,00	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	3,75	19,75	–	19,75	–
MANRESA	6,25	10,62	10,14	–	(5,00)
MEDITERRÁNEO	4,50	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	4,25	18,75	17,56	–	(6,00)
NAVARRA	5,00	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT	5,61	19,50	17,95	19,50	18,22
PENEDÉS	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	20,44	18,75	20,11	18,75
TERRASSA	4,33	14,93	–	14,93	–
UNICAJA	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	3,01	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO E OURENSE	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA	5,87	10,62	–	24,00	–
TOTAL					
<i>Media simple</i>	4,84	20,99	19,94	21,54	19,95

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

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

CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACIÓN EN EL «BOE»
1/2000, de 28 de enero	Entidades de crédito. Modificación de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela.	10 de febrero de 2000

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial
Variaciones producidas entre el 22 de enero y el 21 de febrero de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS		
0150	NATIONAL WESTMINSTER BANK PLC., SUCURSAL EN ESPAÑA	CIERRE.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Ignacio Fuentes and Teresa Sastre

MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE SPANISH BANKING INDUSTRY: SOME EMPIRICAL EVIDENCE

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9924

Desde finales de la década de los ochenta, el sistema bancario español ha estado sometido a un proceso de grandes cambios que han afectado a su estructura, así como a las relaciones competitivas entre las entidades que lo conforman. Este nuevo entorno operativo ha obligado a las entidades bancarias a replantear sus estrategias a fin de adaptarse a la nueva situación, y una de las estrategias elegidas ha sido la de la concentración mediante fusiones. Este trabajo pretende aportar alguna evidencia empírica sobre el impacto que dicho proceso de concentración ha tenido en el proceso de transmisión de la política monetaria, en el grado de competencia de los mercados bancarios y en la evolución de las entidades fusionadas.

El efecto sobre la transmisión de la política monetaria se analiza midiendo el impacto que han podido tener las operaciones de fusión sobre el nivel de los tipos de interés fijados por las entidades bancarias. Para ello se han estimado diversas ecuaciones de determinación de los tipos de interés bancarios utilizando datos de panel de las entidades bancarias españolas para el período 1988 a 1997. Estas ecuaciones también se han utilizado para evaluar los efectos de la creciente competencia en los mercados bancarios sobre los tipos bancarios activos y pasivos.

El estudio del impacto de las operaciones de fusión sobre la evolución de las entidades se aborda utilizando una metodología de análisis caso por caso basado en los cambios registrados por un conjunto de *ratios* financieras. La comparación de estas *ratios* en los períodos anteriores y posteriores a la operación de fusión permite conocer algunos efectos de las fusiones sobre el nivel de eficiencia, de rentabilidad y de solvencia de las entidades fusionadas.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1998	Mes	Pág.	1998	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Abr	5	Regulación financiera: tercer trimestre de 1998	Oct	77
Los factores estacionales del crédito interno para 1998	Abr	49	Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria. Conferencia del Gobernador del Banco de España en la apertura del Encuentro Internacional sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española»	Nov	7
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1997	Abr	55	Evolución económica y financiera	Nov	13
Préstamos hipotecarios: tipos oficiales de referencia y tipos efectivamente utilizados	Abr	107	Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el tercer trimestre de 1998	Nov	25
Regulación financiera: primer trimestre de 1998	Abr	119	La reforma de la Ley del Mercado de Valores y el mercado de deuda pública	Nov	31
Evolución económica y financiera	May	5	Los nuevos estados contables de las entidades de crédito. Análisis de su información e implicaciones para el coeficiente de caja	Nov	51
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el primer trimestre de 1998	May	17	Las sociedades de tasación: actividad en 1997	Nov	57
El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas	May	23	¿Son posibles las divergencias entre los países de la Unión Monetaria?	Nov	67
El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional y sus implicaciones para España	May	33	Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados	Dic	5
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de la XXV edición de las Jornadas de Mercado Monetario	Jun	7	Evolución económica y financiera	Dic	11
Evolución económica y financiera	Jun	15	Resultados de las empresas no financieras en 1997 y hasta el tercer trimestre de 1998	Dic	25
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1998	Jun	27	La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas	Dic	41
Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas	Jun	41			
Una clasificación por riesgos de los fondos de inversión españoles	Jun	49	1999	Mes	Pág.
Expectativas sobre los tipos de interés: una estimación de su distribución	Jun	57	Informe trimestral de la economía española	Ene	7
Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	7	Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53
Importancia de la caída de los tipos de interés en la revalorización reciente de las bolsas internacionales	Jul-Ago	55	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61
Un modelo de cambio de régimen para la tasa de inflación española	Jul-Ago	65	Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 1997	Jul-Ago	69	Evolución reciente de la economía española	Feb	7
Regulación financiera: segundo trimestre de 1998	Jul-Ago	89	La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21
Evolución económica y financiera	Sep	7	La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1998	Sep	19	Evolución reciente de la economía española	Mar	7
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el segundo trimestre de 1998	Sep	31	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1997	Sep	37	El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33
Información sobre el número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1997	Sep	45	Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39
La controlabilidad de los agregados monetarios	Sep	57	Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España	Mar	47
Informe trimestral de la economía española	Oct	7			
Perspectivas para la titulización de activos en España	Oct	53			
Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de lavado de cupón	Oct	61			
El mercado de divisas en España, en 1998	Oct	67			

