

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

noviembre 1999

boletín económico

noviembre 1999

BANCO DE ESPAÑA

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

Siglas empleadas

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

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

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

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

Abreviaturas y signos más utilizados

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

Índice

	<u>Páginas</u>
Evolución reciente de la economía española	9
Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	23
La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999.	39
El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	45
Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras.	53
La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro.	61
Información del Banco de España.	69
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación al día 31 de octubre de 1999.	71
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 22 de octubre y el 23 de noviembre de 1999	75
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en los Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 22 de octubre y el 23 de noviembre de 1999	76
Indicadores económicos	77
Artículos y publicaciones del Banco de España	139

Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

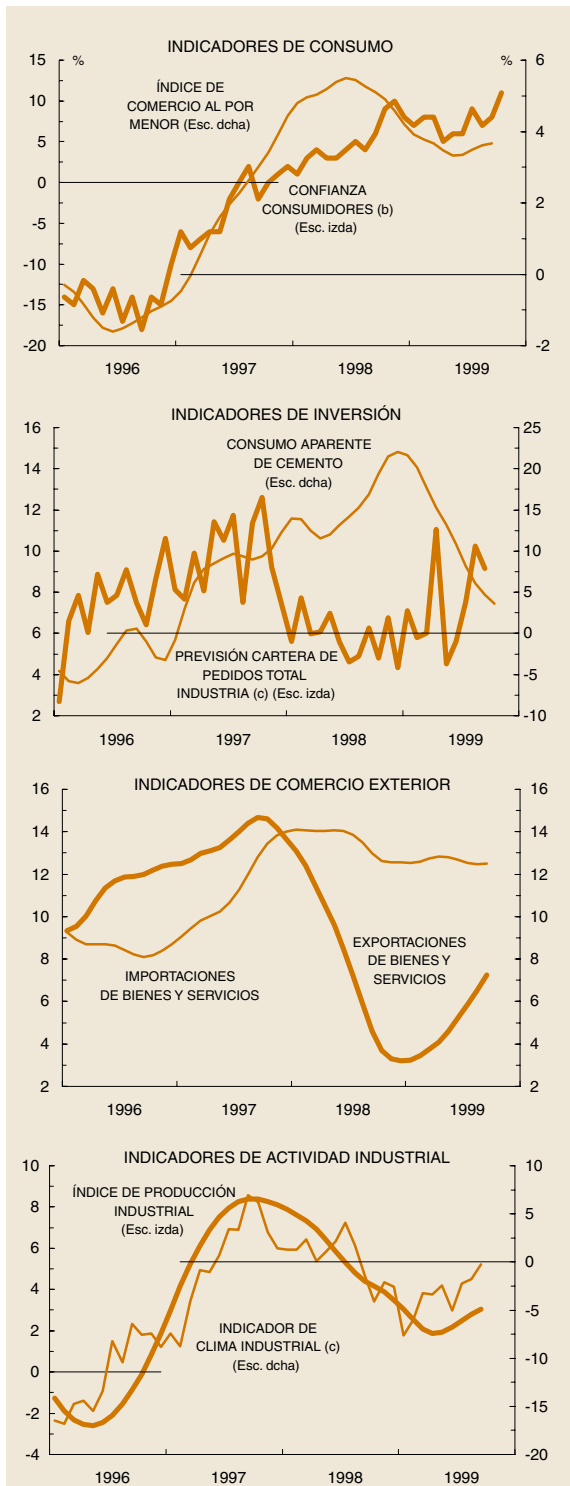
La información coyuntural aparecida en el último mes, relativa en su mayor parte al cierre del tercer trimestre de 1999, es coherente con un comportamiento del sector real como el descrito en el último «Informe trimestral de la economía española» (1). Los distintos indicadores disponibles tienden a confirmar que la demanda interna mantuvo en ese período un ritmo de variación similar, al menos, al registrado en la primera parte del año, mientras que las exportaciones siguieron reanimándose, permitiendo una aportación algo menos negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Desde la óptica de la actividad productiva, la información recibida refleja la recuperación de la actividad industrial, mientras que se observa una cierta estabilidad en las tasas de crecimiento del empleo. La evolución de los salarios en 1999 no ofrece novedades, permaneciendo en el 2,3 % el incremento medio pactado de las tarifas salariales.

La mayor parte de los indicadores de consumo han elevado su ritmo de crecimiento en los últimos meses. El índice general de ventas del comercio al por menor mantuvo en septiembre el dinamismo ganado a partir del mes de junio, y cerró el tercer trimestre con un crecimiento interanual del 4,7 %, por encima del registrado en el primer semestre del año. Las ventas de alimentos mostraron un tono algo más bajo que el resto de los bienes de consumo, aunque también se han recuperado, tras el retroceso observado en primavera. El índice de disponibilidades de bienes de consumo registró, asimismo, un perfil ascendente en el tercer trimestre, destacando, como en el caso del indicador de ventas, un avance más moderado de las disponibilidades alimenticias. Dentro del consumo no alimenticio, las disponibilidades de material de transporte experimentaron, sin embargo, una desaceleración en los meses de verano que también se ha observado en la evolución de las matriculaciones de automóviles. La desaceleración de las matriculaciones se ha prolongado en el mes de octubre, último dato publicado, aunque su incremento acumulado en los diez primeros meses del año es todavía del 19,6 %. El indicador de confianza de los consumidores, que en los meses de verano recuperó el nivel medio alcanzado al inicio del año, registró un nuevo avance en el mes de octubre, alcanzando un máximo histórico. La mejora se ha extendido a las series de expectativas de gasto para los próximos meses. Aunque de forma menos marcada, el indicador de confianza del comer-

(1) Véase el *Boletín económico* de octubre de 1999.

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



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

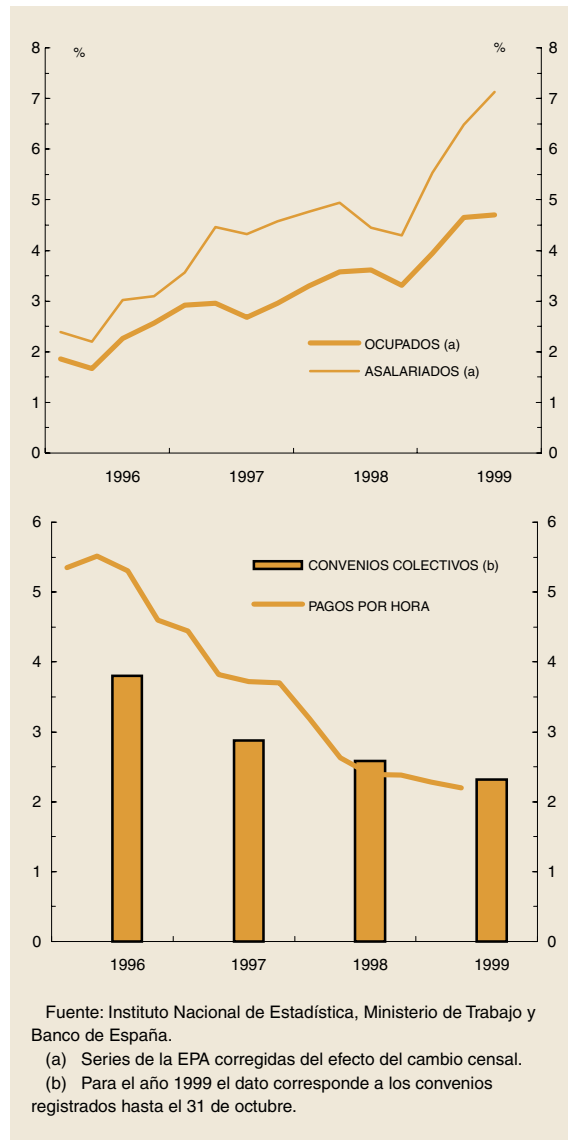
(a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel serie original.

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

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



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

(a) Series de la EPA corregidas del efecto del cambio censal.

(b) Para el año 1999 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de octubre.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información prácticamente completa para el tercer trimestre, ha experimentado un crecimiento acumulado del 11 % en el período enero-septiembre. Aunque en términos de tasas interanuales este indicador ha mostrado una ralentización de su crecimiento en los meses más recientes, su tendencia es de moderada recuperación a partir de las tasas ya elevadas, cercanas al 10 %, que viene

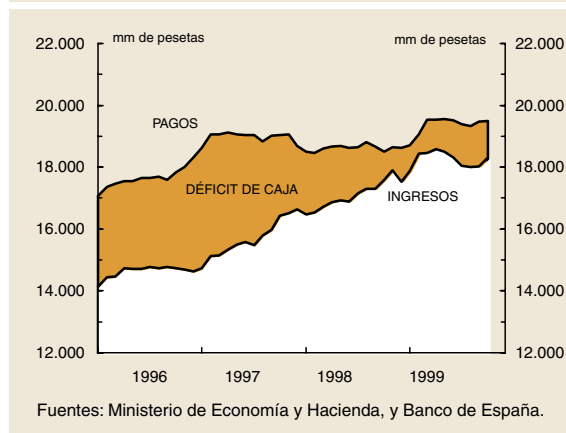
El índice de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información prácticamente completa para el tercer trimestre, ha experimentado un crecimiento acumulado del 11 % en el período enero-septiembre. Aunque en términos de tasas interanuales este indicador ha mostrado una ralentización de su crecimiento en los meses más recientes, su tendencia es de moderada recuperación a partir de las tasas ya elevadas, cercanas al 10 %, que viene

registrando desde 1998. A nivel desagregado, continúa destacando el aumento significativamente mayor de las disponibilidades de material de transporte, frente al resto de bienes de equipo. Por su parte, el indicador de clima industrial del sector —publicado por el MINER— mostró una ostensible mejora en septiembre, como consecuencia de las favorables expectativas sobre producción y cartera de pedidos.

La información sobre el gasto en construcción apunta hacia una moderación de los altos ritmos de crecimiento registrados en la primera mitad del año. Entre los indicadores contemporáneos, el consumo aparente de cemento aumentó un 4,9 % en el tercer trimestre, frente al incremento del 13,3 % acumulado en el período transcurrido del año, como consecuencia de la fuerte desaceleración que viene sufriendo desde el segundo trimestre. Por su parte, la producción de materiales para la construcción continuó creciendo a un ritmo del 4,9 % en septiembre, similar al acumulado en el año, mientras que los indicadores de empleo en el sector han mostrado evoluciones dispares en el período de verano —un crecimiento sustancial, según la EPA, y un comportamiento más en línea con los indicadores de actividad, las afiliaciones y el paro registrado—. Aunque el indicador de confianza del sector de la construcción se recuperó algo en octubre del fuerte deterioro sufrido en agosto, su nivel actual es sustancialmente inferior al registrado al inicio del año. En cualquier caso, las opiniones relativas a la contratación siguen mostrando saldos positivos y los indicadores adelantados del gasto en construcción han frenado, en el segundo trimestre, el deterioro que venían sufriendo desde mediados de 1998.

Con los datos de comercio exterior disponibles hasta el mes de septiembre, las exportaciones han seguido la senda de moderada recuperación iniciada en el segundo trimestre, como consecuencia de las mejoras registradas en el contexto económico internacional. El crecimiento real de las exportaciones acumulado hasta el mes de septiembre se situó en el 3,9 %, muy inferior al 12,6 % registrado por las importaciones, que, por su parte, han consolidado los avances logrados en los meses anteriores. Sin embargo, los distintos ritmos de crecimiento de las exportaciones y las importaciones han propiciado un aumento del déficit comercial, de forma que, aunque ha mejorado el saldo de ingresos por turismo, la balanza por cuenta corriente presentó un saldo deficitario de 3.245 millones de euros (540 mm de pesetas) en los ocho primeros meses del año, frente al superávit de 2.620 millones de euros (436 mm de pesetas) obtenido en el mismo período del año anterior. Por su parte, el saldo de la balanza de capital

GRÁFICO 3
Ingresos y pagos líquidos del Estado. Déficit de caja
Totales móviles de 12 meses



registró un superávit de 3.663 millones de euros (609 mm de pesetas), algo inferior al obtenido en los ocho primeros meses de 1998.

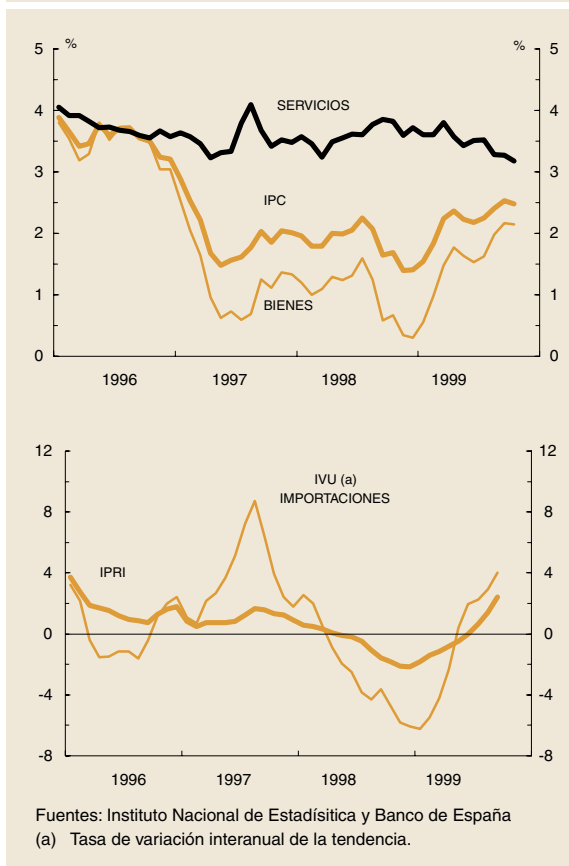
Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial registró una tasa de variación interanual del 3,7 % en septiembre, que se transforma en un 3,2 % cuando se tienen en cuenta los efectos calendario. Aunque este dato ha corregido algo a la baja la aceleración sufrida por este indicador en agosto, ha venido a confirmar también que la actividad industrial se mantiene en una senda de recuperación sostenida. Por componentes, ha sido precisamente la producción de bienes intermedios y de bienes de consumo —la que más se aceleró en agosto— la que mayor corrección experimentó en septiembre, aunque la pauta de recuperación es clara en todos ellos. La encuesta de coyuntura industrial publicada por la CE ha recogido una elevación del indicador de confianza industrial en los meses de septiembre y octubre, como consecuencia de la mejora de las expectativas de producción. Sin embargo, en el tercer trimestre todavía tuvo lugar una reducción del grado de utilización de la capacidad productiva en la industria, que los empresarios del sector esperan que se revierta en el último trimestre del año.

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el tercer trimestre de 1999 el empleo creció un 4,7 %, en relación con el mismo período del año anterior, tasa que coincide con la registrada en el segundo trimestre (2). El empleo ha continuado avanzando a ritmos elevados con posterioridad, según se desprende del incremento de las afiliaciones totales a la Segu-

(2) En otro artículo de este Boletín se comentan con mayor detalle los resultados de la EPA del tercer trimestre.

GRÁFICO 4

Índices de precios
Tasas de variación interanuales



riedad Social del mes de octubre (un 5,7 %), tasa superior a la media del tercer trimestre (5,5 %). Sin embargo, debido al fuerte aumento de la población activa, la EPA ha contabilizado en el tercer trimestre un descenso en el número de desempleados muy inferior al de trimestres anteriores. En consecuencia, el recorte de la tasa de paro fue de solo dos décimas, en relación con el trimestre anterior, hasta quedar situada en el 15,4 %. Por su parte, el número de parados registrados en el INEM aumentó en octubre con mayor intensidad que hace un año, por lo que, pese a la reducción del paro en todos los sectores, dicho proceso mantiene su progresiva ralentización.

En relación con los salarios, los convenios colectivos firmados hasta el 31 de octubre incorporan un incremento salarial medio del 2,3 %, similar al dato de septiembre, sin que se haya producido tampoco un avance importante en el número de trabajadores afectados. Dos aspectos merecen ser destacados. En primer lugar, las escasas divergencias que se aprecian tanto entre los incrementos pactados en los convenios de nueva firma y en los revisados como entre las distintas ramas de actividad,

pues tan solo el sector agrícola mantiene una desviación significativa respecto a la media, con un incremento del 2,6 %. En segundo lugar, cabe reiterar que las cláusulas de salvaguarda, que afectan al 65 % de los trabajadores sometidos a convenio en 1999, pueden tener un efecto significativo sobre el crecimiento de las remuneraciones en el primer trimestre del próximo año.

La ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de octubre se saldó con un déficit de solo 92 mm de pesetas, ligeramente superior al registrado en el mismo período del año 1998. Este resultado contrasta con el aumento de 335 mm de pesetas que se registraba hasta el pasado mes de septiembre. Por el lado de los ingresos, se ha corregido el efecto del adelanto de las devoluciones del IRPF en 1999, y su ritmo de crecimiento se ha elevado hasta el 5,2 %, tasa similar a la prevista en el Avance de Liquidación incluido en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el próximo año. En el caso de los gastos, aunque su tasa de crecimiento se ha reducido hasta el 5,7 %, todavía se observa un ritmo superior al 4,3 % previsto en el Avance, debido a los diferentes calendarios de pagos por intereses que se derivan de los vencimientos de la deuda pública en 1998 y 1999.

2. PRECIOS

Tanto el índice general de precios de consumo (IPC) como el IPSEBENE —agregado que excluye los componentes del IPC con mayor variabilidad— mantuvieron sus ritmos de crecimiento interanual en el 2,5 % y 2,3 %, en el mes de octubre, respectivamente. A pesar de la estabilidad que recogen estas cifras, el comportamiento de los diferentes componentes del IPC no fue homogéneo.

Dentro del conjunto de bienes de consumo, los precios de los bienes industriales redujeron su tasa de variación interanual hasta el 2,4 %, como consecuencia de la desaceleración de los precios energéticos, que moderaron su ritmo de avance interanual hasta el 7,8 %, desde el 9,4 % registrado en septiembre; el origen de este recorte fue el descenso del precio de la bombona de butano, que el gobierno aprobó en octubre. Los precios de los bienes industriales no energéticos también moderaron ligeramente su ritmo de crecimiento interanual en ese mes, hasta el 1,3 %. Por su parte, los precios de los productos alimenticios registraron un repunte, debido a la aceleración de los precios de los alimentos no elaborados, que, tras tres meses de registros negativos, situaron su tasa interanual en el 0,8 %; mientras, los precios de los alimentos elaborados han mantenido un creci-

miento prácticamente estabilizado entre el 2,3 % y el 2,4 % en los siete últimos meses. Por último, los precios de los servicios incluidos en el IPC redujeron su tasa de variación interanual en una décima, en el mes de octubre, quedando situada en el 3,2 %. Cabe destacar la reducción experimentada por los precios de los servicios turísticos y por los del transporte aéreo y marítimo.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) redujo su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,4 % en el mes de octubre, si bien los distintos componentes mostraron comportamientos próximos a los del IPC nacional. Puesto que la tasa de variación interanual de dicho índice en la UEM se elevó hasta el 1,4 %, el diferencial de inflación entre España y la zona del euro se redujo en tres décimas, hasta un punto porcentual. Por componentes, la reducción del diferencial ha descansado, principalmente, en el mejor comportamiento relativo de los precios de los productos energéticos en dicho mes, así como en los servicios y en los bienes industriales no energéticos.

En cuanto a los precios al por mayor, el índice de precios industriales (IPRI) correspondiente al mes de septiembre registró un crecimiento del 2,4 % respecto al mismo mes del año anterior. Además de la aceleración que vienen sufriendo los precios de los productos intermedios energéticos, a lo largo de todo el año, cabe destacar el repunte de precios en la producción y tratamiento de derivados de las carnes, que, unido al fuerte ritmo de avance de los precios del aceite, explica la aceleración del componente de bienes de consumo alimenticio. El índice de precios percibidos por el agricultor recogió en agosto los recortes de precios habituales en los meses centrales del año, y acrecentó ligeramente su ritmo de descenso interanual hasta el 5,4 %. En el ámbito exterior, la tasa de variación interanual de los precios de las importaciones, en el mes de agosto, ha confirmado el repunte iniciado en junio, destacando el aumento de los precios de los bienes intermedios energéticos. Por su parte, la reducción de los precios de los bienes exportados vino fuertemente inducida por el anómalo descenso experimentado por los precios de los bienes de equipo.

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

El entorno exterior de la zona del euro ha seguido mostrando señales, en general, positivas. En Estados Unidos, ha continuado el fuerte ritmo de expansión de la actividad económica (el PIB aumentó un 4,2 % en tasa interanual

y un 5,5 % en tasa intertrimestral anualizada, durante el tercer trimestre), si bien los componentes de la demanda interna más sensibles a la evolución de los tipos de interés han comenzado a mostrar síntomas incipientes de desaceleración, en tanto que las exportaciones han manifestado un comportamiento más expansivo. La inflación, aunque ha repuntado ligeramente en los últimos meses, se mantiene en tasas moderadas: en octubre, el incremento interanual de los precios de consumo fue del 2,6 %, que se reduce al 2,1 % si se excluyen los precios de los alimentos y de la energía. Asimismo, los diversos indicadores de costes laborales tienden a confirmar que el persistente tensionamiento del mercado de trabajo —en octubre, la tasa de paro se redujo nuevamente hasta el 4,1 %— ha ejercido, por el momento, un impacto limitado sobre los precios de consumo, como consecuencia, fundamentalmente, de las ganancias de productividad registradas. No obstante, ante el fuerte crecimiento de la demanda y la presión que esta ejerce sobre la capacidad instalada, la Reserva Federal decidió, el 16 de noviembre, elevar en un cuarto de punto el tipo de interés objetivo de los fondos federales hasta el 5,5 %, nivel en el que se encontraba a finales de septiembre de 1998, cuando los mercados financieros internacionales acusaban el recrudescimiento de la crisis financiera de las economías emergentes.

En Japón, el dato de crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre ha sido revisado a la baja, desde el 1,1 % estimado previamente hasta el 0,9 %. Aunque la revisión ha afectado ligeramente a la demanda interna privada, esta se debe, en su mayor parte, a la corrección al alza de la tasa de expansión de las importaciones. Recientemente, el gobierno ha anunciado un nuevo conjunto de medidas de estímulo a la actividad, consistente básicamente en aumentos del gasto público en infraestructuras y de las subvenciones a la pequeña empresa. En septiembre, los precios de consumo han vuelto a registrar un incremento interanual negativo (-0,2 %). En cuanto al Reino Unido, la recuperación de la actividad está teniendo lugar a un ritmo más intenso del anticipado con anterioridad. Aunque la inflación permanece estabilizada en tasas cercanas al 2 %, las condiciones del mercado de trabajo y la fuerte revalorización de los activos inmobiliarios indujeron al Banco de Inglaterra a elevar su tipo de interés básico, el pasado 4 de noviembre, en un cuarto de punto, hasta el 5,5 %.

En los mercados financieros, la confirmación del mantenimiento de un crecimiento de la producción sostenido en ausencia de presiones inflacionistas significativas en Estados Unidos

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999					
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	1,0	0,4	2,6			
Comercio al por menor	4,3	2,7	2,4			
Matriculaciones de turismos nuevos	7,8	10,4	5,3	1,8		
Confianza de los consumidores	-5	-3	-4	-4	-2	
Confianza industrial	-9	-7	-7	-5	-3	
IAPC	0,9	1,1	1,2	1,2	1,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,3	5,8	5,7	6,1		
M1	11,4	13,9	12,8	13,0		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,8	7,7	7,9	7,9		
<i>AAPP</i>	0,0	0,2	0,2	1,3		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,9	10,6	10,8	10,5		
EONIA	2,56 %	2,52 %	2,44 %	2,43 %	2,49 %	2,89 %
EURIBOR a tres meses	2,63 %	2,68 %	2,70 %	2,73 %	3,38 %	3,48 %
Rendimiento bonos a diez años	4,53 %	4,86 %	5,06 %	5,24 %	5,47 %	5,18 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,44	1,02	0,97	0,76	0,72	0,91
Tipo de cambio dólar/euro	1,038	1,035	1,060	1,058	1,071	1,041

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.

parece haber impulsado la recuperación del dólar y de los mercados bursátiles desde mediados de octubre, así como el descenso de los tipos de interés a largo plazo que tuvo lugar a continuación. En concreto, entre el 15 de octubre y el 18 de noviembre, el índice Dow Jones aumentó un 10,2 %, el dólar se apreció casi un 5 % frente al euro —frente al yen ha permanecido estabilizado— y los rendimientos de la deuda pública a diez años, tras alcanzar el 6,33 % el 25 de octubre, llegaron a situarse muy próximos al 6 %, aunque tras la subida de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal han repuntado ligeramente.

En la zona del euro, de acuerdo con los indicadores más recientes, la actividad económica ha continuado fortaleciéndose en los meses transcurridos del segundo semestre de 1999. Las tasas de variación de la producción industrial experimentaron aumentos apreciables durante los meses de verano en todos los componentes, con la excepción de los bienes de capital, cuya evolución suele, no obstante, seguir a la del resto de bienes con un cierto retraso. La mejora de los resultados de la encuesta de confianza industrial en octubre, que confirma los progresos de los dos meses precedentes,

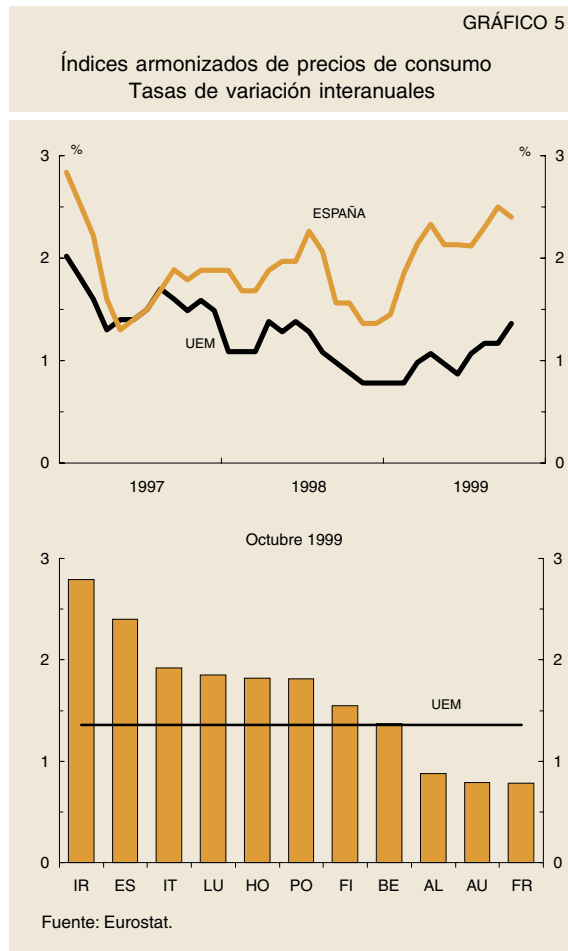
es tanto más significativa si se tiene en cuenta que los avances de este indicador han sido más intensos en los componentes que tienen tradicionalmente una mayor capacidad informativa acerca de las tendencias futuras. Asimismo, el comportamiento del componente referido a los pedidos procedentes del exterior del área confirma la recuperación de las exportaciones ya reflejada en los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre. Por último, el índice de directores de compras ha progresado igualmente de modo sostenido hasta el mes de octubre, lo que constituye un aval adicional de la mejora del clima empresarial. Por su parte, los indicadores referidos a la evolución del consumo privado mantienen una evolución favorable. Entre ellos destaca muy especialmente la confianza de los consumidores, que, tras haber experimentado un cierto retroceso en los meses centrales del año, ha aumentado de forma apreciable en octubre. En el mercado de trabajo, la tasa de paro de la zona del euro permaneció, entre julio y septiembre, en el 10 % de la población activa. Finalmente, los superávits de la balanza por cuenta corriente y de la balanza de bienes acumulados en los ocho primeros meses del año ascendieron a 36,4 y 66,7 mm de euros, respectivamente; en comparación

con idéntico período de 1998, ambos saldos positivos sufrieron un descenso, que cabe atribuir, principalmente, a la disminución del valor de las exportaciones.

La inflación de la zona del euro continúa siendo muy moderada, si bien el ritmo de crecimiento de los precios de consumo ha mostrado en meses recientes una suave aceleración, como consecuencia del encarecimiento del componente de bienes energéticos y, en menor medida, de la atenuación del ritmo de descenso de los precios de los alimentos no elaborados. De este modo, la tasa interanual de crecimiento del IAPC se situó, en octubre, en el 1,4 % (cinco décimas por encima del mínimo alcanzado en el mes de junio). La diferencia máxima entre las tasas de inflación nacionales sigue siendo de dos puntos porcentuales: en octubre, Francia y Austria fueron los países con menor crecimiento de los precios (0,8 % de incremento interanual), mientras que la mayor tasa la registró Irlanda (2,8 %). Por su parte, los precios de producción industrial han reflejado también el alza del coste de la energía, aumentando en septiembre un 1,7 %, en tasa interanual, lo que supone un incremento de 4,5 puntos porcentuales desde principios de año.

Tras el moderado descenso observado en el mes de octubre, el precio del petróleo en los mercados internacionales ha repuntado con intensidad en noviembre. Este encarecimiento, unido a la posibilidad de que no se haya completado todavía la repercusión de las elevaciones del precio del crudo observadas en los últimos meses sobre los diferentes componentes del IAPC, podría suponer nuevos repuntes de la inflación en la zona del euro a lo largo de los próximos meses.

En el contexto descrito, continuaron en octubre las expectativas de subidas de tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, que se habían venido manifestando desde el mes de mayo. El 4 de noviembre, el Consejo de Gobierno del BCE anunció una subida de 50 puntos básicos del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que se situó en el 3 %, y una elevación simultánea de los tipos de las facilidades permanentes de crédito y depósito, que se establecieron en el 4 % y el 2 %, respectivamente, manteniéndose así la amplitud del corredor definido para los tipos de interés a corto plazo alrededor del tipo central de intervención (véase gráfico 6). Con la adopción de esta medida, el BCE pretende atajar los posibles riesgos para la estabilidad de precios en un marco de fortalecimiento de la recuperación económica y de condiciones monetarias relativamente holgadas en el área del euro.

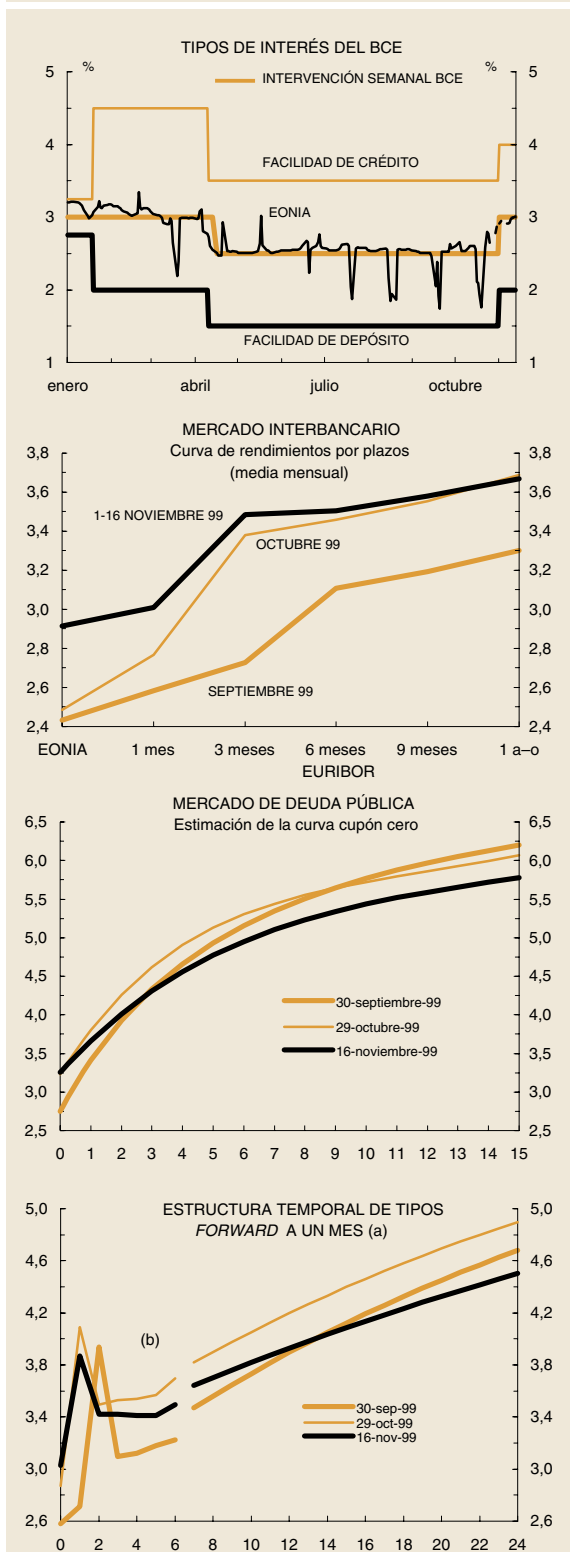


Por lo que respecta a estas condiciones, en el mes de septiembre, último mes para el que se dispone de información, los agregados monetarios y crediticios del área mostraron pautas de comportamiento similares a las observadas en meses anteriores. El agregado monetario M3 registró un crecimiento anual en dicho mes del 6,1 %, con lo que la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de este agregado se situó en el 5,9 %, casi 1,5 puntos porcentuales por encima de su valor de referencia (4,5 %). Si bien al dinamismo del crecimiento monetario en el mes de septiembre contribuyeron ciertos factores de naturaleza transitoria, relacionados con desplazamientos en las carteras de los agentes, las favorables perspectivas de crecimiento y los relativamente bajos tipos de interés continuaron siendo sus determinantes fundamentales. Entre los componentes de M3, sigue destacando la fuerte expansión de los depósitos a la vista, con tasas interanuales en torno al 15 %, lo que determina que el agregado M1 presente incrementos interanuales del 13 %.

Por el lado de las contrapartidas de M3, en septiembre la expansión del crédito a los residentes en la zona fue consecuencia, funda-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuente: Banco de España y BCE.
 (a) Implícitos hasta 6 meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.
 (b) Los tipos esperados con horizonte entre 2 y 3 meses se ven afectados por distorsiones asociadas al efecto 2000.

GRÁFICO 7

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



Fuente: Banco de España.
 (a) Unidades nacionales por euro.

mentalmente, y como en meses anteriores, del fuerte dinamismo del crédito al sector privado, que experimentó una tasa de crecimiento interanual del 10,5 %, ligeramente inferior a la de agosto (10,8 %). Por su parte, el crédito a las AAPP mantuvo su evolución moderada, con un crecimiento interanual del 1,3 %, algo superior al registrado en agosto (0,2 %). Asimismo, en términos mensuales, la posición de las IFM frente al exterior mejoró por tercer mes consecutivo, si bien en términos anuales esta posición mostró un deterioro de 239 mm de euros, como consecuencia de los flujos de inversión directa y de cartera en el exterior por parte de los residentes en el área.

Respecto a la estructura temporal de tipos de interés, hasta el 26 de octubre los tipos de interés a corto y a largo plazo experimentaron ascensos, como consecuencia de las expectativas de subidas en los tipos de intervención del Eurosistema y de la incertidumbre sobre la evolución de los mercados financieros, tanto en el área como en Estados Unidos. A partir de entonces, si bien los tipos a más corto plazo siguieron incrementándose hasta el día 4 de noviembre, fecha del movimiento en los tipos de

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999			
	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
BANCARIOS:						
Tipo sintético pasivo	3,2	2,1	1,6	1,7	1,7	...
Tipo sintético activo	6,5	5,2	4,7	4,7	4,9	...
TESORO:						
Subasta de letras a doce meses (b)	4,5	3,0	3,1	3,2	3,5	3,5
Subasta de bonos a tres años	4,9	3,5	4,3	4,3	4,6	4,6
Subasta de obligaciones a diez años	5,8	4,3	5,3	5,3	5,5	5,4
MERCADOS SECUNDARIOS (c):						
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,5	2,9	2,9	3,0	3,3	3,3
Deuda pública a diez años	5,6	4,1	5,2	5,3	5,6	5,3
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,28	0,26	0,25	0,23
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,2	37,2	1,5	-1,2	0,3	8,1
Pagarés de empresa	4,9	3,4	3,2	3,2	3,6	...
Obligaciones privadas	5,5	4,3	5,0	5,1	5,5	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 24 de noviembre.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

intervención, los tipos a más largo plazo pasaron a experimentar descensos significativos. Este movimiento en los tipos a largo plazo pudo deberse tanto a una reducción de la incertidumbre sobre el tono que la política monetaria del Eurosistema iba a mantener —al publicarse, el día 27 de octubre, los datos de crecimiento monetario del mes de septiembre— como al contagio de las disminuciones mostradas por los tipos de interés de los bonos estadounidenses, como consecuencia de la publicación, el día 28 de octubre, de datos más positivos de lo esperado sobre la evolución de los precios en aquella economía.

Por lo que respecta a los mercados monetarios, el tipo EONIA se mantuvo, como es habitual en los últimos meses, en niveles ligeramente superiores al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, para descender por debajo de este en los últimos días del período de mantenimiento del coeficiente de caja. El tipo interbancario a tres meses aumentó, por su parte, desde finales de septiembre y hasta el 4 de noviembre algo más de 40 puntos básicos, para después mostrar una suave tendencia a la baja, hasta situarse, el día 16 de noviembre, en el 3,5 %, aproximadamente 0,75 puntos por encima del nivel medio registrado en septiembre. Por lo que se refiere a los mercados a largo plazo, los tipos de interés de las obligaciones a

diez años —que alcanzaron niveles del 5,6 % a mediados de octubre—, a partir del día 27 de octubre mostraron una trayectoria descendente, situándose en el 5,1 % el día 11 de noviembre. No obstante, este movimiento a la baja de los tipos de interés a largo plazo se ha revertido en los últimos días, como consecuencia de la información recibida sobre la continuada pujanza de la economía estadounidense, el asentamiento de unas expectativas más favorables para el crecimiento económico en la UEM y el nivel más elevado que están alcanzando los precios del petróleo. Como resultado de los movimientos descritos, se ha producido una reducción de la pendiente de la curva de rendimientos, y el diferencial a largo plazo frente a Estados Unidos, que fluctuó en torno a los 70 puntos básicos durante el mes de octubre, ha aumentado alrededor de 20 puntos básicos, situándose en torno a los 90 puntos básicos en la media de los días transcurridos de noviembre.

Los movimientos en los tipos de intervención del Eurosistema fueron acompañados de una revisión a la baja de los tipos de interés esperados por los mercados, que se reflejó en un desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos (véase gráfico 6), lo que puede interpretarse como un reconocimiento de la efectividad de este endurecimiento de la política monetaria en términos de la evolución futura de la

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

	1999	1997	1998	1999		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	545,1	7,1	5,4	3,2	3,8	4,3
2. Medios de pago	257,1	11,6	14,8	17,4	17,0	17,4
3. Otros activos financieros	288,1	4,2	-1,1	-7,0	-5,6	-5,1
4. Familias (5 + 6)	447,0	6,5	3,6	0,3	0,8	1,2
5. Medios de pago	194,0	7,0	8,9	13,9	13,8	14,2
6. Otros activos financieros	253,1	6,2	0,4	-8,2	-7,3	-6,9
7. Empresas no financieras (8 + 9)	98,1	10,7	15,3	18,7	20,4	21,0
8. Medios de pago	63,1	32,9	36,7	29,8	28,3	28,2
9. Otros activos financieros	35,0	-9,7	-13,5	2,7	8,5	10,0
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	194,0	48,4	39,3	7,1	12,7	10,8
11. FIAMM	41,9	4,2	-10,3	-10,1	-10,1	-10,1
12. FIM de renta fija	91,1	31,6	25,6	-12,0	-11,4	-12,5
13. Resto de fondos de inversión	60,9	12,5	24,1	29,2	34,2	33,4

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.

inflación. Por otro lado, las medidas adoptadas se vieron acompañadas de una reducción de la volatilidad de los precios en los mercados de renta variable del área, que también se produjo, aunque en menor medida, en Estados Unidos. El índice general Dow Jones EURO STOXX se situó, el 15 de noviembre, un 8,8 % por encima del nivel medio mantenido en septiembre.

Por su parte, durante la mayor parte del mes de octubre el euro mostró una suave tendencia a la apreciación respecto al dólar, situándose por encima de 1,05 dólares por euro, si bien, desde entonces, se ha depreciado, registrando a mediados de noviembre un nivel alrededor de 1,02. El tipo de cambio frente al yen experimentó una trayectoria similar, de forma que el tipo efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados presentaba, el 15 de noviembre, una depreciación del 2,6 % respecto al nivel medio mantenido en septiembre.

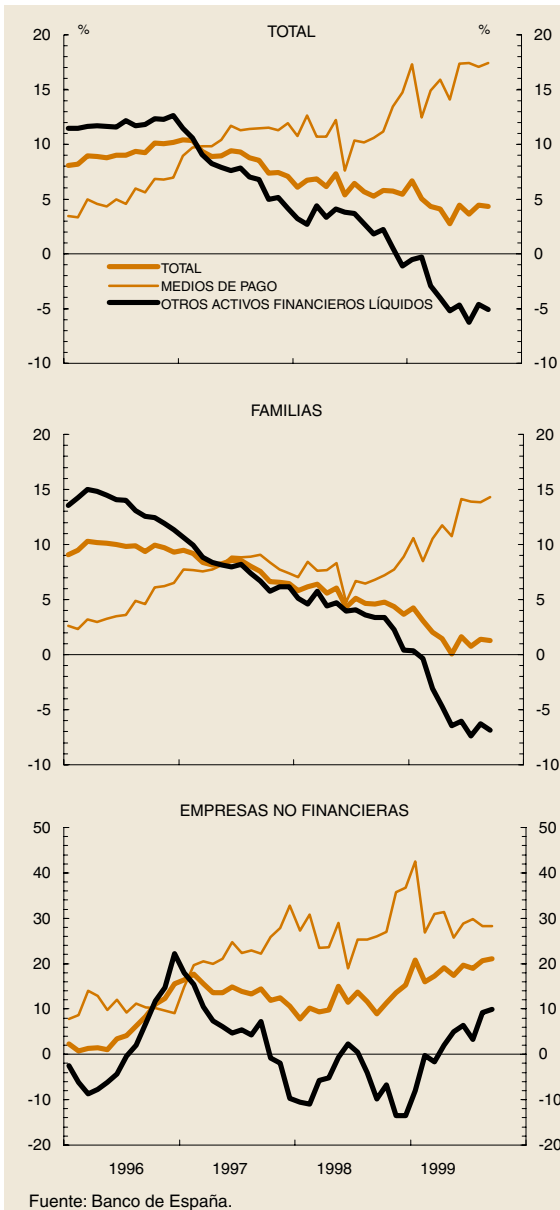
4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Durante el mes de octubre, la tónica dominante en los mercados financieros nacionales fue la continuación del proceso de aumentos generalizados de los tipos de interés, en un entorno de expectativas alcistas en los Estados

Unidos y Europa (véase cuadro 2). Sin embargo, desde finales de octubre los tipos de interés a largo plazo han experimentado descensos significativos, hasta alcanzar niveles similares a los del mes de agosto, mientras que la trayectoria de los tipos a corto plazo se ha estabilizado.