1999	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Abr	7	La política monetaria y la economía real	Oct	55
Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49	Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	Oct	69
El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998	Oct	81
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63	Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	Oct	91
Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113	Evolución reciente de la economía española	Nov	9
Evolución reciente de la economía española	May	7	Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	Nov	23
Medidas de inflación subyacente	May	21	La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999	Nov	39
El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29	El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	Nov	45
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37	Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras	Nov	53
Convocatoria extraordinaria de una beca para realizar un estudio sobre la contribución del Servicio de Estudios del Banco de España al conocimiento de la economía española	May	45	La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro	Nov	61
Evolución reciente de la economía española	Jun	9	Evolución reciente de la economía española	Dic	9
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23	Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM	Dic	23
La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35	Los mercados e intermediarios financieros españoles	Dic	33
Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41			
Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49	2000	Mes	Pág.
Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998	Jun	71	Informe trimestral de la economía española	Ene	9
Informe trimestral de la economía española.	Jul-Ago	9	¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?	Ene	55
Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	55	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999	Ene	63
El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	69	La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	Ene	79
Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	79	Evolución reciente de la economía española	Feb	9
La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83	La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25
Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97	Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33
Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105	La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43
Evolución reciente de la economía española	Sep	9	Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23	Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69
La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35			
Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41			
Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55			
La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65			
Informe trimestral de la economía española	Oct	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 (en disquetes, mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

MONOGRAFÍA ANUAL

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA.

RECOPILOCIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

REGISTROS DE ENTIDADES (en disquetes, mensual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (Primera edición, 1991. Segunda edición actualizada, 1995).
45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991).
46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991).
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992).
49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992).
50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992).
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

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

53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Repatriación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).

22. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991).
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992).
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992).
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II: La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 9802 PILAR ÁLVAREZ CANAL: Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 ÁNGEL ESTRADA Y ALBERTO URTASUN: Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 SOYOUNG KIM: Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 OLYMPIA BOVER, PILAR GARCÍA-PEREA AND PEDRO PORTUGAL: A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 PABLO HERNÁNDEZ DE COS E IGNACIO HERNANDO: El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 SOYOUNG KIM: Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y ALICIA SANCHÍS: Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 JOSÉ VIÑALS: The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 JUAN AYUSO, GRACIELA L. KAMINSKY AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 ROBERTO BLANCO: Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
- 9816 M^a CRUZ MANZANO E ISABEL SÁNCHEZ: Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, EMILIO MUÑOZ AND JUAN PEÑALOSA: The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ Y JAVIER SANTILLÁN FRAILE: El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 EVA ORTEGA: The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 EVA ORTEGA: Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
- 9821 EVA ORTEGA: Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 CORAL GARCÍA Y ESTHER GORDO: Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 ENRIQUE ALBEROLA-ILA AND TIMO TYRVÄINEN: Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 CONCHA ARTOLA E ISABEL ARGIMÓN: Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.
- 9825 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The long-run effect of permanent disinflations.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 9725 ENRIQUE ALBEROLA, JOSÉ MANUEL MARQUÉS Y ALICIA SANCHÍS: Persistencia en el desempleo, independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9726 FRANCISCO ALONSO, JUAN AYUSO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: How informative are financial asset prices in Spain?
- 9727 JAVIER ANDRÉS, RICARDO MESTRE AND JAVIER VALLÉS: Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
- 9728 JUAN J. DOLADO, JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO AND JOSÉ VIÑALS: A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.
- 9801 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA PEREA, ALBERTO URTASUN Y JESÚS BRIONES: Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.