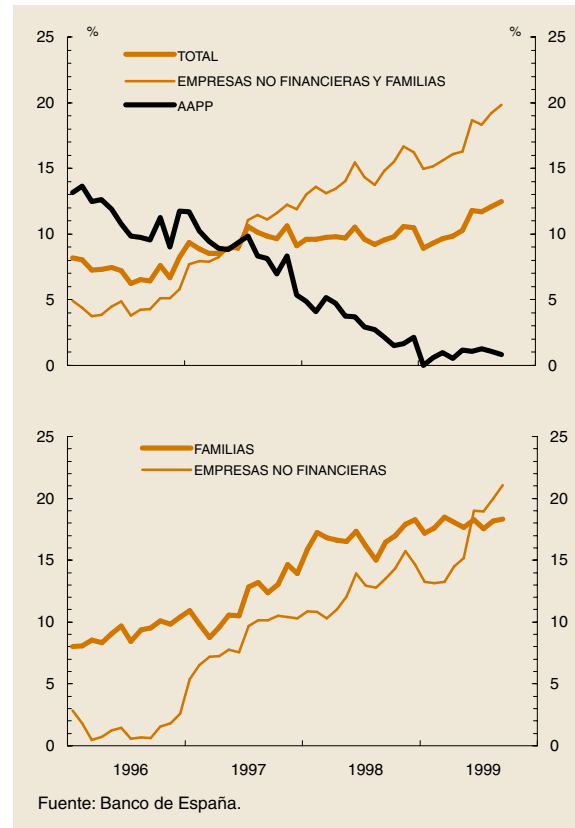
Por lo que se refiere a los tipos de interés bancarios, la última información disponible, que corresponde al mes de octubre, pone de manifiesto que las entidades financieras continúan trasladando la subida de los tipos de interés de los mercados financieros tanto a los tipos de las operaciones pasivas como, sobre todo, a los de las operaciones activas. Los tipos sintéticos de las operaciones de crédito y de depósito aplicados por los bancos a su clientela aumentaron, respectivamente, 15 y 5 puntos básicos en octubre, en comparación con el mes anterior, con lo que el diferencial entre esos tipos sintéticos ha aumentado ligeramente en relación con el mínimo histórico que se alcanzó en los meses centrales del año. En el caso de los créditos, tanto los concedidos a tipo variable —cuya evolución viene automáticamente ligada a la evolución de los mercados monetarios— como los otorgados a tipo fijo han experimentado aumentos en su coste de alrededor de 30-40 puntos básicos en el último trimestre. Los tipos pasivos, por su parte, solo han mostrado incrementos muy modestos.

GRÁFICO 8

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


Las tendencias señaladas anteriormente afectaron a los mercados bursátiles nacionales, que mostraron un comportamiento desigual a lo largo del mes de octubre, con considerables caídas en la primera parte del mes e importantes revalorizaciones posteriormente. Así, la Bolsa finalizó el mes de octubre con ligeras ganancias, que se ampliaron a lo largo de la parte transcurrida de noviembre, de forma que el índice General de la Bolsa de Madrid alcanzaba el día 24 una revalorización acumulada en lo que va de año del 8,1 % (véase cuadro 2). Con todo, la rentabilidad acumulada a lo largo del

GRÁFICO 9

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


año en el mercado español de renta variable es inferior a la de las principales bolsas internacionales.

En este contexto, los activos financieros líquidos experimentaron un crecimiento interanual, en el mes de septiembre, del 4,3 %, algo superior al del mes anterior. Como se puede observar en el gráfico 8, el desglose de este agregado en «medios de pago» y en «otros activos financieros líquidos» ha mantenido en septiembre las tendencias apuntadas en anteriores informes: crecimientos altos y sostenidos de los medios de pago, en torno al 17,5 %, y ritmos de avance negativos, en torno al 5 %, en el caso del resto de activos líquidos.

Por instrumentos, los depósitos a la vista son los que presentan un comportamiento más dinámico, con tasas interanuales de expansión del 25 %, mientras que los depósitos de ahorro, que desde primeros de año han venido creciendo a tasas cada vez más elevadas, alcanzan ya un ritmo del 17 %. Por su parte, el efectivo ha crecido un 5,7 % a lo largo de los últimos doce meses en las carteras de las empresas no financieras y familias.

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

	1999	1997	1998	1999		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Financiación total (2 + 5)	876,3	9,1	10,5	11,7	12,1	12,5
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	572,8	11,9	16,2	18,3	19,2	19,8
3. Familias	252,1	13,9	18,3	17,5	18,2	18,3
4. Empresas no financieras	320,7	10,3	14,7	19,0	20,0	21,0
5. Administraciones Públicas	303,6	5,3	2,2	1,3	1,1	0,8

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.

La evolución descendente de los otros activos líquidos es el resultado de una menor demanda de participaciones en fondos de inversión, tanto FIAMM como FIM de renta fija, y de un desplazamiento hacia otros activos. Entre estos, hay que destacar la mayor preferencia que parecen mostrar las empresas y familias por los depósitos a plazo, que, desde el mes de julio, muestran avances interanuales positivos y crecientes, alcanzando una tasa del 4,1 % en el mes de septiembre. Al contrario que en los meses anteriores, la demanda de fondos de renta variable e internacionales permaneció estancada en septiembre, pese al todavía relativamente reducido nivel de los tipos de interés y a las buenas perspectivas empresariales.

Por sectores, del análisis de los activos financieros líquidos de las familias, tal como puede observarse en el cuadro 3 y el gráfico 8, se deriva una tendencia similar a la del sector privado no financiero en su conjunto, aunque con tasas más suavizadas (hay que tener en cuenta que las tenencias de las familias en este tipo de activos representan un 82 % del total del sector privado). Así, se observa un elevado avance de los medios de pago, de un 14 % —algo superior al de meses anteriores—, y un crecimiento negativo del resto de activos líquidos, de casi el 7 %, que, en su conjunto, determinan un aumento de la tasa de crecimiento interanual en septiembre del 1,3 %.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros líquidos ha seguido aumentando en septiembre a un intenso ritmo interanual (21 %). Por instrumentos, son los medios de pago (con un avance interanual del 28 %) los componentes más dinámicos en este período. Por su parte, los otros activos líquidos parecen haber recupera-

do un alto ritmo de crecimiento, alcanzando en este mes una tasa interanual del 10 %.

Por su parte, la financiación obtenida por los sectores residentes de la economía ha mantenido, durante el mes de septiembre, el ritmo de expansión moderadamente acelerado de los últimos meses, situándose en el 12,5 % en tasa interanual. Esta evolución fue resultado del crecimiento elevado y sostenido de la financiación concedida a empresas no financieras y familias (casi un 20 %, en términos interanuales, en septiembre) y, en contraposición, de avances prácticamente nulos de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas (véanse cuadro 4 y gráfico 9).

Un análisis más pormenorizado del sector privado permite observar que, en este mes, la financiación otorgada a las familias por parte de las entidades financieras (que recoge los créditos intermediados por entidades de crédito, tanto residentes como no residentes) mantuvo un elevado crecimiento, de algo más del 18 %, tasa sobre la que parece haberse estabilizado el avance de este agregado, mientras que la obtenida por las empresas no financieras (que, además del crédito bancario, incluye la emisión de valores de renta fija) continuó creciendo a ritmos cada vez mayores, alcanzando un 21 %.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas ha estabilizado su ritmo de crecimiento a lo largo del año 1999 entre el 0,5 % y el 1,5 % en términos interanuales, situándose, en el mes de septiembre, en el 0,8 %. Este comportamiento se refleja en una contracción del saldo en términos interanuales de los valores a corto plazo y del crédito bancario, y en un incremento en las colocaciones ne-

tas de valores a medio y largo plazo. Respecto a la evolución más reciente en los mercados de deuda, en los meses de octubre y noviembre las emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo fueron muy similares a las amortizaciones realizadas. Sin embargo, la continuación del proceso de canjes permitió emitir más de 3 mm de euros en bonos a tres y cinco años en

los procesos de renovación de la deuda antigua. Asimismo, durante el mes de octubre y el período transcurrido de noviembre se han producido emisiones netas positivas de letras del Tesoro, especialmente en el segmento de 18 meses.

24.11.1999.

Resultados de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999 (1)

1. INTRODUCCIÓN

En las mismas fechas que en años anteriores, el Banco de España presenta los resultados que la Central de Balances Anual (CBA) ha obtenido para el último año concluido (en este caso, 1998), así como los de la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el tercer trimestre del año en curso (1999).

Los datos anuales de la CBA para 1998 confirman ahora lo que la muestra de empresas disponibles en la CBT adelantó en marzo de 1999 y ha ido confirmando posteriormente, a saber, que en 1998 se consolidó el crecimiento de la actividad, fundamentada en el buen comportamiento del gasto en consumo final y en la inversión en bienes de equipo. La ralentización de las exportaciones a lo largo de 1998 tuvo su reflejo en la evolución de la actividad de las empresas de la CBA pertenecientes a los sectores más abiertos a los mercados exteriores, en especial en la industria manufacturera, que llegaron a observar caídas en su valor añadido a partir del cuarto trimestre de 1998. En este contexto, el año 1999 se inició en un marco de relativa incertidumbre empresarial, que se tradujo en crecimientos de la actividad productiva, para los primeros meses del año, más moderados que los registrados en el año anterior. La evolución hasta el tercer trimestre de 1999, respecto al mismo período del año anterior, de las empresas colaboradoras con la CBT muestra una reducción de la tasa de crecimiento del VAB nominal que, entre otros, recoge el efecto de caída de los precios de determinados *outputs* (tarifas del sector comunicaciones) y el alza de los precios de determinados *inputs* (del sector refino de petróleo). Descontados estos efectos, la evolución positiva de la actividad en el período más reciente se sigue sustentando en el comportamiento de la demanda y en una progresiva recuperación del sector exterior.

(1) La información publicada en este artículo se refiere a 5.877 empresas que enviaron voluntariamente sus datos a la Central de Balances Anual (CBA) hasta el 29 de octubre, y a las 763 empresas que, en media, remitieron sus datos a la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el 17 de noviembre de 1999. En el primer caso, las empresas colaboradoras con la CBA cubren un 34,7 % del total de la actividad del sector de empresas no financieras (medida por el valor añadido bruto al coste de los factores, VAB), cobertura que llega al 16,2 % en el caso de la CBT. La información recogida por la CBA se recibe con un retraso mayor que la de la CBT (el desfase en la edición respecto de la fecha de cierre de cuentas es de 11 meses, frente a los tres de la CBT), pero es más detallada, mientras que la información de la CBT es más actual y sintética. El perfil de ambas fuentes de información enlaza, por lo que los datos trimestrales anticipan de forma satisfactoria los que se publican con posterioridad a partir de la información anual.

CUADRO 1

Cuenta de resultados. Evolución interanual
**(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior/
 % sobre el VABcf en el caso del resultado)**

Bases	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral		
	1997	1998	I a IV 98/ I a IV 97 (a)	I a III 98 (a)	I a III 99 (a)
Número de empresas / Cobertura total nacional	7716/37,3 %	5877/34,7 %	825/19,7 %	838/20,1 %	763/16,2 %
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	10,0	6,1	2,9	3,7	7,4
De ella:					
1. Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	9,9	6,7	3,2	4,3	8,6
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	11,5	5,8	2,2	2,5	11,1
De ellos:					
1. Compras netas	11,8	3,2	0,6	1,5	12,1
2. Otros gastos de explotación	10,6	10,5	7,0	6,3	12,3
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES	7,0	6,7	4,0	5,5	2,5
3. Gastos de personal	4,0	5,0	3,2	3,8	0,7
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN	10,9	8,6	4,8	7,0	3,9
4. Ingresos financieros	11,3	9,8	15,4	2,3	36,3
5. Gastos financieros	-13,7	-8,7	-8,9	-8,3	-7,6
6. Impuesto sobre beneficios	21,1	33,6	17,7	17,4	20,1
S.3. RECURSOS GENERADOS	17,2	10,2	8,1	9,2	8,4
7. Amortizaciones y provisiones	25,3	17,8	-5,3	-3,6	6,9
S.4. RESULTADO NETO (% sobre el VAB al coste de los factores)	14,9	15,8	19,1	20,0	24,7
RENTABILIDADES					
R.1. Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos) (b)	7,6	8,4	8,9	8,9	9,2
R.2. Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	6,7	5,7	6,4	6,4	4,8
R.3. Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos) (b)	8,0	9,7	10,0	10,0	11,2
R.4. <i>Ratio</i> de endeudamiento	38,9	39,6	37,3	37,6	36,8
R.5. Apalancamiento (R.1 – R.2) (b)	0,8	2,7	2,5	2,5	4,5

Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de esta columna se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

 (b) *Ratios* calculadas según la nueva metodología, explicada en este artículo y en la monografía anual de la Central de Balances.

GRÁFICO 1

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



NÚMERO DE EMPRESAS						
CBA	7.838	8.111	8.019	7.716	5.877	
CBT	615	722	727	725	825	763
% DEL PIB DEL SECTOR EMPRESAS NO FINANCIERAS						
CBA	34,6	36,9	38,6	38,0	34,7	
CBT	18,4	21,5	20,9	20,6	19,7	16,2

NÚMERO DE EMPRESAS						
CBA	7.838	8.111	8.019	7.716	5.877	
CBT	615	722	727	725	825	763
% DEL PIB DEL SECTOR EMPRESAS NO FINANCIERAS						
CBA	34,6	36,9	38,6	38,0	34,7	
CBT	18,4	21,5	20,9	20,6	19,7	16,2

— Informaciones relativas a la Central de Balances Anual.

- - - - - Informaciones relativas a la Central de Balances Trimestral.

Fuente: Banco de España

(a) Información disponible hasta el 17 de noviembre de 1999 (CBA y CBT).

(b) Datos de 1994, 1995, 1996, 1997 y 1998 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA) y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

(c) Datos de 1999 media de los 3 trimestres de 1999 sobre igual periodo de 1998.

Como también se había anticipado con ocasión de la presentación de los datos del cuarto trimestre de 1998 de la CBT, los resultados de la CBA confirman ahora que el crecimiento en la actividad productiva durante 1998 vino acompañado de un fuerte crecimiento del empleo en las empresas colaboradoras. Los gastos de personal aumentaron tanto en 1998 como en los nueve meses transcurridos de 1999, por el despegue registrado en la creación de puestos de trabajo, tanto fijos como temporales. Como viene siendo habitual, y se ha explicado en anteriores ediciones de este artículo, esta tendencia se ve atenuada (y en algunos trimestres cambiada de signo) si se analiza la serie trimestral, es decir, la que obtiene la CBT, debido a que los procesos de ajuste de plantillas en grandes empresas pertenecientes a sectores muy concretos introducen un importante sesgo en la muestra de la CBT, en la que tienen un «peso» desproporcionado. La creación de empleo fue especialmente intensa en el conjunto de las pequeñas y medianas empresas (véase recuadro 1). Las remuneraciones medias crecieron en 1998 ligeramente por encima de la evolución del IPC, pero se mantuvieron, tanto en ese ejercicio como en 1999, en unos niveles relativamente moderados. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la estabilidad del crecimiento de las remuneraciones medias se debe, sobre todo, al efecto que las nuevas contrataciones, con salarios de entrada más bajos, tienen sobre el dato agregado.

La positiva evolución conjunta de la actividad y de los gastos de personal permitió mantener en 1998 un notable crecimiento del resultado económico bruto, que se moderó en los nueve primeros meses de 1999. Los gastos financieros continuaron perdiendo peso en la cuenta de resultados de las empresas, tanto en términos absolutos como relativos, en coherencia con la caída de los tipos de interés. Las tasas de variación negativas registradas por esta variable, tanto en 1998 como en el período transcurrido de 1999, explican que los gastos financieros alcancen el mínimo en la serie de datos disponibles (en 1999 suponen el 2,5 % del total de la producción de las empresas analizadas, cuando en 1983, que es cuando se inician las series de la Central de Balances, este porcentaje ascendía al 9 %). La citada reducción se basa en el efecto acumulado de la traslación de las sucesivas reducciones de tipos de interés a los costes de financiación de las empresas, hasta situar la *ratio* del coste de la financiación (intereses por financiación recibida o R.2) en niveles mínimos no alcanzados hasta ahora. Las buenas expectativas de los negocios, unidas al reducido coste de las fuentes de financiación, propiciaron que las empresas aumentaran su endeudamiento, tanto en 1998

como en los tres primeros trimestres de 1999, aprovechando así las favorables condiciones del mercado crediticio. No obstante, la *ratio* de endeudamiento sobre recursos ajenos remunerados sigue disminuyendo ligeramente, como consecuencia del aumento de los recursos propios. Con ello se configuró un panorama muy positivo para las empresas de la muestra, que presentaron tanto en 1998 como en 1999 rentabilidades ordinarias (tanto la de activo neto o R.1 como la de los recursos propios o R.3), incluso superiores a las de 1997. Como queda reseñado, este crecimiento de la rentabilidad vino acompañado de una reducción del coste de la financiación, y, en consecuencia, el apalancamiento (R.5) continuó durante 1998 y en los tres primeros trimestres de 1999, siendo positivo y con valores cada vez más alejados de cero.

En resumen, la recuperación, a lo largo de 1998, de los ritmos crecientes de actividad y rentabilidad ha venido acompañada por un crecimiento del empleo y de la inversión productiva en las empresas de la muestra, confirmando así lo que se infiere de fuentes alternativas. Un panorama similar se deduce de la información disponible para 1999, aunque dos elementos puntuales (la bajada de las tarifas telefónicas y la subida de precios de los *inputs* de petróleo que consume la industria de refino) amortiguan excesivamente, dado el peso de estas actividades en la muestra de la CBT, la evolución en ese período. En cualquier caso, si en lugar de analizar el acumulado de los tres trimestres de 1999 se considera la evolución del tercer trimestre de 1999 respecto al mismo período del año anterior (véase recuadro 2, referido a las industrias manufactureras), se constata una evolución muy positiva también del período más reciente. Por ello, cabe esperar que el clima de confianza se mantenga y se afiancen las [actuales tasas de rentabilidad de la inversión productiva](#), favorecedoras de la creación de empleo.

2. EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO NOMINAL

Como se señala en la introducción, a partir de la información obtenida por la CBA, se confirma que la actividad empresarial creció en 1998 a ritmos similares a los del año anterior, consolidando la senda expansiva iniciada a mediados de 1996. La información de la CBT para los tres primeros trimestres de 1999 ha puesto de manifiesto una cierta continuidad en la expansión de la actividad productiva, aunque a un ritmo más moderado [la tasa de variación nominal del valor añadido bruto (VAB), para este período, fue del 2,5 %; véanse cuadro 1 y gráfico 1].

RECUADRO 1

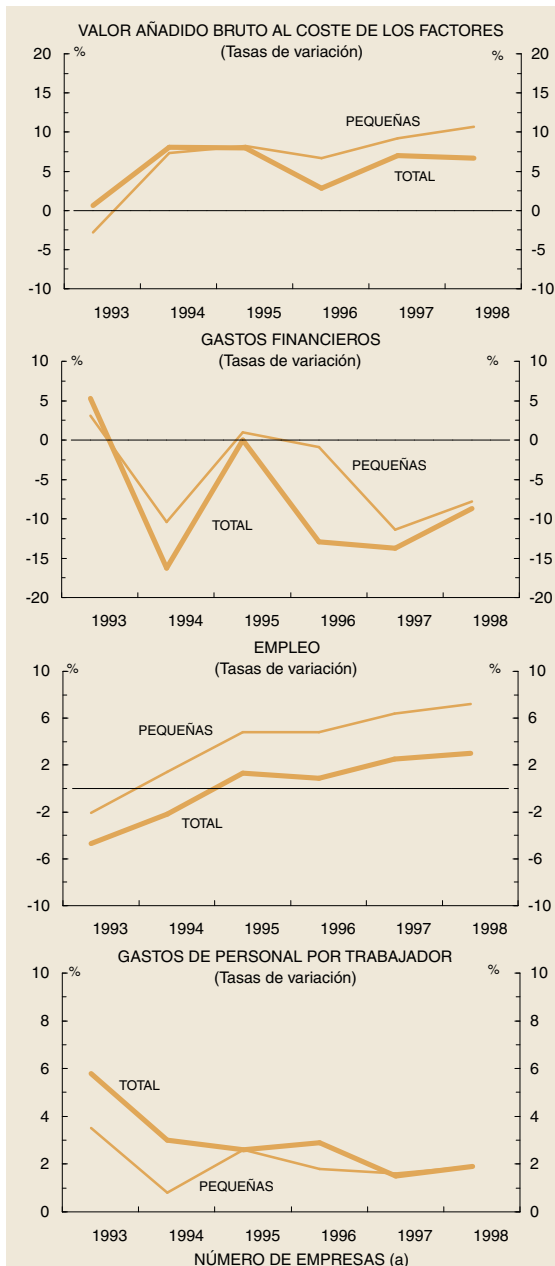
Resultados de las pequeñas empresas

Como a finales de noviembre de 1998, cuando se presentó la monografía anual referida a los años 1997 y anteriores, se recoge en este recuadro un resumen de los principales rasgos que han caracterizado la evolución de la pequeña empresa española durante el año 1998, en relación con el período precedente. La referencia que se debe seguir son los cuadros relativos a las empresas de menos de 50 empleados, que se incluyen en la monografía y cuya fuente es la base de datos que mantiene la Central de Balances a partir de los datos que le facilitan los Registros Mercantiles de España (CBBE/RM), que provienen de los balances depositados por las empresas en cumplimiento de lo dispuesto en la Ley 19/1989. Aunque esta base de datos no es tan detallada como la base de datos anual de la Central de Balances (CBA), permite extraer conclusiones acerca de las principales magnitudes de la cuenta de resultados agregada y de las principales rúbricas del balance. Al cierre de este artículo se dispone de datos de 218.303 empresas para 1997 (que suponen un 12,3% sobre el VAB de empresas no financieras) y de 38.763 empresas para 1998 (2,5 %). Como se puede comprobar en los gráficos anejos, la CBB muestra unos perfiles similares a los de CBA, aunque con unas pendientes más pronunciadas en la evolución de sus principales agregados.

Respecto a la actividad productiva, se observa que en 1998 se produjo un crecimiento del VAB del 10,7%, superior al 9,2 % registrado en 1997 y que consolida la tendencia de crecimiento anunciada con ocasión de la presentación de los resultados de 1997. Por grandes agrupaciones de actividad, todas incrementaron o mantuvieron las tasas alcanzadas en 1997, período en el que habían mostrado un fuerte crecimiento. Por su parte, los gastos de personal crecieron a tasas elevadas, como lógica consecuencia de los incrementos de empleo que se vienen registrando en el agregado de pequeñas empresas desde 1994 (las tasas de variación del empleo fueron de un 6,4 % en 1997, y de un 7,2 % en 1998). El crecimiento del empleo se produjo de modo generalizado en todos los grandes sectores de actividad. La evolución conjunta del empleo y los gastos de personal muestra que los sueldos y salarios medios crecieron en 1998 un 2,5 % para el agregado de la muestra, y, como viene siendo habitual en la CBA y en la CBT, los sectores que experimentaron mayores incrementos de empleo fueron aquellos en que los sueldos y salarios medios crecieron a tasas moderadas, mientras que otros sectores, como, por ejemplo, el sector de las manufacturas y el comercio, registraron menores crecimientos de empleo, y crecimientos de los sueldos y salarios medios por encima de la media. Estos datos parecen confirmar también que las nuevas contrataciones ejercieron un efecto decisivo en la contención del coste medio de personal.

Como consecuencia de la positiva evolución de la actividad, el resultado económico bruto también aumentó a un fuerte ritmo (12,1% en 1998, frente al 10,2% en 1997). Por su parte, los gastos financieros continuaron su senda descendente y también mostraron, en el agregado de pequeñas empresas, una reducción paulatina de su peso relativo, cayendo un 7,8 % en 1998 y pasando a suponer en ese período solo el 1,8% del total de la producción de esas empresas. Esa evolución del excedente de explotación y los gastos financieros, junto a la del resto de gastos e ingresos, explica que los recursos generados crecieran al 15,6% con respecto al año anterior, y que el resultado neto alcanzara un porcentaje sobre el VAB del 12,5 % en 1998, *ratio* nunca alcanzada en la serie estudiada por la Central de Balances para este agregado. Todo ello explica que la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, R.3 (única calculada de modo comparable en la base de datos CBBE/RM y en la CBA), presente valores crecientes, alcanzando un 10,7 % en 1998 para el total de los sectores, e incrementos generalizados en todos los sectores y tamaños.

En síntesis, los resultados de las pequeñas empresas, según esta base de datos alternativa, confirman el buen momento por el que atraviesa la economía española, en lo relativo a la evolución de la actividad, el empleo y la rentabilidad. Por otra parte, dado que estas empresas de menos de 50 empleados están más al abrigo de la competencia exterior, no muestran de modo tan acusado como las grandes y medianas los efectos negativos de la crisis internacional.



	1993	1994	1995	1996	1997	1998
CBA	32,6	34,6	36,9	38,6	38,0	34,7
CBB	1,8	3,0	7,5	10,1	12,3	2,5

— Informaciones relativas a la Central de Balances Anual.
 — Informaciones relativas a la Central de Balances Banco de España / Registros Mercantiles (CBBE/RM o CBB).
 Empresas con menos de 50 empleados.

Fuente: Banco de España
 (a) Información disponible hasta el 17 de noviembre de 1999 (CBA y CBT).

(b) En el caso de los gráficos de Empleo y Gastos de personal por trabajador, los datos corresponden al subconjunto de empresas con datos coherentes en empleo (el 50% del total de CBB).

CUADRO 2.a

Valor añadido, trabajadores, gastos de personal y gastos de personal por trabajador
Detalles según tamaño, naturaleza y actividad principal de las empresas
(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior)

	Valor añadido bruto al coste de los factores				Trabajadores (media del período)				Gastos de personal				Gastos de personal por trabajador			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99
Total	6,7	4,0	5,5	2,5	3,0	0,5	0,6	-0,6	5,0	3,2	3,8	0,7	1,9	2,7	3,2	1,3
Total, excepto sector eléctrico	7,9	6,0	7,8	2,3	3,4	1,1	1,2	0,3	5,5	3,9	4,4	1,8	2,0	2,8	3,2	1,6
TAMAÑOS:																
Pequeñas	8,2	—	—	—	4,0	—	—	—	7,2	—	—	—	3,1	—	—	—
Medianas	10,2	8,2	9,3	6,5	5,7	3,4	3,2	5,0	8,9	6,8	7,3	6,8	3,1	3,2	3,9	1,7
Grandes	6,2	3,8	5,3	2,3	2,5	0,2	0,4	-1,2	4,3	2,9	3,5	0,1	1,8	2,7	3,1	1,3
NATURALEZA:																
Públicas	5,2	4,5	6,3	4,6	-1,2	0,2	-0,1	1,7	2,1	2,9	3,8	4,9	3,4	2,7	4,0	3,2
Privadas	6,9	3,9	5,3	2,2	4,1	0,6	0,9	-1,2	5,7	3,2	3,8	-0,5	1,5	2,7	2,9	0,8
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:																
Industrias manufactureras	6,6	6,5	8,9	-1,0	2,0	1,4	1,7	-0,6	5,5	4,8	4,9	2,4	3,4	3,3	3,1	3,1
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,0	-3,2	-2,8	3,3	-6,0	-6,1	-5,1	-8,6	-2,0	-2,4	-0,7	-7,3	4,3	3,9	4,6	1,5
Comercio	14,3	11,5	11,4	9,0	8,4	3,7	3,2	5,8	9,5	6,1	6,2	6,8	1,1	2,3	2,9	1,0
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5,9	4,0	5,8	1,3	-0,8	-1,7	-1,6	-5,6	2,8	1,3	2,4	-3,0	3,7	3,0	4,1	2,7

Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de esta columna se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

CUADRO 2.b

Empleo y gastos de personal
Detalle según evolución del empleo

	Total empresas CBT I a III 1999	Empresas que incrementan (o no varían) el número de trabajadores	Empresas que disminuyen el número de trabajadores
Número de empresas	763	448	315
Gastos de personal			
Situación inicial I a III 1999 (millones de euros)	13.078,5	5.789,7	7.288,8
Tasa I a III 99 / I a III 98	0,7	9,2	-6,5
Remuneraciones medias			
Situación inicial I a III 1998 (euros)	26.196,9	23.631,7	28.809,5
Tasa I a III 99 / I a III 98	1,3	0,8	3,6
Número de trabajadores			
Situación inicial I a III 1998 (miles)	498	245	253
Tasa I a III 99 / I a III 98	-0,6	8,4	-9,6
Fijos			
Situación inicial I a III 1998 (miles)	436	200	236
Tasa I a III 99 / I a III 98	-1,2	6,5	-8,0
No fijos			
Situación inicial I a III 1998 (miles)	62	45	17
Tasa I a III 99 / I a III 98	4,4	13,3	-24,8

Fuente: Banco de España.

Esta última observación está influenciada por el retroceso sufrido por las industrias manufactureras a comienzos de año (ya observado en la última parte del año anterior), como consecuencia de la inestabilidad en los mercados exteriores, y por la evolución de precios y tarifas en el tercer trimestre de 1999 en determinados sectores (caída de los precios finales aplicados en el sector de telecomunicaciones, aumento en los precios de adquisición en el sector del refinado de petróleo), a lo que se hace referencia más adelante. El análisis de la serie de datos intertrimestrales para 1999, una vez se descuenta el efecto precio antes referido, matiza la moderación a la que se ha hecho referencia, mostrando un perfil ligeramente expansivo. Adicionalmente, la experiencia indica que, cuando dentro de un año se disponga de datos referidos a 1999 en la CBA, que, a diferencia de la CBT, incorpora la contribución de muchas empresas medianas y pequeñas, la tasa de crecimiento de avance para 1999 será más alta. El principal sustento de la expansión de la actividad empresarial ha seguido estando, tanto en 1998 como en 1999, en el buen comportamiento del consumo privado y de la inversión. Por su parte, la actividad exterior de las empresas

CUADRO 3

**Evolución de las compras y de la cifra de negocios de las empresas que informan sobre la procedencia de sus compras y el destino de sus ventas
Tasas de variación, estructura y contribución**

	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral (a)	
	1997	1998	I a IV 98/I a IV 97	I a III 99/I a III 98
Total empresas	7716	5877	838	763
Empresas que informan sobre procedencia/destino	7716	5877	771	717
	%	%	%	%
Compras netas	100,0	100,0	100,0	100,0
PROCEDENCIA DE LAS COMPRAS:				
España	65,8	65,5	69,2	73,5
Total exterior	34,2	34,5	30,8	26,5
Países de la UE	22,3	23,8	22,9	16,9
Terceros países	11,9	10,7	8,0	9,6
Importe neto de la cifra de negocios	100,0	100,0	100,0	100,0
DESTINO DE LAS VENTAS:				
España	80,4	79,9	86,1	88,4
Total exterior	19,6	20,1	13,9	11,6
Países de la UE	14,6	15,1	10,4	7,6
Terceros países	5,0	5,0	3,6	4,0

Fuente: Banco de España.

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

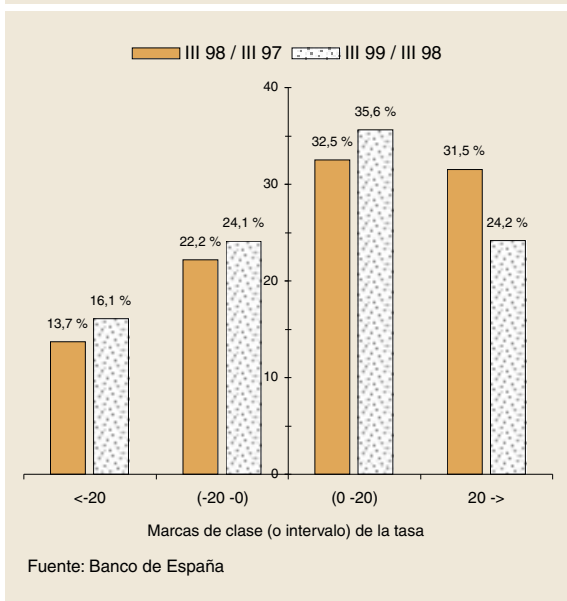
colaboradoras reflejó una importante desaceleración, derivada de la situación de crisis por la que han atravesado algunas economías externas, afectando al comercio exterior, de modo especialmente intenso en la última parte de 1998 y primeros meses del año en curso. Por sectores, fue en el manufacturero en el que se dejó sentir con más fuerza el efecto negativo de la caída de exportaciones, registrando una evolución más contenida (véanse cuadro 2.a y recuadro 2), tanto en 1998, en el que su VAB creció un 6,6 %, frente al casi 11 % de 1997, como en los meses transcurridos del año en curso, en los que llegó a registrar valores negativos (-1 % en el acumulado de los nueve meses de 1999, si bien en el tercer trimestre del año varió esta tendencia, creciendo su VAB). El cuadro 3 facilita algunas informaciones estructurales sobre estas variables y confirma que han sido, fundamentalmente, las ventas en España las que han mantenido un alto nivel y sostenido el ritmo de crecimiento de la actividad productiva en 1999. Los recientes síntomas de recuperación de las economías exteriores están repercutiendo positivamente, aunque de forma todavía débil, sobre la actividad exterior, y previsiblemente ampliarán sus efectos más

nítidamente en los próximos meses. Por lo que respecta a las importaciones, su comportamiento fue mucho más dinámico que el de las exportaciones, si bien en 1998 los datos agregados disponibles no lo muestran con claridad, por la influencia derivada de las fuertes disminuciones del precio del crudo registradas en ese año.

Del análisis por sectores de la actividad productiva destacan, por su elevado dinamismo, las empresas dedicadas al comercio, que fueron las que con más fuerza expandieron sus negocios, tanto en 1998 como en los nueve primeros meses de 1999 (su VAB creció un 14,3 % y un 9 %, respectivamente), al ser las principales beneficiarias del incremento experimentado por el consumo privado. Por el contrario, el sector de Producción de energía eléctrica, gas y agua fue el que menos creció en 1998 (de hecho, su valor añadido se estancó en términos nominales). Las reducciones de las tarifas eléctricas y los cambios derivados del proceso de liberalización en que se encuentra el sector (fundamentalmente, el comienzo del funcionamiento del mercado de la energía eléctrica) explican el mantenimiento

GRÁFICO 2

Distribución de las empresas según tasa de variación del VAB al coste de los factores (III 99/III 98, III 98/III 97)



del valor nominal de su producto en 1998 (la tasa de variación fue del 0 %), en un año en el que, sin embargo, la demanda eléctrica creció con intensidad. Los meses transcurridos de 1999, nuevamente favorecidos por la excelente evolución de la demanda de electricidad, reflejan un crecimiento en su producto nominal, superando incluso el efecto de la reducción de tarifas pactada para el año 1999. Debe considerarse que las medidas adoptadas por ley para acelerar la liberalización en este sector y en el de las telecomunicaciones (en el que también se produjo una rebaja de tarifas en 1999) afectan a corto plazo a la tasa de variación del VAB, y probablemente lo seguirán haciendo en futuros trimestres, en la medida en que se incremente el número de competidores y participen de un modo cada vez más activo en ambos mercados. Por su parte, el sector manufacturero se vio singularmente influido, en la segunda parte de 1998, por la caída de la actividad exterior, lo que se reflejó en el aumento de su VAB del 6,6 %, sensiblemente inferior al 10,9 % de 1997. En los meses transcurridos de 1999, este sector ha mostrado una caída de su VAB, aunque a medida que fue avanzando el año ha presentado claros síntomas de reactivación. Por último, el sector agregado de Transporte, almacenamiento y comunicaciones creció tanto en 1998 como en los tres primeros trimestres de 1999, aunque cada vez de forma menos intensa, debido a la influencia del comportamiento de los precios antes referido. Por tamaños, se observa que fueron las grandes empresas las que, tanto en

1998 como en 1999, ralentizaron el crecimiento de su generación de valor añadido en términos nominales. Por naturaleza, la menor importancia relativa que cada vez va teniendo el sector público y los importantes cambios registrados en los años recientes dificultan la extracción de conclusiones a partir de sus datos.

El gráfico 2 muestra la distribución de las empresas según la tasa de variación del VAB, sin considerar su tamaño y su peso en la muestra. La principal conclusión que se deduce del gráfico es que sigue siendo mayoritario el porcentaje de empresas en las que crece el VAB (en el tercer trimestre de 1999, creció el VAB en un 59,9 % del total de empresas), si bien este porcentaje se reduce respecto de 1998, a la vez que disminuyen las tasas de variación.

3. EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL

Sin duda alguna, el hecho que cabe destacar en los períodos analizados es la generalización de la creación de empleo, tanto fijo como no fijo, por las empresas de las muestras anual y trimestral. En el caso de la base anual, los datos de 1998 reflejaron, por cuarto año consecutivo, crecimientos netos de empleo, ofreciendo, además, una serie con marcado perfil expansivo (la tasa de 1998 llegó al 3 %) y habiendo afectado especialmente al personal fijo, que creció un 3,1 %, tasa sin precedentes en los últimos diez años de la serie anual. La CBT, que ya en su día adelantó este efecto para 1998, confirma también que continúa la buena evolución de esta partida en 1999, aunque de un modo algo más contenido. Como es tradicional en relación con el análisis del empleo, el dato de avance que anticipa la base trimestral (0,5 % para 1998) se completa y corrige con el dato que la CBA publica posteriormente (3 %), al incorporar a la muestra anual empresas de menor dimensión, que, por su dinamismo, contribuyen, en épocas de expansión como la actual, positivamente a la creación de empleo. Por otra parte, y como queda reseñado más arriba y en anteriores ediciones de este artículo, la existencia de ciertos ajustes aislados en empresas y sectores muy concretos (en reorganización o en proceso de liberalización), pero cuantitativamente muy significativos, distorsiona a la baja esta información facilitada por la CBT. En concreto, son los sectores de Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua y el de Transportes y comunicaciones los que concentran las reestructuraciones mencionadas, y hacen que el agregado total, en los nueve primeros meses de 1999, registre caídas del empleo (-0,6 %). Si se eliminasen las men-

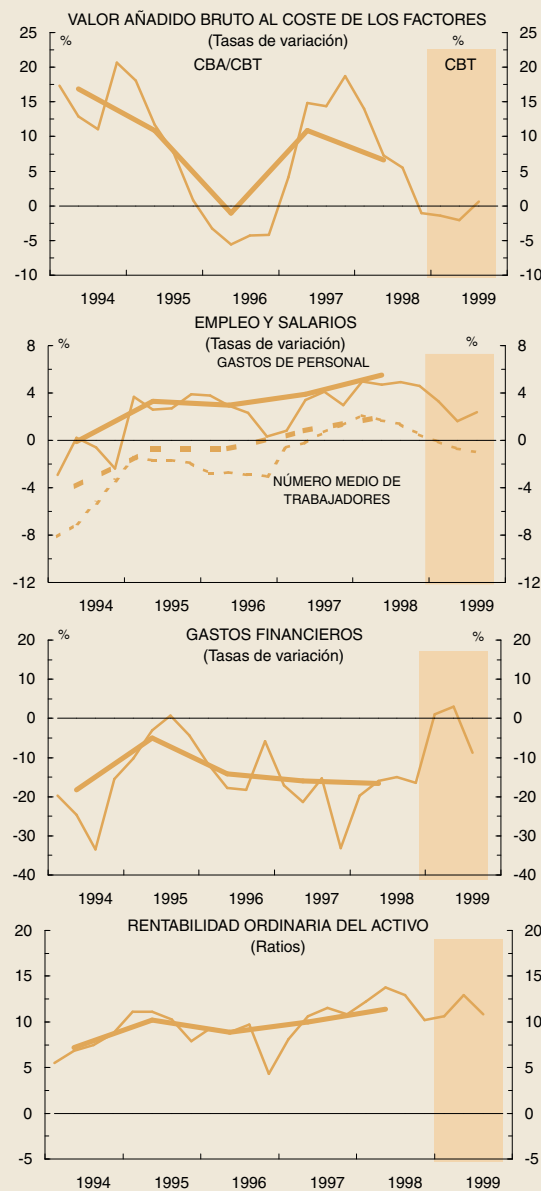
Análisis del sector manufacturero

Como en anteriores ediciones de este artículo, se reseña en este recuadro la evolución de las empresas manufactureras, sector bien representado en las bases de datos de la Central de Balances y de gran interés para el seguimiento de la evolución de la coyuntura. Durante 1998, el sector manufacturero mostró una evolución positiva, como lo muestra que su VAB creciera a una tasa nominal del 6,6 %, inferior al 10,9 % registrado en 1997, como consecuencia de la crisis internacional sobre el comercio exterior a mediados de 1998. Este efecto, que se prolongó hasta los primeros meses de 1999, solo ha empezado a registrar un cierto cambio de tendencia en el tercer trimestre de 1999, aunque el sector sigue evolucionando a tasas de variación negativas (para los tres primeros trimestres, su VAB nominal se redujo en un -1 %, cuando hasta el segundo trimestre había caído un -1,8 %). No cabe inferir caídas paralelas de la actividad, medida por la evolución del VAB a precios constantes, por el efecto sobre la evolución nominal del sector Refino de petróleo, que estuvo fuertemente afectado por el alza de los precios internacionales de los *inputs* de crudo (su VAB se redujo en un 21,8 % durante los tres primeros trimestres de 1999). De los restantes subsectores, conviene destacar el de Alimentación, bebidas y tabaco y Fabricación de material de transporte (en el caso de este último, en coherencia con el crecimiento de las matriculaciones), con aportaciones positivas al crecimiento de la actividad, tanto en 1998 como en los nueve primeros meses de 1999, sin llegar a compensar, en este último año, los efectos negativos antes comentados.

En consonancia con la evolución comentada, el año 1998 mostró un claro proceso de generación de empleo, con tasas del 2 %, interrumpido en 1999, por las razones expuestas sobre la evolución del VAB en este agregado (en paralelo con la reducción del crecimiento nominal, las plantillas de las empresas manufactureras se redujeron en un -0,6 % durante este período). La remuneración media creció un 3,4 % en 1998 y un 3,1 % en los tres primeros trimestres de 1999, sensiblemente por encima de la tasa de inflación. Además, las plantillas de los sectores Alimentación, bebidas y tabaco y Fabricación de material de transporte, en los que se detectan procesos de ajuste de plantillas, registraron mayores incrementos en sus remuneraciones medias.

Por su parte, las continuas reducciones de los gastos financieros coadyuvaban a que en 1998 los recursos generados aumentaran un 9,2 %, muy por encima del crecimiento detectado en los tres primeros trimestres del año en curso (1,4 %), como consecuencia, fundamentalmente, de la ralentización observada en la evolución nominal. No obstante, el tercer trimestre muestra una cierta, aunque moderada, recuperación (en ese período los recursos generados crecieron un 4 %), lo que permite albergar mejores expectativas sobre el cierre del año. Las rentabilidades ordinarias reflejaron un ligero incremento en 1998, hasta alcanzar el 11,4 %, valor que constituye un máximo en los últimos diez años, que se repite en los nueve primeros meses de 1999. Además, la nueva disminución experimentada por el coste de la financiación contribuyó a que la *ratio* de apalancamiento del sector manufacturero se mantuviera en unos valores excepcionalmente elevados, tanto en 1998 (5,6%) como en los nueve primeros meses de 1999 (6,9%). Como se indica en la parte principal de este artículo, es de esperar que estos niveles de rentabilidad, que han estado favorecidos por una evolución de los gastos financieros que está llegando a su fin, no debe llevar a que las empresas relajen los controles de sus costes, dado el diferencial de inflación que sigue existiendo frente a nuestros competidores europeos.

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



		NÚMERO DE EMPRESAS										
		1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999
CBA		3.127	3.258	3.225	3.202	2.458						
CBT		335	328	314	385	362	348	371	364	349	336	360
		328	324	314	374	362	348	371	364	349	336	360
		324	314	385	362	348	371	364	349	336	360	351
		314	385	362	348	371	364	349	336	360	351	343
		385	362	348	371	364	349	336	360	351	343	337
		362	348	371	364	349	336	360	351	343	337	406
		348	371	364	349	336	360	351	343	337	406	220
		371	364	349	336	360	351	343	337	406	220	394
		364	349	336	360	351	343	337	406	220	394	388
		349	336	360	351	343	337	406	220	394	388	251
		336	360	351	343	337	406	220	394	388	251	373
		360	351	343	337	406	220	394	388	251	373	413
		351	343	337	406	220	394	388	251	373	413	383
		343	337	406	220	394	388	251	373	413	383	278
		337	406	220	394	388	251	373	413	383	278	
		406	220	394	388	251	373	413	383	278		
		220	394	388	251	373	413	383	278			
		394	388	251	373	413	383	278				
		388	251	373	413	383	278					
		251	373	413	383	278						
		373	413	383	278							
		413	383	278								
		383	278									
		278										

— Informaciones relativas a la Central de Balances Anual.
 — Informaciones relativas a la Central de Balances Trimestral.
 Fuente: Banco de España

(a) Información disponible hasta el 17 de noviembre de 1999 (CBA y CBT). Los datos de la CBT son tasas de crecimiento sobre el mismo trimestre del año anterior.