- 9901 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO: Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 OLYMPIA BOVER Y RAMÓN GÓMEZ: Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 IGNACIO HERNANDO Y JOSEP A. TRIBÓ: Relación entre contratos laborales y financieros: Un estudio teórico para el caso español.
- 9905 CRISTINA MAZÓN AND SOLEDAD NÚÑEZ: On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 NADINE WATSON: Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 JOSÉ VIÑALS: El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.
- 9908 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Learning about migration decisions from the migrants.
- 9909 OLYMPIA BOVER AND PILAR VELILLA: Migrations in Spain: Historical background and current trends.
- 9910 FERNANDO RESTOY: Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.
- 9911 LUIS J. ÁLVAREZ AND M^a DE LOS LLANOS MATEA: Underlying inflation measures in Spain.
- 9912 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Estimation of the business cycle: a modified Hodrick-Prescott filter.
- 9913 ENRIQUE ALBEROLA AND JOSÉ MANUEL MARQUÉS: On the relevance and nature of regional inflation differentials: The case of Spain.
- 9914 AGUSTÍN MARAVALL: An application of tramo and SEATS. Report for the «Seasonal Adjustment Research Appraisal» project.
- 9915 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal outliers in time series.
- 9916 ENRIQUE ALBEROLA AND HUMBERTO LÓPEZ: Internal and external exchange rate equilibrium in a cointegration framework. An application to the Spanish Peseta.
- 9917 JOSÉ VIÑALS AND JAVIER VALLÉS: On the real effects of monetary policy: A central banker's view.
- 9918 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Short-term and long-term trends, seasonal adjustment, and the business cycle.
- 9919 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: Intertemporal substitution and the liquidity effect in a sticky price model.
- 9920 J. ANDRÉS, I. HERNANDO AND J. D. LÓPEZ-SALIDO: The role of the financial system in the growth-inflation link: The OECD experience.
- 9921 ÁNGEL ESTRADA AND IGNACIO HERNANDO: Microeconomic price adjustments and inflation: Evidence from Spanish sectoral data.
- 9922 CONCHA ARTOLA AND UNA-LOUISE BELL: Identifying Labour Market Dynamics using Labour Force Survey Data.
- 9923 JUAN AYUSO AND ROBERTO BLANCO: Has financial market integration increased during the nineties?
- 9924 IGNACIO FUENTES AND TERESA SASTRE: Mergers and acquisitions in the Spanish Banking industry: some empirical evidence.

EDICIONES VARIAS (1)

- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 1.040 PTA (*).
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (**).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 1.040 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 1.560 PTA (*).
- FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 2.080 PTA (*).
- MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 1.560 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 1.040 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 15.600 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 8.000 PTA (*).
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.080 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3^a ed. (1994). 15.600 PTA (*).
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 520 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 832 PTA (*).
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 1.040 PTA (*).
- RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (***).
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).
- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (*).
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA (*).
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999)(**).
- BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 2.000 PTA(*).

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

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

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

Informe anual (ediciones en español e inglés):

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

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

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

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

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

Central de Anotaciones en Cuenta:

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

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

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

Economic bulletin (3):

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

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

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

Sistema de información en línea (SILBE):

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

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (5):

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

Circulares a entidades de crédito:

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

Circulares del Banco de España. Recopilación:

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

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

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

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

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

Documentos de trabajo:

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

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

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

Memoria del Servicio de Reclamaciones

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

Ediciones varias (8).

(1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.

(2) Mediante solicitud previa se ofrece la posibilidad de recibir esta publicación en disquete en cualquiera de ambos idiomas, sin coste adicional.

(3) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las ediciones en inglés del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de los *Documentos de Trabajo* (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.

(4) La suscripción al *Boletín estadístico* en disquetes incluye la información contenida en dicha publicación, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.

(5) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.

(6) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.

(7) La suscripción al Registro de entidades en disquete incluye el envío gratuito del *Boletín económico* mensual.

(8) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.