CUADRO 4

**Gastos de personal, trabajadores y gastos de personal por trabajador
 Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones**

	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral			
	1997	1998	I a IV 97 (a)	I a IV 98 (a)	III 98	III 99
Número de empresas	7.716	5.877	725	825	817	596
Gastos de personal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Caen	24,1	20,5	31,8	27,8	26,7	31,2
Se mantienen o suben	75,9	79,5	68,2	72,2	73,3	68,8
Número medio de trabajadores	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Caen	28,3	25,3	50,3	40,2	40,3	37,9
Se mantienen o suben	71,7	74,7	49,7	59,8	59,7	62,1
Gastos de personal por trabajador (respecto a inflación) (b)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Crecimiento menor	44,0	40,2	41,1	42,1	39,1	50,4
Crecimiento mayor o igual	56,0	59,8	58,9	57,9	60,9	49,6

Fuente: Banco de España.

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

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

cionadas empresas, el dato del empleo presentaría un crecimiento claro, tanto en el empleo fijo como en el temporal. El cuadro 2.a informa de que, solo con eliminar el sector eléctrico, el resto de la muestra registra una tasa de crecimiento, aunque todavía reducida (0,3 % en los tres primeros trimestres de 1999). En consonancia con la desaceleración registrada en el valor añadido del sector manufacturero, la tasa de variación del empleo, en dicho sector, pasó del 2,0 del año 1998, al -0,6 del período transcurrido de 1999. De los sectores mostrados en el cuadro aludido, que son los más significativos en la base de datos trimestral, el del comercio fue el único que amplió, además notablemente, sus plantillas (crecieron el 5,8 % en los nueve meses transcurridos en 1999, tasa que se eleva al 8,4 % en el año 1998). Por su parte, los gastos de personal crecieron un 5 % en 1998, y un 0,7 % en los tres primeros trimestres de 1999. La evolución de esta rúbrica está ligada a la dinámica del empleo en 1998, y en 1999, ya comentada.

La evolución de las remuneraciones medias (gastos de personal por trabajador) muestra un crecimiento del 1,9 % en 1998, dato superior al 1,5 % de 1997 y al 1,3 % del período transcurrido en el año 1999. En todos los casos, esta tasa está influida por las diferencias de salarios existentes entre las nuevas contrataciones y los empleados de plantilla, como se puede

comprobar en el cuadro 2.b y se comenta más adelante. El análisis sectorial de las remuneraciones medias informa del impacto que genera en el agregado total la intensa generación de empleo detectada en el sector Comercio; en él se ha concentrado la mayor parte de las nuevas contrataciones y, por ello, también registra la menor de las tasas de crecimiento de las remuneraciones medias, hasta situarse en el entorno del 1 %, muy inferior a la obtenida para el resto de sectores. Por último, se debe destacar que los costes asociados a los fuertes ajustes de plantilla realizados en algunas grandes empresas en los meses transcurridos de 1999 no se han reflejado en los datos comentados. Efectivamente, en la información contable aportada por las empresas de la CBT, los gastos de personal incluyen habitualmente las indemnizaciones por despido. Sin embargo, dada la excepcionalidad de los ajustes referidos, algunas empresas han optado por no reflejarlos en este concepto de sus cuentas de resultados, creando una provisión por reestructuración de plantillas con contrapartida en el balance de la empresa.

En el cuadro 2.b, referido a los nueve meses transcurridos del año 1999, se observa que, en el agregado de empresas que disminuyen el número de trabajadores (lo hicieron en un -9,6 %), sus remuneraciones medias crecían un 3,6 %, sensiblemente por encima del 1,3 %

RECUADRO 3

Estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias

El cuestionario trimestral de la CBT se compone de 23 rúbricas de la cuenta de pérdidas y ganancias, frente a las 94 requeridas en el cuestionario anual. Las diferencias en el detalle de la información, y la necesidad de enlazar ambas fuentes, aconsejan, para la elaboración de este artículo, una presentación sintética de la cuenta de pérdidas y ganancias como la que se muestra en el cuadro 1. El objeto de este recuadro es poner de manifiesto, a través de una presentación en estructura de la cuenta de resultados, que, para las 5.877 empresas que, hasta este momento, habían colaborado con la CBA, las rúbricas que se han omitido (las precedidas por las letras a,b,c y d), con el fin de permitir el enlace antes citado, no tienen un peso importante dentro de esta cuenta, y en ningún caso su ausencia imposibilita o distorsiona la realización de los análisis y comparaciones realizados.

A pesar de que en la monografía anual de la Central de Balances se puede encontrar el desarrollo completo de dichas partidas, quizás sea aconsejable detallar el contenido de dos de ellas. La primera es la rúbrica «c. Otros ingresos incluidos en recursos generados», que comprende, fundamentalmente, los resultados extraordinarios, los intereses activados y otras revalorizaciones, y la dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos. La segunda es la rúbrica «d. Otros ingresos no incluidos en recursos generados», que incluye las ganancias y pérdidas de capital, los ingresos y gastos de otros ejercicios y los resultados diferidos.

Estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias

Número de empresas / Cobertura total nacional		5877/34,7 %
AÑO		1998
1.	VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0
1.	Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	119,5
a.	Restantes conceptos	-19,5
2.	CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	66,3
1.	Compras netas	41,8
2.	Otros gastos de explotación	23,4
b.	Restantes conceptos	-1,1
S.1.	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (1 - 2)	33,7
3.	Gastos de personal	17,6
S.2.	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (S.1. - 3)	16,1
4.	Ingresos financieros	2,5
5.	Gastos financieros	2,8
6.	Impuestos sobre los beneficios	1,9
c.	Otros ingresos incluidos en recursos generados	0,0
S.3.	RECURSOS GENERADOS (S.2. + 4 - 5 - 6 + c)	13,9
7.	Amortizaciones y provisiones	12,1
d.	Otros ingresos no incluidos en recursos generados	3,5
S.4.	RESULTADO NETO TOTAL (S.3. - 7 + d)	5,3
e.	Propuesta de distribución de dividendos	3,0
f.	Beneficios no distribuidos	2,3
Pro memoria:		
S.5.	AUTOFINANCIACIÓN (S.3. - e + f + 7 - d)	10,9

CUADRO 5

**Resultado económico bruto, recursos generados, rentabilidad ordinaria del activo y apalancamiento
Detalles según tamaño, naturaleza y actividad principal de las empresas
(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior)**

	Resultado económico bruto				Recursos generados				Rentabilidad ordinaria del activo (R.1) (a)				Apalancamiento (a)			
	CBA		CBT (b)		CBA		CBT (b)		CBA		CBT (b)		CBA		CBT (b)	
	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99	1998	I a IV 98	I a III 98	I a III 99
Total	8,6	4,8	7,0	3,9	10,2	8,1	9,2	8,4	8,4	8,9	8,9	9,2	2,7	2,5	2,5	4,5
Total, excepto sector eléctrico	11,2	8,4	11,7	2,8	11,7	12,1	14,0	7,8	8,7	9,3	9,4	9,6	2,8	2,7	2,8	4,8
TAMAÑOS:																
Pequeñas	10,0	—	—	—	15,4	—	—	—	10,2	—	—	—	3,1	—	—	—
Medianas	11,9	10,2	12,3	6,2	12,5	10,9	14,8	8,1	11,1	10,5	10,9	11,2	5,0	4,6	4,8	6,8
Grandes	8,3	4,5	6,8	3,8	9,9	8,0	8,9	8,5	8,1	8,8	8,8	9,1	2,5	2,4	2,4	4,3
NATURALEZA:																
Públicas	18,8	8,2	12,1	2,7	10,6	33,8	45,8	13,1	0,9	3,1	3,4	4,7	-4,6	-3,3	-2,8	0,5
Privadas	8,0	4,4	6,5	4,0	10,2	6,3	6,6	7,7	10,4	10,3	10,3	10,1	4,6	3,9	3,8	5,3
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:																
Industrias manufactureras	8,0	9,1	14,8	-4,9	9,2	8,1	13,9	1,4	11,4	12,3	13,0	11,4	5,6	6,7	7,3	6,9
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,7	-3,6	-3,5	6,8	5,1	-1,0	-1,8	11,2	7,5	8,2	8,0	8,5	2,3	2,2	1,9	3,7
Comercio	21,3	19,2	19,0	12,8	20,2	19,6	19,6	13,4	12,3	10,8	10,2	11,7	6,8	4,7	4,0	7,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	8,6	6,0	8,4	4,0	11,9	14,8	15,0	3,5	7,3	8,0	7,9	8,0	0,9	0,9	1,0	3,0

Fuente: Banco de España.

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

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

del total de la muestra. Por su parte, las 448 empresas que crearon empleo en los nueve primeros meses de 1999 (58,7 % de las empresas) lo hicieron con una tasa del 8,4 % (dentro de la cual destaca el 6,5 % de aumento del empleo fijo), y, por los menores sueldos pagados a los nuevos empleados, la remuneración media en este conjunto de empresas solo creció un 0,8 %.

Finalmente, a partir de la información suministrada por el cuadro 4, se observa que en el año 1998 aumentó considerablemente el porcentaje de empresas en las que creció el empleo (casi un 75 % de empresas, frente al 71,7 % de 1997), como también sucedió en 1999 (en el tercer trimestre del año se llegó al 62 %, algo más de dos puntos respecto del

mismo trimestre del año anterior). En cuanto a las remuneraciones medias, disminuyó sensiblemente el porcentaje de empresas en las que este concepto creció por encima de la inflación, hecho sin duda muy influido por el repunte que el índice de precios experimentó en 1999 (se pasó del 60,9 % del tercer trimestre de 1998, al 49,6 % del mismo período de 1999). Ello no debería, sin embargo, hacer olvidar que, para mantener intacta la capacidad de creación de puestos de trabajo, es preciso mantener un permanente seguimiento de las variaciones al alza en las diferentes partidas de gasto de las empresas, entre otras, los costes salariales, y que su evolución debe ir referida, además de a indicadores nominales, a las variables reales que justifican su crecimiento, esto es, a las ganancias de productividad.

CUADRO 6

Estructura de la rentabilidad ordinaria del activo neto y de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios de las empresas colaboradoras

	Central de Balances Trimestral			
	Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1)		Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3)	
	III 98	III 99	III 98	III 99
Total empresas	100	100	100	100
R 0 %	19,1	19,1	23,6	22,4
0 % < R 5 %	16,7	17,9	13,2	14,4
5 % < R 10 %	16,9	16,4	13,2	11,9
10 % < R 15 %	13,2	12,3	10,3	11,1
15 % < R	34,1	34,3	39,7	40,2
Número de empresas	838	763	838	763
PRO MEMORIA:				
Rentabilidad media	9,3	9,0	10,5	11,2

Fuente: Banco de España.

4. RESULTADOS, MÁRGENES Y RENTABILIDADES (2)

Como consecuencia de la evolución de la actividad y de los gastos de personal, el Resultado Económico Bruto creció en 1998 un 8,6 %, tasa algo menor que la de 1997 (10,9 %), reduciéndose hasta el 3,9 % en los tres primeros trimestres de 1999. La contención registrada en el año 1999 en la actividad productiva, unido a la expansión en el empleo, es pues compatible con la obtención de excedentes en crecimiento sostenido, no tan intensos como en el período próximo reciente.

Por su parte, los gastos financieros continuaron descendiendo en ambos períodos analizados. En 1998, la caída fue del 8,7 %; y en los tres primeros trimestres de 1999, de un 7,6 %. No obstante, como ya se viene indicando en anteriores ediciones de este artículo, el peso de

esta rúbrica dentro de la cuenta de resultados de las empresas se ha reducido muy significativamente, suponiendo en 1999 un 2,5 % del total de la producción (cuando en 1983 representaba el 9 %). La repercusión de la variación del coste financiero y del endeudamiento, sobre la caída de los gastos financieros, es la siguiente:

	<i>I a III 99/I a III 98</i>
<i>Variación de los gastos financieros</i>	-7,6 %
A. <i>Intereses por financiación recibida (1+2)</i>	-10,3 %
1. <i>Variación debida al coste (tipo de interés)</i>	-28,5 %
2. <i>Variación debida al endeudamiento con coste financiero</i>	18,5 %
B. <i>Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	2,7 %

El cuadro confirma que ha continuado la traslación de las reducciones de los tipos de interés a los costes empresariales, y que las empresas están incrementando su apelación a fuentes de financiación externas para la realización de nuevas inversiones, aprovechando las buenas condiciones que está ofreciendo el mercado, de lo que hay constancia desde 1998.

El buen comportamiento de la carga financiera neta para ambos períodos estudiados permitió un crecimiento de los recursos generados de un 10,2 % en 1998 y de un 8,4 % en los tres primeros trimestres de 1999. Por sectores, se deben resaltar, una vez más, los fuertes incrementos del sector Comercio, con crecimientos

(2) Coincidiendo con la publicación de la monografía anual con los resultados del año 1998 y de este artículo, se ha modificado el cálculo de las rentabilidades, tanto para la CBA como para la CBT. Las nuevas *ratios* de rentabilidad son indicadores más sintéticos, que evalúan la capacidad de generar beneficios, en ausencia de operaciones extraordinarias y de plusvalías netas, o, lo que es lo mismo, solo toman en consideración los resultados originados en las operaciones ordinarias de la explotación. Al mismo tiempo, en el denominador de las *ratios* de rentabilidad, se ha aproximado la valoración del inmovilizado material a precios corrientes, con objeto de superar las limitaciones técnicas derivadas de las actualizaciones de balances. La Nota metodológica que se integra en la monografía anual (en sus versiones de papel y CD-ROM) ofrece mayores detalles sobre estas cuestiones a los lectores interesados.

CUADRO 7

**Flujos de capital y financieros
(Estructura: VAB a p.m. = 100)**

Bases	Porcentaje sobre VAB a p.m.		
	1996	1997	1998
Número de empresas / Cobertura total nacional	8073/36,5 %	7716/38,0 %	5877/39,7 %
Años	1996	1997	1998
1. Recursos de capital	29,9	29,1	32,6
1. Ahorro bruto	26,2	27,9	30,2
2. Transferencias netas de capital	3,7	1,2	2,4
2. Empleos de capital	24,4	25,0	24,6
1. Formación bruta de capital	22,5	23,1	22,3
1. Formación bruta de capital fijo	20,0	19,3	19,2
2. Variación de existencias	2,5	3,8	3,1
2. Otros empleos de capital	1,9	1,9	2,3
3. Capacidad (+), necesidad (-) de financiación (1 - 2.1 - 2.2 = -4)	5,5	4,1	8,0
4. Variación neta de pasivos menos variación neta de activos	-5,5	-4,1	-8,0
1. Valores distintos de acciones	-1,7	-2,2	-5,0
2. Acciones y participaciones	-2,8	-0,9	3,3
3. Créditos de entidades de crédito	-6,6	6,2	5,0
4. Créditos del exterior	-2,0	0,0	4,2
5. Créditos comerciales y entre otros sectores residentes	6,1	-1,3	-6,3
6. Fondos de pensiones	0,9	0,6	0,2
7. Otros pasivos netos de otros activos	0,6	-6,5	-9,4
PRO MEMORIA:			
Inversión en inmovilizado material (a)	11,5	9,8	9,7
Fuente: Banco de España.			
(a) Respecto de inmovilizado material neto a principio de ejercicio. Esta <i>ratio</i> , calculada en el ámbito conceptual de la contabilidad de empresas, se obtiene a partir del subconjunto de empresas con más de 100 empleados.			

tos del 20,2 % en 1998 y del 13,4 % en los nueve primeros meses de 1999; y la caída del sector manufacturero, cuyos recursos generados han pasado de un crecimiento del 9,2 % en 1998, a un crecimiento del 1,4 % en los tres primeros trimestres de 1999. Al igual que ocurriera con la actividad de este sector, el perfil intertrimestral de la serie de datos muestra una moderada tendencia hacia una progresiva recuperación.

Por su parte, las rentabilidades ordinarias (tanto del activo neto como la de los recursos propios, calculadas según la nueva forma de cálculo que se reseña en el recuadro 5 de la monografía anual) se mantuvieron en unos niveles considerablemente altos. Para 1998, la rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1) al-

canzó un 8,4 % para el total de la muestra, lo que supone la mayor rentabilidad registrada en la serie anual desde 1989, que, a la luz de los datos trimestrales hasta ahora disponibles, puede superarse, en 1999, cuando se presenten estos mismos resultados dentro de un año (en los nueve primeros meses de 1999, esta *ratio* se situó en el 9,2 %). Como ya se ha señalado, este crecimiento vino acompañado de una continua reducción en el coste de la financiación (*ratio* R.2, intereses por financiación recibida), con lo que la *ratio* de apalancamiento (R.5) vuelve a alcanzar un máximo en las series anual (2,7 % para 1998) y trimestral (4,5 % para los tres primeros trimestres de 1999), lo que constituye una evidencia adicional de la buena situación en la que se encuentra el conjunto de las empresas no financieras, y de las

condiciones favorables existentes para la inversión y la creación de empleo.

Por último, el cuadro 6 permite obtener conclusiones acerca de la distribución de las empresas según la rentabilidad obtenida, independientemente de su tamaño o naturaleza. Se observa, como efecto más importante, que durante el tercer trimestre de 1999, si bien se mantuvo el porcentaje de empresas con rentabilidades ordinarias del activo neto (R.1) positivas (próximo al 80 %), la reducción en el coste de la financiación (R.2) ha llevado a que en este último trimestre se siga ampliando el porcentaje de empresas con rentabilidad ordinaria de los recursos propios positiva.

En resumen, 1998 fue un año positivo para las empresas en lo concerniente a actividad, empleo y rentabilidades, fundamentados en la buena evolución del consumo interior y la inversión, que, no obstante, experimentó una cierta ralentización en la segunda mitad del año, afectada por la crisis internacional. Este efecto negativo se siguió percibiendo al inicio de 1999, aunque, a medida que ha ido avanzando el año, se ha mostrado un progresivo fortalecimiento en las industrias manufactureras y una cierta consolidación de los ritmos de crecimiento. La situación actual de rentabilidad de las empresas tiende a facilitar la inversión, el crecimiento y la estabilidad del empleo.

5. INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN

La evolución de los resultados de 1998 comentados hasta este momento se basa en la información del capítulo II de la monografía anual de la Central de Balances, al que se añaden los datos procesados en la CBT para los trimestres transcurridos de 1999. Este enfoque contribuye a una presentación eminentemente

empresarial. No obstante, existe otra articulación contable, de análisis económico general, que permite la obtención de saldos y agregados útiles para el análisis macroeconómico. Es esto precisamente lo que facilita el cuadro 7, síntesis de la cuenta de capital y financiera, elaborada a partir de la información de la CBA para 1998, que cuenta con el detalle de información suficiente para la obtención de dichos saldos, lo que no es posible a partir de la información que recopila la CBT.

En 1998, el total de empresas de la CBA mostró, por quinto año consecutivo, capacidad de financiación, debido a que la fuerte generación de recursos, plasmada en un incremento sustancial del ahorro bruto, permitió que se cubrieran las inversiones del ejercicio, y aún se generara un excedente que supuso un 8 % del VAB. Con todo, la formación bruta de capital fijo también creció a un buen ritmo (6 %). Debe tenerse en cuenta que este resultado, hasta cierto punto atípico (pues lo normal, en las fases altas del ciclo, es que las empresas no financieras tengan necesidad y no capacidad de financiación), se debe, en gran medida, a la presencia en esta muestra de empresas muy grandes, que, por haber iniciado hace poco tiempo su actividad (sector de telecomunicaciones), ya realizaron entonces el montante más importante de sus inversiones, o de otras pertenecientes a sectores ya maduros y saturados, al menos temporalmente (sector eléctrico). La capacidad de financiación generada por las empresas se materializó en fuertes inversiones financieras, tanto a largo plazo (fundamentalmente, créditos a empresas del grupo e inversiones en capital) como a corto (fundamentalmente, depósitos), en donde se han materializado las plusvalías generadas por los procesos de privatización acometidos a lo largo del año 1998.

26.11.1999.

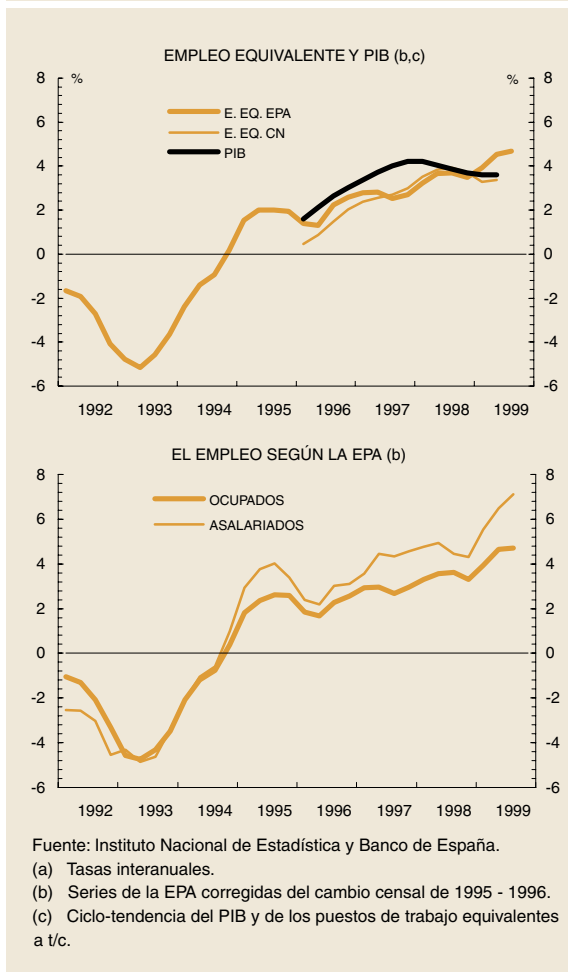
La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999

Según los últimos datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), durante el tercer trimestre de 1999 el proceso de creación de nuevos puestos de trabajo mantuvo un elevado dinamismo, aunque, a diferencia de lo ocurrido en los trimestres anteriores, vino acompañado de una aceleración de la población activa, por lo que se tradujo en un descenso muy moderado del número de desempleados. En concreto, los ocupados aumentaron en 179.000 personas, durante ese período, y la población activa lo hizo en 177.000, de forma que el paro se redujo en solo 2.000 personas; no obstante, la tasa de paro quedó situada en el 15,4 %, dos décimas por debajo de la del período precedente. En términos de variaciones interanuales, el aumento del empleo se cifró en 627.000 personas, lo que representa un incremento del 4,7 %, tasa igual a la registrada en el trimestre anterior (véase cuadro 1). El proceso de reducción del desempleo también mostró una cierta ralentización, en términos interanuales, aunque la tasa de descenso siguió siendo muy elevada, un 16 %, en relación con el mismo período de 1998.

La evolución del mercado laboral reflejada por los datos de la EPA en el tercer trimestre resulta coherente con la que muestran otros indicadores. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 5,5 %, en términos interanuales, en el promedio del tercer trimestre, manteniendo estable su ritmo de avance respecto a los tres meses anteriores, y la reducción del paro registrado en el INEM perdió intensidad, igual que el desempleo de la EPA (su descenso interanual fue un 12,6 % en el tercer trimestre de 1999, frente al 13,3 % del período precedente). En cuanto a la incidencia de los cambios introducidos en la elaboración de la EPA, a principios de año, con el fin de adaptarla a la Encuesta de Fuerza de Trabajo de la UE, todo indica que el nivel de las tasas de variación interanual de los principales agregados de la encuesta sigue estando afectado por esos cambios, aunque el impacto adicional parece haberse moderado en el tercer trimestre. En cualquier caso, es muy probable que vuelvan a producirse diferencias similares a las observadas en trimestres anteriores respecto a las tasas de variación del empleo que se estimen en el marco de la Contabilidad Nacional Trimestral (véase gráfico 1). La modificación más significativa que ha afectado a los datos de la EPA del tercer trimestre ha sido la extensión de las entrevistas al mes de agosto, cambio que puede explicar el fuerte descenso observado en el número medio de horas trabajadas por persona en la semana de referencia (-11,3 %), mucho mayor que el reflejado habitualmente por la EPA en el tercer trimestre. Por otra parte, la significativa aceleración registrada por el empleo

GRÁFICO 1

Empleo y PIB (a)

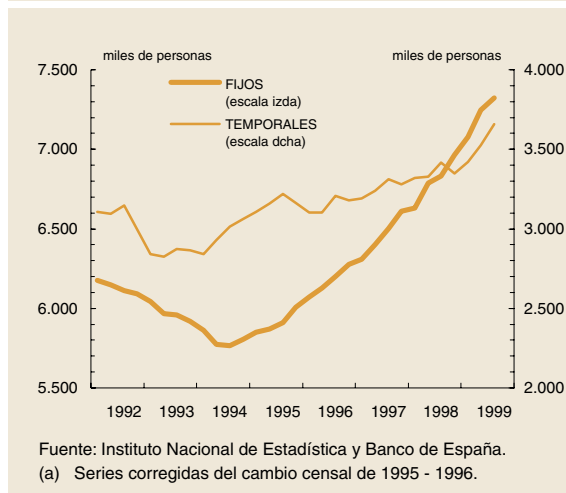


asalariado de carácter temporal también podría haber estado influida, en parte, por la inclusión de agosto en el período de entrevistas. Estos efectos ilustran cómo los cambios introducidos en la EPA, si bien están redundando en una estimación más apropiada de los fenómenos que se desean analizar, están afectando también a la homogeneidad de las series históricas de la encuesta.

Como ya ocurrió en la primera mitad de 1999, todo el empleo creado en el tercer trimestre lo fue por cuenta ajena. Los trabajadores asalariados mantuvieron un perfil de aceleración, al experimentar un aumento del 7,1 % con respecto al mismo período de 1998, por encima del observado en los meses de abril a junio. Por su parte, el colectivo de trabajadores autónomos registró una disminución adicional en los meses de verano, cifrada en 29.000 personas, respecto al trimestre precedente, que llevó la tasa de caída interanual hasta el 3,4 %. La aceleración experimentada por el empleo

GRÁFICO 2

Asalariados por modalidad de contrato (a)



asalariado de la EPA durante el verano se ha observado también, aunque con una magnitud mucho menor, en las afiliaciones a la Seguridad Social de trabajadores no autónomos, que registraron un crecimiento importante en ese período (6,4 %). Atendiendo a la duración del contrato, los asalariados con contrato indefinido intensificaron nuevamente su ritmo de crecimiento, situando su tasa de variación interanual en el 7,1 %, frente al 6,9 % del segundo trimestre de 1999. No obstante, el empleo temporal mostró una recuperación aún más acusada, al incrementarse este colectivo en 134.000 personas durante el tercer trimestre, cifra muy superior a la recogida por la EPA en períodos similares de años anteriores y que, como ya se ha mencionado, podría estar relacionada con la extensión de las entrevistas al mes de agosto. En términos de tasas interanuales, el empleo temporal aumentó un 7,1 %, más de un punto porcentual por encima del segundo trimestre, y la *ratio* de temporalidad se elevó hasta el 33,3 %, nivel similar al estimado un año antes.

Atendiendo a la duración de la jornada, cabe destacar que el incremento del número de ocupados a lo largo del tercer trimestre correspondió, en su totalidad, a trabajadores a tiempo completo, habiéndose producido un descenso de 55.000 personas entre los que tienen dedicación parcial. Estos movimientos, sin embargo, pueden considerarse de carácter estacional, por lo que en ambos colectivos las tasas de crecimiento interanual permanecieron estabilizadas en los mismos valores del trimestre precedente (4,4 % y 8,1 %, respectivamente). De hecho, la *ratio* de empleo a tiempo parcial sufrió un recorte de 0,5 p.p. en el período estival, similar al observado en el mismo período

Evolución del empleo (a)

CUADRO 1

% y miles de personas

	Tasas de variación				Tasas interanuales de variación					Variación media				Variaciones interanuales				
	1995	1996	1997	1998	III TR 98	IV TR 98	I TR 99	II TR 99	III TR 99	1995	1996	1997	1998	III TR 95	III TR 96	III TR 97	III TR 98	III TR 99
Población activa	0,8	1,3	1,1	0,9	1,1	0,6	0,6	0,6	0,9	124	210	174	144	184	223	147	174	140
Ocupados	2,3	2,1	2,9	3,4	3,6	3,3	3,9	4,7	4,7	278	254	357	440	312	278	336	464	627
<i>Tiempo completo + NC</i>	—	1,8	2,6	3,6	3,8	3,6	3,8	4,4	4,4	—	200	294	422	172	252	273	456	545
<i>Tiempo parcial</i>	—	5,9	6,6	1,8	0,8	0,2	5,3	8,1	8,1	—	54	63	18	140	26	63	8	82
Asalariados	3,5	2,7	4,2	4,6	4,4	4,3	5,5	6,5	7,1	309	243	394	448	352	276	407	437	730
<i>Fijos + NC</i>	1,9	4,4	4,7	5,4	5,1	5,4	6,7	6,8	7,1	108	258	286	350	148	286	303	332	488
<i>Temporales</i>	6,8	—	3,4	3,0	3,2	2,1	3,1	5,9	7,1	201	—	108	98	204	—	104	105	242
No asalariados	-1,0	0,4	-1,2	-0,2	0,9	0,1	-1,3	-1,4	-3,4	-31	11	-37	-8	-40	2	-71	27	-103
Parados	-4,1	-1,2	-5,2	-8,8	-8,7	-10,0	-13,0	-16,9	-16,0	-154	-44	-183	-296	-128	-55	-189	-290	-487
PRO MEMORIA: niveles (%):																		
Tasa de actividad	49,4	49,6	49,8	50,0	50,3	50,0	49,8	50,0	50,4	—	—	—	—	49,6	49,9	50,0	50,3	50,4
Tasa de paro	22,8	22,2	20,8	18,8	18,6	18,2	17,0	15,6	15,4	—	—	—	—	22,6	21,9	20,5	18,6	15,4
Ratio de temporalidad	34,9	33,8	33,5	33,0	33,3	32,5	32,6	32,7	33,3	—	—	—	—	35,2	34,1	33,7	33,3	33,3

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Series corregidas del cambio censal de 1995-1996.
NC: No clasificables u otros.

Evolución del empleo por ramas de actividad (a)

CUADRO 2

% y miles de personas

	Tasas de variación				Tasas interanuales de variación					Variaciones interanuales					Ratio de asalarización (b)				
	1995	1996	1997	1998	III TR 98	IV TR 98	I TR 99	II TR 99	III TR 99	III TR 95	III TR 96	III TR 97	III TR 98	III TR 99	1995	1996	1997	1998	1999 (c)
TOTAL OCUPADOS	2,3	2,1	2,9	3,4	3,6	3,3	3,9	4,7	4,7	312	278	336	464	627	74,6	75,1	76,1	76,9	78,2
Agricultura	-4,4	-3,2	-1,0	-0,6	-0,7	-1,6	-8,6	-2,0	-3,7	-49	-31	-17	-7	-39	32,7	33,3	37,2	38,1	39,2
No agrarios	3,1	2,6	3,2	3,8	4,0	3,7	5,1	5,2	5,4	361	309	353	471	666	78,9	79,0	79,6	80,3	81,3
Industria	1,6	-1,3	2,8	4,9	4,9	3,5	4,7	2,6	1,9	47	-18	86	129	53	85,9	86,2	87,1	87,7	88,1
Construcción	6,2	3,4	5,5	5,2	6,0	9,6	11,0	11,0	12,9	65	47	52	75	171	75,7	75,1	75,4	77,7	78,8
Servicios	3,1	3,9	3,0	3,2	3,4	2,9	4,4	5,2	5,4	249	280	215	267	442	76,9	77,3	77,8	78,3	79,6
<i>Servicios venta (e)</i>	2,6	3,0	3,4	3,2	3,5	2,6	4,1	5,3	5,8	123	128	139	168	290	66,9	67,4	68,2	68,9	70,4
<i>Servicios no venta (e)</i>	4,1	5,2	2,4	3,3	3,2	3,4	4,9	5,0	4,7	126	152	76	99	152	92,7	92,5	92,8	92,9	93,7
TOTAL ASALARIADOS	3,5	2,7	4,2	4,6	4,4	4,3	5,5	6,5	7,1	352	276	407	437	730	34,9	33,8	33,5	33,0	32,9
Agricultura	-1,6	-1,4	10,6	1,7	1,4	-1,0	-9,1	3,7	0,4	1	5	23	5	1	59,8	58,9	60,2	60,8	61,2
No agrarios	3,8	2,9	4,0	4,7	4,6	4,5	6,2	6,6	7,4	351	271	384	432	729	33,8	32,8	32,4	31,9	31,8
Industria	1,9	-1,0	3,8	5,6	5,4	4,3	5,0	3,1	3,0	53	0	99	122	72	29,5	28,7	30,0	28,9	27,9
Construcción	7,9	2,6	5,9	8,4	9,7	13,1	13,5	12,4	14,6	62	31	42	92	152	63,3	62,7	61,7	62,5	61,9
Servicios	3,9	4,4	3,7	3,8	3,5	3,3	5,6	7,0	7,8	236	240	243	218	505	30,9	29,8	28,8	28,1	28,2
<i>Servicios venta (e)</i>	4,0	3,8	4,6	4,3	3,9	3,2	5,6	7,7	9,6	132	106	147	130	330	36,9	35,8	34,8	33,1	31,2
<i>Servicios no venta (e)</i>	3,8	5,0	2,7	3,4	3,0	3,4	5,6	6,1	5,9	104	134	96	88	175	24,2	23,1	21,9	22,4	24,7

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Series corregidas del cambio censal de 1995-1996.

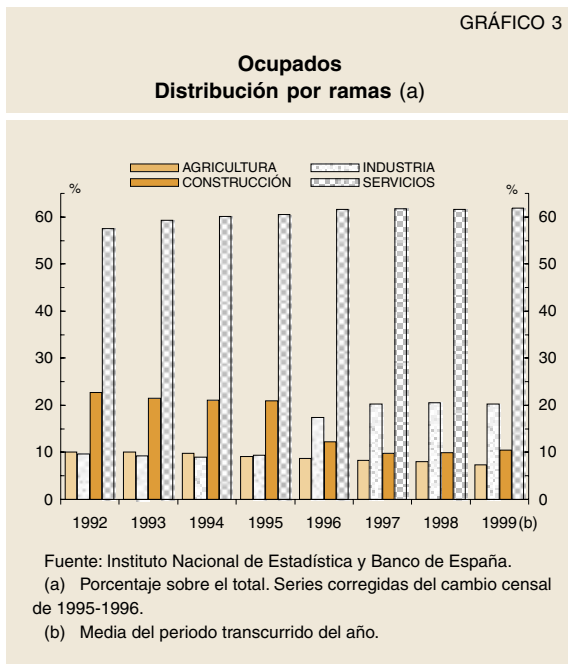
(b) En % del empleo en cada rama de actividad.

(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



de años anteriores. Dentro de los trabajadores con jornada completa, el avance de los indefinidos fue más elevado que el registrado por los temporales, al igual que en el caso de los ocupados a tiempo parcial, donde se está acelerando el empleo de naturaleza indefinida y pierde fuerza el temporal. De todo ello cabe concluir que las bonificaciones a las contribuciones a la Seguridad Social, de las que se benefician una parte importante de los nuevos contratos indefinidos, han seguido teniendo un impacto positivo sobre este tipo de contratación, aunque estos incentivos están siendo insuficientes para reducir de forma significativa la acusada temporalidad en el empleo. Por otra parte, empieza a apreciarse el efecto de la nueva regulación, aprobada a finales de 1998, para fomentar el trabajo indefinido a tiempo parcial. Aunque este tipo de contratos sigue representando una proporción muy pequeña del total de contratos registrados en el INEM, en el segundo y tercer trimestres de 1999 su crecimiento fue muy abultado.

Como se puede comprobar en el cuadro 2, el incremento del empleo en el tercer trimestre de 1999 se extendió a todas las ramas de actividad, exceptuando la agraria. Aunque es habitual que el empleo en la *agricultura* se reduzca en los meses de verano, el descenso de los ocupados en esta actividad en el tercer trimestre de 1999 fue especialmente intenso (29.000 personas), por lo que la variación interanual descendió hasta el -3,7 %. Los trabajadores por cuenta ajena se redujeron en 27.000 personas y su tasa interanual descendió al 0,4 %. La desaceleración de los asalariados

tuvo su origen en el fuerte descenso de los contratados temporales, lo que condujo a una reducción significativa de la *ratio* de temporalidad, hasta quedar situada en el 58,7 %. Por otra parte, en términos de la duración de la jornada, cabe destacar el retroceso interanual de los trabajadores a jornada completa, mientras que el número de personas con dedicación parcial en esta rama siguió situado en niveles superiores a los del mismo periodo del año anterior, de forma que la *ratio* de empleo a tiempo parcial se mantiene en torno al 7 %, nivel superior al observado un año antes.

El empleo en la *industria* experimentó un aumento neto de 24.000 personas en el tercer trimestre, resultado de un incremento de 30.000 trabajadores por cuenta ajena y de una reducción de los no asalariados en 6.000 personas. Los asalariados mantuvieron el ritmo interanual de crecimiento en torno al 3 %, mientras que el conjunto del empleo industrial se desaceleró hasta el 1,9 % (véase gráfico 4). El análisis de los datos, atendiendo a la duración de la jornada, indica que los trabajadores con dedicación parcial, que se incrementaron un 16,5 % en el tercer trimestre, aumentaron su peso en esta rama, si bien este sigue siendo reducido (la *ratio* de empleo a tiempo parcial se situó en el 3,2 %). Por lo que se refiere a la composición del trabajo asalariado según la duración del contrato, los trabajadores con una relación estable con la empresa siguieron mostrando un mayor crecimiento interanual (3,7 %), aunque en el tercer trimestre se produjo un incremento significativo de los temporales, que podría tener un carácter meramente estacional (para sustituir a trabajadores de vacaciones); de momento, la *ratio* de temporalidad subió hasta el 28,4 %.

Examinando las ramas manufactureras con un mayor nivel de desagregación, se observan comportamientos divergentes: por un lado, industrias como la alimentación, la metalurgia, el papel, la construcción de maquinaria, el equipo eléctrico, los otros minerales no metálicos y el cuero han ido reduciendo su ritmo de creación de empleo a lo largo del año, marcando la pauta del agregado; por otro lado, entre las actividades que han reflejado un mayor empuje en el proceso de creación de puestos de trabajo durante el último trimestre cabe citar la de material de transporte, el textil, las industrias manufactureras diversas y la química. Las industrias alimentaria (cuyo empleo experimentó una reducción del 3,4 %), del cuero y del caucho son las únicas actividades industriales que han registrado retrocesos interanuales del empleo.

La trayectoria ascendente que venía mostrando el empleo en la *construcción* desde fina-

les de 1997 continuó en el tercer trimestre de 1999. El aumento de trabajadores en este período fue de 64.000 personas y prácticamente todos ellos obtuvieron un trabajo asalariado; trasladado a crecimientos interanuales, se observó una tasa del 12,9 % para el total del empleo en esta rama y del 14,6 % para los empleados por cuenta ajena, lo que supone una elevación notable del ritmo de variación en ambos casos. Sin embargo, aunque en los meses de verano las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron una gran fortaleza, su perfil fue de desaceleración. Entre los asalariados, tanto los de contrato indefinido como los temporales crecieron por encima del 12 %, en tasa interanual, y la *ratio* de temporalidad se situó en el 61,8 %, por debajo del 63,1 % del mismo trimestre de 1998. Por lo que se refiere a la duración de la jornada, cabe señalar que el peso de los trabajadores a tiempo parcial en el total de ocupados de la rama es muy reducido (un 1,3 % en el tercer trimestre) e incluso inferior al del año anterior.

Como viene ocurriendo a lo largo del presente año, algo más de dos terceras partes del empleo creado en el tercer trimestre correspondieron al sector terciario. Concretamente, a lo largo del tercer trimestre el número de ocupados en los *servicios* avanzó en 121.000 personas, habiéndose producido una destrucción de 22.000 puestos de trabajo por cuenta propia, al mismo tiempo que eran contratados 143.000 asalariados más. En términos interanuales, el crecimiento del empleo en los servicios fue del 5,4 %, como consecuencia del aumento sustancial de los puestos de trabajo por cuenta ajena (7,8 %), mientras que los autónomos registraron niveles inferiores a los del año pasado. Dentro de los servicios, la evolución del empleo en los servicios venta y no venta ha sido dispar.

En el conjunto de servicios destinados a la venta (1) se observó una intensificación del proceso de creación de empleo, especialmente en el colectivo de asalariados, que aumentó un 9,6 % en el tercer trimestre, en relación con el mismo período de 1998. A este resultado han contribuido en mayor medida los trabajadores con contrato indefinido, por lo que la *ratio* de temporalidad (31,8 %) es inferior a la observada en el tercer trimestre de 1998. La *ratio* de empleo a tiempo parcial, por el contrario, ha reflejado el fuerte incremento interanual de este tipo de trabajadores, quedando en el 9 %. En todas las ramas que forman este agregado se

(1) Este componente comprende las actividades de comercio, hostelería, transporte, intermediación financiera y actividades inmobiliarias. El agregado de servicios no venta, por tanto, incluye, básicamente, las AAPP y defensa, sanidad, educación y servicio doméstico.

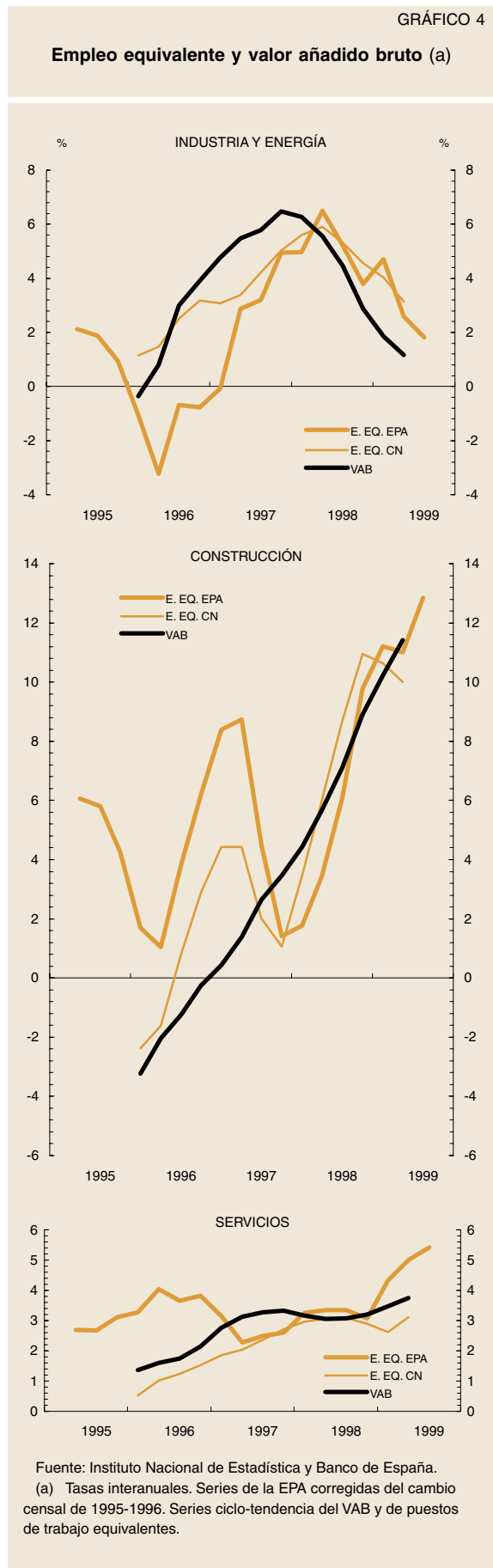
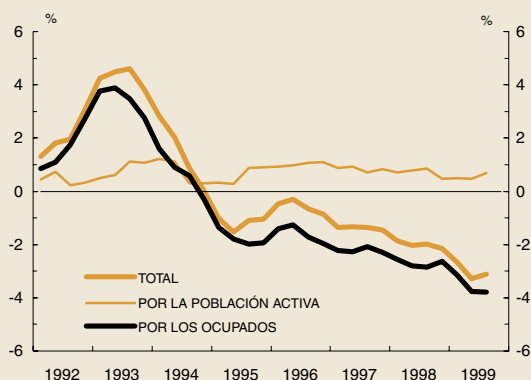


GRÁFICO 5

Evolución de la tasa de paro (a)
Variaciones interanuales

Fuente: 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.

incrementó el ritmo de creación de empleo en los meses de verano, excepto en la hostelería, donde, en cualquier caso, la ocupación aumentó un 6,4 %.

El agregado de servicios no destinados a la venta, por su parte, registró incrementos interanuales algo menores que los del segundo trimestre, tanto en el total de los ocupados como entre los asalariados (4,7 % y 5,9 %, respectivamente). Esta ligera pérdida de vigor fue consecuencia de una desaceleración de los asalariados temporales, que, en cualquier caso, siguieron creciendo a tasas superiores a los contratados fijos. La *ratio* de empleo a tiempo parcial se redujo en el tercer trimestre y quedó situada en el 13 %, nivel inferior al del mismo trimestre del año anterior.

La población activa experimentó un incremento de 176.000 personas durante el tercer trimestre, y su ritmo de variación interanual pasó del 0,6 %, que venía mostrando desde finales de 1998, al 0,9 %. Esta aceleración fue

consecuencia, primordialmente, del comportamiento observado entre los hombres y, dentro de ellos, de una menor caída del colectivo entre 30 y 39 años y de un aumento de los que están entre 50 y 59. Por edades, conviene destacar cómo entre los colectivos de menor edad (desde 16 hasta 39 años) el número de personas que quieren participar en el mercado laboral experimentó una caída interanual inferior a la del trimestre anterior, debido tanto al aumento en la tasa de participación como al menor descenso de la población estimada. Todo ello contribuyó al aumento de la tasa de actividad, que se situó en el 50,4 %, aunque este aumento también refleja, en parte, un efecto estacional.

Este incremento de la población activa supuso que el número de parados solo se redujera en 2.000 personas en el tercer trimestre, cifra inferior a las 34.000 en que disminuyó en el mismo período de 1998. La ralentización de la caída del paro fue más intensa en los colectivos entre 20 y 39 años, y, desde otra óptica, entre los que llevan menos de un año en paro, aunque también se redujo el ritmo de descenso del desempleo de larga duración. Por sexos, la distribución de esa menor caída del desempleo siguió la pauta marcada por la población activa, de forma que la caída interanual del paro quedó prácticamente estabilizada entre las mujeres, mientras que en los hombres se redujo en 30.000 personas. No obstante, el descenso del paro entre los hombres sigue siendo más cuantioso que el de las mujeres, por lo que la tasa de paro femenina aumentó ligeramente (22,9 %), mientras que la tasa de paro de los hombres se redujo en tres décimas (10,6 %). Atendiendo a los grupos de edades, el leve descenso de la tasa de paro, si se compara con los recortes observados en los dos trimestres anteriores o con el mismo período de otros años, ha sido consecuencia de una reducción menos intensa en todos los grupos de edades, excepto entre los más jóvenes (tanto los hombres como las mujeres de 16 a 20 años) y entre las mujeres de 40-49 años.

26.11.1999.

El sistema financiero español ante el «efecto 2000»

1. INTRODUCCIÓN

El denominado «efecto 2000» (1) tiene su origen en la necesidad de seguir utilizando, más allá del 31 de diciembre de 1999, aquellos equipos, programas y sistemas informáticos que no se diseñaron para tratar la fecha del año 2000. Si bien desde un punto de vista técnico la solución del «efecto 2000» es relativamente sencilla, la existencia de una fecha tope, fija e inamovible, para abordarlo exige una adecuada planificación. En cierto sentido, el «efecto 2000» constituye un fenómeno inusual, al revestir características de un riesgo de perturbación externa al sistema económico que, sin embargo, es conocida con antelación.

El posible impacto y los riesgos derivados del «efecto 2000» han sido estudiados ampliamente a lo largo de los dos últimos años. En el ámbito de los sistemas financieros, tanto las labores de adaptación como los recursos destinados para abordar este problema han sido muy importantes. El sistema financiero español no ha sido una excepción (2). En nuestro caso, además, los procesos de adaptación y las inversiones realizadas en equipos y programas informáticos para la redenominación a euros de las operaciones y los saldos vivos en los mercados financieros han permitido prever adecuadamente el efecto de la transición al año 2000. Asimismo, se ha realizado un amplio número de pruebas individuales con los sistemas informáticos y simulaciones de operaciones entre entidades financieras con resultados muy satisfactorios. Por todo ello, se puede considerar que el «problema del año 2000» es un fenómeno que está resuelto en lo fundamental en el conjunto de los mercados, instituciones y supervisores financieros españoles.

Este artículo analiza brevemente el problema del cambio al año 2000 en el ámbito del sistema financiero español. En el segundo epígrafe se explica en qué consiste el «efecto 2000», a quién puede afectar y cuáles serían los riesgos de una incorrecta adaptación. En el tercer epígrafe se comentan los preparativos llevados a cabo para la adaptación de los diferentes sistemas y las pruebas realizadas para comprobar su efectividad. En el cuarto epígrafe se revisan las medidas preventivas adicionales y los planes de

(1) También denominado en inglés *millenium bug* o *Y2K effect*.

(2) Conviene señalar, no obstante, que la adaptación al año 2000 afecta a la mayor parte de los sectores de la economía. La Administración del Estado y los organismos públicos han establecido una serie de sectores estratégicos en los que se está realizando un seguimiento especial, aplicándose un riguroso calendario de adaptación y diseñando un plan de contingencia por sí, de todos modos, se produjera alguna anomalía.

contingencia establecidos en las distintas instituciones, organismos rectores y supervisores del sistema financiero, y, finalmente, se extraen algunas conclusiones sobre la situación del sistema financiero español ante el «efecto 2000».

2. ASPECTOS BÁSICOS Y RIESGOS POTENCIALES ASOCIADOS AL «EFECTO 2000»

Los equipos, programas y sistemas informáticos utilizan habitualmente información y funciones operativas que dependen de fechas. El «efecto 2000» surge de las economías que tradicionalmente se aplicaron durante decenios a la hora de introducir y almacenar la información. Estos ahorros «de espacio» motivaron que en la representación del año (el campo fecha) se utilizaran solo los dos últimos dígitos en lugar de cuatro. El empleo de solo dos dígitos plantea en el momento del cambio al año 2000 distintos problemas potenciales:

- Los programas o los sistemas electrónicos podrían no ser capaces de diferenciar si se trata de fechas de la centuria del 1900 (años del tipo 19XX) o de la centuria del 2000 (años del tipo 20XX).
- Algunos programas podrían no identificar la fecha 00 (y, por tanto, considerarla como desconocida), o bien utilizarla con propósitos especiales (como, por ejemplo, ausencia de información).
- Cuando la fecha se expresa con solo dos dígitos, las secuencias y las ordenaciones podrían dar un resultado erróneo (por ejemplo, el año 2001 representado por 01 es menor que el año 1997, representado por 97).
- A diferencia del año 1900, el año 2000 es bisiesto (3) y podría no ser tratado como tal.

Si alguno de estos problemas potenciales llegara a materializarse, el «efecto 2000» podría generar cálculos erróneos (por ejemplo, en la determinación de los tipos de interés o de períodos de liquidación), funciones incorrectas en el almacenamiento u ordenación de las bases de datos o, incluso, podría provocar la inutilización de información. La experiencia ya acumulada indica que una adecuada preparación permite superar sin incidencias ciertas fechas «mágicas», consideradas de riesgo, como el

(3) El calendario gregoriano establece que: «Serán años bisiestos, aquellos que sean múltiplos de cuatro, excepto aquellos que simultáneamente sean múltiplos de cien, salvo que, a su vez, lo sean de cuatrocientos.»

9/9/99 (antiguamente considerada en algunas aplicaciones como fin de fichero) y el 21 de agosto de 1999 (fecha crítica para los satélites GPS, pues sus contadores interpretan esa fecha como valor cero).

El amplio uso de las tecnologías de la informática y de las comunicaciones en el sistema financiero hace que este sector esté especialmente sensibilizado con el «efecto 2000». De hecho, las entidades financieras y las autoridades económicas y monetarias han considerado que este es un asunto crucial por varios motivos.

En primer lugar, cierto tipo de errores de una entidad financiera en su adaptación a la transición al año 2000 podría provocar que otras entidades (corresponsales o contrapartidas) fallaran o incluso cancelaran sus intercambios automáticos, lo que, a su vez, podría originar la interrupción del conjunto o de una parte de las operaciones bancarias o de las transacciones en los mercados financieros. Esta posible reacción en cadena determina que la adaptación al «efecto 2000» deba ser generalizada, esto es, que abarque a todas las entidades, a los organismos rectores de los mercados y a las instituciones supervisoras, así como al resto de los suministradores de servicios o proveedores de información.

En segundo lugar, aunque el problema es técnicamente sencillo de corregir, su detección puede llevar bastante tiempo, ya que el «efecto 2000» puede implicar a un número elevado de programas y equipos informáticos, y, sobre todo, puede afectar a los denominados «sistemas empotrados», que en ocasiones son difíciles de detectar o, simplemente, están ocultos (4).

Por último, hay que recordar que el «efecto 2000» tiene una fecha fija improrrogable para la resolución de los problemas que pueda plantear.

3. LOS PREPARATIVOS PARA EVITAR PROBLEMAS EN LA TRANSICIÓN AL AÑO 2000

El «efecto 2000» es un fenómeno que afecta a los distintos agentes económicos (ciudadada-

(4) Los denominados *sistemas empotrados* son aquellos equipos o sistemas que emplean procesadores o dispositivos internos u ocultos que gestionan fechas o tiempos, por lo que su adaptación pasa, en muchos casos, por la sustitución de los dispositivos o microprocesadores. Este podría ser el caso de centralitas telefónicas, cajas de seguridad, ascensores o sistemas de control de acceso.

nos, empresas y organismos públicos) de todo el mundo. Aunque la responsabilidad de adaptarse al año 2000 recae en cada uno de esos agentes, a lo largo de los dos últimos años tanto las instituciones públicas como distintas instituciones privadas han impulsado iniciativas para coordinar las actividades de adaptación y difundir información en los ámbitos sectorial, nacional e internacional.

En nuestro país, por ejemplo, distintos organismos públicos y privados han iniciado programas de seguimiento, coordinación y preparación para adaptar los distintos sectores, asociaciones y empresas al «efecto 2000». En particular, la Administración General del Estado ha venido llevando a cabo en los últimos años distintas acciones para prevenir la incidencia del «efecto 2000» en los sistemas informáticos y en los dispositivos automatizados. Estas acciones se han materializado en dos iniciativas muy importantes.

En un primer momento, el Consejo de Ministros adoptó, el 12 de junio de 1998, distintas medidas con relación al «efecto 2000» y estableció un calendario de adaptación de los sistemas de la Administración General del Estado y de los organismos públicos, que se iniciaba con un análisis de impacto el 31 de julio de 1998 y finalizaba con la realización de las pruebas el 30 de junio de 1999. Posteriormente, con el fin de garantizar una adecuada transición al año 2000 se creó, el 1 de octubre de 1999, la *Oficina de Transición para el «efecto 2000»*, que desarrollará sus funciones hasta el 31 de marzo del 2000. El objetivo de esta Oficina de Transición, semejante a la Oficina de Transición al Euro, es coordinar las acciones de la Administración dirigidas a garantizar una adecuada adaptación al año 2000, con el fin de reducir al mínimo los posibles efectos perjudiciales derivados de fallos en ordenadores, sistemas de información y dispositivos automatizados, en particular los que puedan afectar a la prestación de servicios o suministros esenciales para los ciudadanos y los que puedan menoscabar la seguridad de personas y bienes.

En el ámbito más específico del sistema financiero, las iniciativas en el terreno internacional son muy relevantes. Las de mayor importancia son lideradas por el Grupo de Coordinación Global para el año 2000 (*Global 2000 Co-ordination Group*), para las entidades privadas, y el Consejo Conjunto para el año 2000 (*Joint Year 2000 Council*), para los organismos rectores de los mercados financieros.

El Grupo de Coordinación Global para el año 2000 es una agrupación informal y voluntaria de bancos, sociedades de valores y compa-

ñas de seguros pertenecientes al sector financiero privado, compuesta por 630 entidades que representan a 70 países. El objetivo general de este grupo es detectar las áreas en las que la adopción de iniciativas coordinadas facilite los esfuerzos de la comunidad financiera internacional para minimizar los riesgos de la transición al año 2000 en los mercados financieros.

El Consejo Conjunto para el año 2000, por su parte, emprendió una serie de iniciativas encaminadas a promover en todos los organismos responsables de la supervisión financiera la atención al reto informático que supone el año 2000, compartir información sobre estrategias y enfoques de regulación y supervisión, discutir posibles medidas de contingencia y constituir un punto de contacto con las iniciativas privadas en los ámbitos nacional e internacional. Además, el Consejo Conjunto ha promovido la creación de un organismo internacional más específico, denominado «Servicio de Comunicación de Organismos Rectores de Mercados (MACS, según su acrónimo en inglés), que está formado por 27 países. Cada país agrupa a sus Autoridades de Mercados Financieros (FMA) y establece un único coordinador autorizado, que, a su vez, será el encargado de coordinar las acciones y la información con el resto de organismos rectores o autoridades monetarias y financieras nacionales e internacionales. El Banco de España es el organismo que representa a España en el Servicio MACS. Este Servicio, cuya secretaría está a cargo del Banco de Pagos Internacional de Basilea, coordina las acciones preventivas y recopila la información suministrada por todos los mercados financieros de los 27 países para su posterior difusión. Este Servicio informará en tiempo real a las Autoridades de Mercados Financieros (a través de teleconferencia y vía Internet) de la evolución y de los acontecimientos más relevantes en cada uno de los mercados.

Por otro lado, en el ámbito de la Unión Europea, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha venido prestando particular atención a las tareas relacionadas con el año 2000. Así, a mediados de 1999 el Eurosistema ha revisado y verificado los procedimientos frente a contingencias, ha evaluado las posibles implicaciones jurídicas y de política monetaria, y ha establecido una estructura de organización y de comunicaciones específica para el período de transición al año 2000.

En la esfera nacional, el Banco de España es la institución encargada de la coordinación de la difusión de información y de la supervisión de pruebas y de planes de contingencia del sistema financiero. En efecto, además de

ostentar la representación en el Servicio MACS, es la institución de «enlace» y coordinación con la Oficina de Transición en todo lo relacionado con el «efecto 2000» en el ámbito del sistema financiero.

El Banco de España inició en 1996 el proyecto de revisión y adaptación de los sistemas informáticos. Durante ese año y el siguiente, además de la revisión de las aplicaciones informáticas desarrolladas internamente, se realizó el inventario completo, tanto de equipos como de programas que se debían revisar. A primeros de 1998 se inició la fase de análisis de impacto y, unos meses más tarde, la denominada fase de cambio, que ha incluido la adaptación de los equipos y programas informáticos. En esta última fase se han realizado, entre otras tareas, las pruebas iniciales y de grupo con diversas fechas del año 2000, así como la prueba global final para asegurar la compatibilidad con el año 2000. Asimismo, el Banco de España, como entidad receptora de información, ha analizado, reformado y probado las aplicaciones informáticas que tratan la recepción o el intercambio de información con diferentes entidades, con un resultado satisfactorio de compatibilidad.

Por otro lado, el Banco de España, como supervisor del sistema bancario, ha venido promoviendo en las entidades de crédito la prevención de los problemas informáticos que podrían derivarse de la transición al año 2000. A mediados de 1997, durante las visitas normales de inspección, se comenzó a evaluar la preparación de las entidades para el «efecto 2000». A finales de ese mismo año se consultó con las asociaciones sectoriales y se evaluó un cuestionario enviado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, cuyos resultados fueron muy positivos en cuanto a la clara concienciación de las entidades con respecto a este asunto. En mayo de 1998, el Gobernador del Banco de España envió una carta a todas las entidades de crédito, recomendándoles que consideraran urgente este problema. Posteriormente, diversos cuestionarios han sido enviados directamente a las entidades para evaluar sus progresos en la adaptación a la transición al 2000. Simultáneamente, en casi todas las inspecciones *in situ* que se realizan a las entidades, los expertos informáticos de la Inspección del Banco de España han realizado una labor de análisis del problema y han informado sobre la situación existente. En los últimos meses de este año se ha realizado un especial seguimiento de esta actividad, intensificando los esfuerzos en aquellas entidades que presentaban retrasos en la adaptación de sus sistemas o en la elaboración de planes de contingencia. La impresión general, a finales de noviembre,

es que todas las entidades tendrán una transición satisfactoria al año 2000.

En línea con lo anterior, se han realizado, a lo largo de los últimos meses, numerosas pruebas que permiten afirmar que el sistema financiero en su conjunto está preparado para la transición al año 2000. Así, en junio se completaron las pruebas conjuntas del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Posteriormente, el 25 de septiembre, el sistema de liquidación de grandes pagos del área del euro (conocido por el acrónimo en inglés TARGET) aseguró su conformidad con el año 2000 en una prueba general de simulación de una jornada hábil bancaria. En esta prueba participaron cientos de entidades de crédito, los quince bancos centrales de la UE, así como el sistema de pagos del BCE. Los sistemas procesaron correctamente los pagos a clientes y las transacciones interbancarias enviadas y recibidas por las entidades participantes. Asimismo, otros sistemas auxiliares, como la cámara de la Asociación Bancaria del Euro, realizaron diversas transferencias y pruebas con distintas entidades bancarias, con un resultado plenamente satisfactorio.

Desde abril de 1999 hasta septiembre de 1999 se han realizado pruebas con resultados satisfactorios en el conjunto de los sistemas de pagos y mercados supervisados por el Banco de España: SWIFT (en abril), transmisión de datos con entidades de crédito (en mayo), Servicio Español de Pagos Interbancarios (en mayo), Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en junio), Cámara Única (en junio), red privada de correo entre el Banco de España y el BCE (en julio-agosto), sistemas de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado y de Órdenes de Movimientos de Fondos con las entidades (en septiembre).

En el terreno bancario, además de las diversas pruebas de compatibilidad que conjuntamente han realizado las entidades de crédito, hay que destacar que, el pasado 22 de noviembre, las tres redes de cajeros automáticos que operan en España (4B, Servired y Red 6000) han realizado una prueba de compatibilidad con el año 2000, con resultados plenamente satisfactorios.

En el ámbito de los mercados de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha llevado a cabo, durante el tercer fin de semana del mes de septiembre, una prueba general para asegurar la correcta adaptación de los mercados de valores españoles al año 2000. Intervinieron la Sociedad de Bolsas, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, el mercado de renta fija AIAF, los mercados MEFF de renta variable y de renta fija, el Servi-

cio de Compensación y Liquidación de Valores, Espaclear Sistemas de Compensación de Activos, todos los miembros de los respectivos mercados y las entidades adheridas a los correspondientes servicios de liquidación, el Banco de España y la propia CNMV. Esta prueba general, que se realizó entre más de 130 entidades, se desarrolló de forma satisfactoria, sin que se hayan detectado anomalías reseñables. En particular, la CNMV, a través de una unidad de control, comprobó el desarrollo sin incidencias de la simulación, que comprendió tanto la preapertura como la negociación, el cierre, la liquidación y la compensación de valores y de efectivo.

Una vez realizadas todas las verificaciones y subsanadas las incidencias o errores observados, los sistemas pueden considerarse preparados ante el «efecto 2000», de acuerdo con la definición de conformidad con el año 2000 de la «British Standards Institution», que contempla los siguientes criterios:

- Que ningún valor para el campo fecha interrumpa su funcionamiento.
- Que la funcionalidad basada en fechas sea compatible con fechas anteriores y posteriores al año 2000, así como con las de dicho año.
- Que en todas las conexiones (*interfaces*) y en el tratamiento de datos almacenados, cualquier fecha se especifique de forma explícita o mediante reglas o algoritmos no ambiguos.
- Que se reconozca el año 2000 como bisiesto.

4. MEDIDAS PREVENTIVAS ADICIONALES Y PLANES DE CONTINGENCIA

Aunque las pruebas realizadas han sido numerosas y los resultados satisfactorios, se ha tomado, tanto en la Unión Europea como en España, una serie de medidas preventivas adicionales, con el fin de extremar las cautelas y asegurar una correcta transición al año 2000.

En los países de la UE, se han congelado hasta marzo del 2000 todos los proyectos de actualización y revisión de aplicaciones informáticas que no vayan dirigidas a resolver el problema del «efecto 2000».

Además, en el ámbito del Eurosistema se ha ampliado de dos a tres semanas el plazo de las operaciones principales de financiación, de manera que no habrá vencimiento de este tipo de operaciones en los doce primeros días del año 2000. En particular, las operaciones principales

de financiación de los días 21 y 30 de diciembre de 1999 se liquidarán los días 12 y 19 de enero del 2000, en lugar de los días 7 y 12 del mismo mes, como hubiese ocurrido de no adoptarse esta medida.

Asimismo, con el fin de facilitar la transición al año 2000, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido incrementar en 10.000 millones de euros el volumen de las tres subastas mensuales de financiación a largo plazo del último trimestre de 1999. Así, en las subastas de los meses de octubre y de noviembre (con fecha valor 28.10.1999 y 25.11.1999) el Eurosistema inyectó 25.000 millones de euros, frente a los 15.000 millones que se concedían habitualmente. Además de esto, hay que tener en cuenta que el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema dispone de mecanismos flexibles para hacer frente a una eventual demanda extraordinaria de liquidez que soliciten las entidades financieras participantes. En particular, las facilidades permanentes establecen una vía automática para ofrecer cualquier cantidad de la liquidez solicitada por el sistema crediticio, limitando, además, las variaciones en los tipos de interés a corto plazo en los mercados monetarios. Además, aunque no existen motivos para que el público mantenga volúmenes muy abultados de dinero en efectivo durante la transición al año 2000, el Eurosistema está en condiciones de satisfacer cualquier necesidad de liquidez que resulte de un aumento eventual en la demanda de billetes.

A su vez, con el ánimo de realizar en los mercados financieros una transición suave al año 2000, el día 1 de enero se realizarán comprobaciones y el día 3 de enero se procederá a la apertura anticipada de los sistemas de pagos y, en caso de ser necesario, a un cierre más tardío de los mismos. Esta apertura anticipada afectará tanto a los pagos domésticos al por menor (canalizados a través del SNCE) como a los mayoristas y transfronterizos (canalizados fundamentalmente a través de la Cámara Única y del TARGET).

Finalmente, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que el último día del año sea «no operativo» en el sistema TARGET, de forma que tanto el sistema *interlinking* como todos y cada uno de los sistemas brutos de liquidación de pagos en tiempo real (RTGS) que participen en el TARGET se cerrarán.

(5) La disposición adicional sexta de la Ley 41/1999 sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, establece que el día 31 de diciembre de 1999 será inhábil a efectos de liquidación de obligaciones en los sistemas de pagos interbancarios.

Por su parte, las autoridades españolas han decidido declarar inhábil, a efectos de liquidación interbancaria, el viernes 31 de diciembre de 1999 (5), por lo que permanecerán cerrados todos los mercados financieros (monetario, de deuda pública, bolsas, AIAF y MEFF). Esta norma no afecta a las operaciones bancarias con la clientela, ni, por supuesto, a las realizadas en cajeros automáticos (6). Este cierre permitirá aumentar la seguridad del paso al año 2000, pues todos los procesos (tanto de fin de día como de fin de año) como todas consolidaciones en bases de datos con sus correspondientes copias de seguridad de la información estarán terminados antes de la medianoche del día 31.

Asimismo, el Banco de España, en coordinación con el BCE, planificará sus operaciones en el mercado de divisas, de forma que, en condiciones normales, entre el 30 de diciembre de 1999 y el 5 de enero de 2000, no tengan que operar en este mercado, evitando con ello la dependencia de los sistemas informáticos.

A pesar de todas las medidas extraordinarias mencionadas anteriormente, dada la naturaleza del «efecto 2000» no se puede descartar completamente la posibilidad de que aparezca alguna incidencia que pudiera afectar al adecuado funcionamiento del sistema financiero. Para ello, un mínimo de prudencia aconseja disponer de planes de contingencia enmarcados dentro de los procedimientos generales establecidos ante situaciones de emergencia. Los planes de emergencia contemplan tanto el establecimiento de procedimientos alternativos, en los casos en que sea posible, como la existencia de una comisión de seguimiento de los problemas derivados del «efecto 2000».

En el mes de julio se constituyó en el Banco de España el Comité de Coordinación para el Tránsito al año 2000, cuyo objetivo es asegurar que el primer día hábil del año 2000 el Banco de España esté en disposición de cumplir con las funciones que por ley le están encomendadas y que, en el hipotético caso de que, como consecuencia de la transición al año 2000, alguno de sus sistemas informáticos sufriera cualquier incidencia, se tomen las medidas de emergencia oportunas para suplir esta deficiencia. En este sentido, se ha diseñado un plan de contingencias para el tránsito al año 2000 y se han realizado las pruebas oportunas para verificar el buen funcionamiento de las medidas de emergencia.

(6) Las tres redes de cajeros automáticos existentes (en España: 4B, Red 6000 y Servired) permanecerán abiertas entre el 31 y el 3 de enero, de forma que aceptarán todo tipo de tarjetas de crédito y débito en poder del público emisoras por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.

La CNMV, por su parte, coordinará las actuaciones en las bolsas, mercado AIAF, mercados de derivados financieros MEFF y Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, con el fin de asegurar la plena operatividad de los sistemas de contratación, difusión de información y liquidación de valores. Por lo que se refiere al ámbito de los seguros, se ha creado un Comité de Vigilancia, ante la posibilidad de que se produzcan reclamaciones contra las entidades de seguros.

De forma coordinada, el Banco de Pagos Internacional de Basilea, el BCE, el Comité de Emergencia del Ministerio de Economía y Hacienda, la CNMV, la Dirección General de Seguros y el Banco de España han diseñado sistemas de recepción y difusión de información que permitirán conocer en tiempo real el desarrollo de los sistemas de pagos y de los mercados financieros durante la transición y las primeras semanas del año 2000, tanto en el ámbito del sistema financiero español como del Eurosistema y del resto de los mercados financieros internacionales. En particular, la información suministrada en tiempo real a través del Servicio de Comunicación MACS permitirá, por diferencias horarias con los mercados internacionales de Extremo Oriente, «adelantar» el análisis y, en su caso, avanzar en la solución de las posibles incidencias del «efecto 2000» antes de que tengan lugar efectivamente.

En resumen, el fenómeno del «efecto 2000» ha generado diversas iniciativas de intercambio de información y uno de los mayores esfuerzos de coordinación en el ámbito nacional e internacional, comparables, e incluso superiores en algunos aspectos, a los de la redenominación a euros realizados el año pasado. En particular, las entidades financieras y las autoridades supervisoras han llevado a cabo un gran número de pruebas para asegurar que las aplicaciones y sus sistemas informáticos funcionan correctamente. Al igual que muchas otras instituciones, el Eurosistema ha dado prioridad a las tareas relacionadas con el año 2000 y ha verificado, a través de numerosos contrastes, que sus sistemas están adaptados al año 2000.

Existen, por consiguiente, suficientes elementos para contemplar con tranquilidad el «efecto 2000» en el ámbito financiero. Además, algunas experiencias recientes demuestran que otros fenómenos de adaptación se han llevado a cabo sin ninguna incidencia relevante. Este ha sido el caso, por ejemplo, de la redenominación a euros. En este mismo sentido, no se han observado incidencias ni errores en otros episodios semejantes al «efecto 2000», que algunos analistas estimaban que iban a presentar problemas.

En consecuencia, los resultados de todas estas pruebas permiten augurar que la continuidad de todos los procedimientos y sistemas con posterioridad al cambio de año y, por consiguiente, la fluidez de la actividad financiera están aseguradas. En todo caso, se han diseñado también planes de contingencia, tanto en las instituciones públicas como en las entidades privadas, por si problemas imprevistos pudieran afectar al correcto funcionamiento del sistema financiero.

25.11.1999.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (1999). «Los preparativos del SEBC para el año 2000», *Boletín mensual del BCE*, octubre.
- BANK OF ENGLAND. «Financial sector preparations for the year 2000», publicación trimestral, varios volúmenes.
- BPI (1997). «The year 2000: a challenge for financial institutions and bank supervisors», Basle Committee on Banking Supervision.
- COMISIÓN EUROPEA (1999). *Informe de la Comisión sobre el «efecto 2000»: estadio de preparación de las infraestructuras clave de la UE para el cambio de fecha del año 2000*, Documento de Trabajo CE 275.
- MINISTERIO DE ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (1998). *Guía 2000: guía práctica para la adaptación de los sistemas de información de las empresas al año 2000*.
- OCDE (1998). *The year 2000: impacts and actions*, Working papers, vol. VI / 70.
- TRUMBULL, P. (1999). «The year 2000 Problem: Global risk», *Wefa Economic Bulletin*, agosto.

SITIOS DE INTERÉS EN INTERNET

- <http://www.bis.org/ongoing/index.htm>: Consejo conjunto para el año 2000.
- <http://www.global2k.com>: Grupo de Coordinación Global para el año 2000.
- <http://www.ecb.int/press/>: Banco Central Europeo. Notas de prensa: pr990927.htm; pr990811.htm; pr9906172.htm; pr990624.htm.
- <http://www.map.es/a2000/pg7020-60.htm>: Seguimiento del 2000 del Ministerio de Administraciones Públicas (MAP).
- <http://www.map.es/of2000of2000-2.htm>: Oficina de transición para el «efecto 2000».
- <http://www.map.es/a2000/pg7023.htm>: Adaptación al año 2000 de las entidades financieras.
- <http://www.bde.es/infogene/y2000.htm>: Banco de España: preparativos para el año 2000.
- <http://www.cnmv.es/A2000/efecto2000.htm>: Comisión Nacional del Mercado de Valores: Efecto año 2000.
- <http://www.bolsamadrid.es/rectora/infogen/2000/2000A.htm>: La Bolsa de Madrid ante el año 2000.
- <http://www.meffrv.es/año2000>: Seguimiento del MEFF sobre el mercado español de futuros financieros en el año 2000.
- <http://www.sclv.es/adaptación/adap-2-e.htm>: Adaptación de los sistemas informáticos del SCLV al año 2000.
- <http://www.la-moncloa.es>: Informe de la Vicepresidencia Primera del Gobierno sobre el «efecto 2000».

Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras

Este artículo ha sido elaborado por Miguel Navascués, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

Desde hace algunos años, el comportamiento de la economía de Estados Unidos ha venido suscitando un enorme debate entre los analistas económicos. La prolongada fase de expansión que viene atravesando, en un entorno de baja inflación, ha llegado a sugerir la posibilidad de que se haya producido un incremento del crecimiento potencial de esta economía ligado a las mejoras tecnológicas y a la adopción de políticas económicas favorecedoras de una adecuada asignación de los recursos. No obstante, existe un consenso relativamente generalizado de que la economía norteamericana incorpora, en estos momentos, elementos de inestabilidad que podrían propiciar un ajuste brusco de la actividad. Así, los bajos niveles de ahorro del sector privado y el creciente endeudamiento de la economía frente al exterior, en un contexto donde las cotizaciones bursátiles han alcanzado un nivel difícilmente conciliable con el comportamiento histórico de los beneficios empresariales, constituyen elementos de riesgo.

En efecto, desde que en 1992 Estados Unidos comenzó su actual fase de expansión económica, el sector privado ha ido acumulando progresivamente desequilibrios financieros importantes. Estos desequilibrios ya se venían observando desde mediados de los años ochenta, cuando las cada vez menores tasas de ahorro de los consumidores, junto con las crecientes tasas de inversión privada, condujeron a un diferencial negativo creciente entre el ahorro y la inversión del sector privado (familias y empresas). Este proceso ha adquirido especial intensidad en el período 1992-1998, en el que las familias y empresas han pasado de mostrar un ahorro neto positivo de un 3,2 %, a otro negativo del 3,1 % del PIB. Durante ese tiempo, el comportamiento del sector público ha permitido limitar el desequilibrio exterior del conjunto de la economía, ya que ha registrado superávits cada vez mayores que han compensado, aunque de modo parcial, los desequilibrios privados. En todo caso, el saldo exterior por cuenta corriente se ha deteriorado, hasta alcanzar un déficit cercano al 3 % del PIB en 1998.

Aunque el análisis de los flujos de ahorro e inversión resulta ilustrativo de los desequilibrios de la economía norteamericana, cualquier valoración de su sostenibilidad y del previsible impacto de eventuales correcciones en los precios de los activos financieros o en el flujo de capitales exteriores debe tener en cuenta la situación patrimonial de las familias y la del conjunto de

la economía frente al resto del mundo. Según cuál sea el saldo de la cuenta financiera de las familias y de la composición de sus activos y pasivos, será más o menos probable que una corrección de las cotizaciones bursátiles genere situaciones de inestabilidad financiera que agudicen el posible impacto sobre el consumo privado del efecto riqueza negativo. Similarmente, la probabilidad de que se produzcan revisiones sustanciales en la propensión de los inversores internacionales para adquirir activos emitidos en Estados Unidos, y la magnitud de su impacto previsible sobre la actividad económica interna, dependen crucialmente del nivel de endeudamiento neto de la economía y de la naturaleza de los activos y pasivos frente al exterior.

El objetivo de este artículo es analizar los desequilibrios financieros intersectoriales, con objeto de contribuir al análisis sobre la vulnerabilidad del patrón de crecimiento seguido por la economía de Estados Unidos en los últimos años. En el epígrafe 2 se describe la evolución de los procesos de formación del ahorro y su utilización en los últimos años. En la sección 3 se analiza la forma en la que estos flujos se han plasmado en las cuentas patrimoniales de las familias. En la sección 4 se realiza un análisis similar para el sector exterior. En el epígrafe 5 se resumen las principales conclusiones del análisis.

2. LOS PROCESOS DE AHORRO E INVERSIÓN

En el cuadro 1 y el gráfico 1 se reflejan, en términos de PIB, la evolución del ahorro de los distintos sectores. Como puede verse, las tasas de ahorro financiero bruto de las empresas y las familias han disminuido en el período 1984-1998. Sin embargo, mientras que en el caso de las empresas (financieras y no financieras) esta reducción ha sido moderada, las familias han rebajado su tasa de ahorro (en términos del PIB) en casi seis puntos porcentuales: desde el 6,2 % de 1984 al 0,3 % de 1998 (1). Por su par-

(1) Por razones de claridad expositiva, en este artículo, si no se especifica lo contrario, el término ahorro se refiere al *ahorro neto de las familias*, o ahorro de la contabilidad nacional, que se diferencia del *ahorro bruto* de la cuenta financiera en que este último suma al ahorro neto la *depreciación* y el consumo de *bienes duraderos*. Los datos recogidos en el texto y en los cuadros y gráficos se corresponden con series de contabilidad nacional que no recogen las revisiones metodológicas hechas públicas recientemente. El motivo es que no se dispone, hasta el momento, de series históricas de cuentas financieras compatibles con la nueva metodología de contabilidad nacional. Entre otros cambios, el ahorro privado incorpora —según la nueva metodología— los planes de pensiones de los empleados públicos, que, con anterioridad, se consideraban dentro de la rúbrica de ahorro público. Una consecuencia de los cam-

te, el esfuerzo ahorrador de las Administraciones Públicas ha compensado, en parte, el comportamiento de las familias. Así, el continuo proceso de consolidación fiscal ha propiciado un aumento del ahorro público desde las cantidades negativas registradas en 1984 hasta el 3,4 % de PIB en 1998.

Si al ahorro total de cada sector se le resta la inversión del período, se obtienen las necesidades financieras, que para el conjunto de los sectores nacionales es el saldo exterior neto (véase gráfico 1). El saldo financiero de las familias muestra una clara trayectoria descendente, al pasar del 6,9 % del PIB en 1994 al -0,7 % en 1998. De nuevo, es la constante mejora de las necesidades financieras del sector público la que permite compensar en alguna medida el aumento de las necesidades de financiación de los demás sectores: así, tras registrar un saldo negativo del 4,7 % de PIB en 1984, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas han pasado a ser de un -0,3 % del PIB en 1998, siendo muy probable que en 1999 se alcance un superávit público significativo.

Para cubrir el diferencial entre la oferta de ahorro interno y las necesidades financieras totales, la economía norteamericana ha debido, lógicamente, recurrir al ahorro exterior. Desde 1992, el desajuste entre el gasto de los sectores residentes y la renta nacional ha requerido una aportación neta de ahorro del exterior, que ha crecido hasta alcanzar, en 1998, el 2,8 % del PIB.

Habida cuenta de la importancia cuantitativa de los cambios percibidos en los flujos financieros, tiene sentido preguntarse por las implicaciones de tales procesos sobre la solidez financiera de los distintos sectores de la economía. A continuación se analizan los cambios más importantes en los saldos de activo y de pasivo en los dos sectores más afectados por la caída del ahorro: las familias y el resto del mundo.

3. LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE LAS FAMILIAS

Con objeto de analizar la evolución de la situación patrimonial de las familias en los últi-

bios efectuados es que el nivel de la tasa de ahorro de las familias es sensiblemente superior al recogido en las antiguas series (3,7 % en lugar de 0,5 %, en términos de la renta disponible, en 1998). No obstante, el perfil claramente descendente de las series en los últimos 15 años permanece inalterado, por lo que el análisis efectuado en el artículo no se ve afectado por la utilización de unos u otros datos de contabilidad nacional.

CUADRO 1

Cuentas de ahorro e inversión por sectores

	PIB	Instituciones financieras		Administraciones Públicas		Familias			Empresas no financieras		Total economía (c)	
		Ahorro	Ahorro-inversión	Ahorro	Ahorro-inversión	Ahorro bruto financiero (a)	Ahorro neto (b)	Ahorro-inversión (a)	Ahorro	Ahorro-inversión	Ahorro	Ahorro-inversión
		1984	3.902	0,4	-0,5	-0,7	-4,7	17,6	6,2	6,9	10,9	-2,0	-2,3	-2,1
1985	4.181	0,3	-0,3	-0,3	-5,1	16,9	5,0	5,5	10,5	-3,5	-2,8	-2,5
1986	4.422	0,2	-0,2	-0,3	-5,4	16,9	4,3	5,7	9,7	-1,1	-3,2	-2,8
1987	4.692	0,3	-0,3	0,0	-4,0	15,9	3,6	3,7	9,9	-1,4	-3,3	-3,8
1988	5.050	0,6	-0,3	0,7	-4,2	16,0	3,9	4,3	10,0	-1,6	-2,3	-2,9
1989	5.439	0,6	0,3	1,0	-3,2	15,6	3,6	3,0	9,1	-2,7	-1,7	-1,0
1990	5.744	0,7	-0,4	-0,9	-3,2	15,1	3,7	6,0	7,2	-1,6	-1,4	-1,2
1991	5.917	0,9	-0,2	-1,1	-4,7	15,0	4,1	3,4	8,9	1,1	0,1	-0,9
1992	6.244	0,8	-0,9	-2,0	-4,9	15,4	4,2	5,1	8,8	0,2	-0,8	-1,7
1993	6.553	0,6	-0,3	-1,9	-4,0	14,3	3,2	3,2	9,1	0,5	-1,3	-1,2
1994	6.936	0,5	-1,0	-0,7	-3,9	13,9	2,5	3,2	9,1	0,0	-2,0	-1,9
1995	7.265	0,1	-0,4	0,0	-2,1	13,5	2,5	1,7	9,4	-0,1	-1,7	-1,9
1996	7.636	0,0	0,0	0,6	-2,4	13,5	2,1	0,4	9,3	-0,5	-1,3	-2,5
1997	8.110	0,0	-0,3	1,8	-1,1	12,8	1,5	0,2	9,2	-1,2	-1,7	-3,1
1998	8.511	0,0	0,2	3,4	0,3	11,5	0,3	-0,7	9,1	-1,0	-2,5	-2,8

Fuentes: OCDE y Reserva Federal de Estados Unidos.

(a) Ahorro bruto: incluye la amortización de capital, el consumo de bienes duraderos y las reservas de pensiones y seguros del gobierno. Es superior, por ello, a la tasa de ahorro que calcula la contabilidad nacional.

(b) Ahorro de la contabilidad nacional: excluye las partidas de la nota (a).

(c) Equivalente a resto del mundo con signo cambiado.

mos años, resulta útil describir, en primer lugar, los cambios producidos en la composición del ahorro financiero neto.

En el cuadro 2 se presentan los distintos componentes del ahorro financiero neto de las familias en 1994 y 1998 en relación con su renta disponible. En dicho cuadro se pone de manifiesto una ligera disminución de los recursos financieros disponibles para la adquisición de activos, propiciada por la reducción de la propensión al ahorro. La disminución relativa del ahorro bruto como fuente financiera ha sido parcialmente compensada por un aumento del endeudamiento (del 6,3 % al 8,5 % de la renta disponible). Por el lado de la utilización de los recursos, en 1998 se observa una menor propensión a la inversión que en 1994, siendo particularmente significativa la reducción del porcentaje de la renta disponible dedicado a la adquisición de activos financieros (del 10,7 % al 7,5 % de la renta disponible). En todo caso, el resultado neto es una caída sustancial del ahorro financiero, desde el 4,4 % al -0,9 % de la renta disponible.

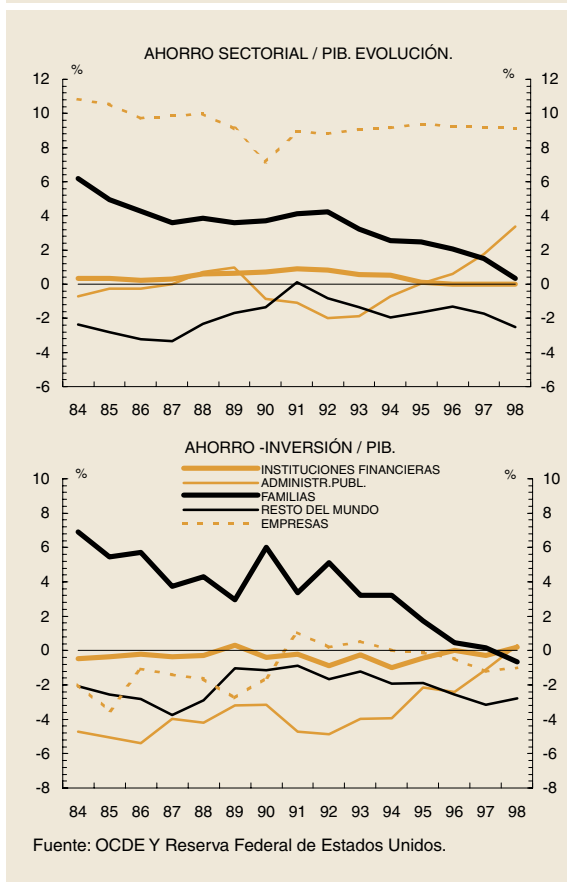
En el cuadro 3 puede observarse la manera en la que los cambios en la cuantía y composición del ahorro se han reflejado en los saldos patrimoniales de la cuenta financiera de las familias. La reducción de la propensión al ahorro

no ha impedido el incremento de su posición neta patrimonial (activos menos pasivos), que de un 496 % de la renta disponible en 1994 pasa a un 610 % en 1998. Este aumento de la posición neta del sector se debe, principalmente, a un aumento de los activos (del 588 % al 714 %), sustancialmente mayor que el producido en los pasivos (de un 92 % a un 104 %).

Con objeto de profundizar en el análisis de la evolución del patrimonio de las familias, resulta conveniente observar los cambios producidos en la composición de la cartera del sector y la medida en la que estos obedecen a adquisiciones netas de los distintos instrumentos o a las variaciones registradas en su valor de mercado. Este análisis resulta particularmente relevante en el caso de los activos de renta variable, habida cuenta de que entre 1994 y 1998 la bolsa de Nueva York se ha revalorizado en un 139,4 %. Tal y como se aprecia en el cuadro 3, el incremento patrimonial registrado entre 1994 y 1998 se debe en su totalidad al aumento de la partida «acciones, participaciones y reservas de seguros», pues los demás componentes del activo disminuyen o aumentan ligeramente en términos relativos. De esta partida, el aumento más significativo es el correspondiente al componente de acciones y participaciones, que pasa de representar un 148 % de la renta a un 215 %.

GRÁFICO 1

Estados Unidos. Ahorro e inversión



De la estimación del efecto revalorización presentada en el cuadro 3, se desprende que el aumento del activo de las familias producido entre 1994 y 1998 se debe, en sus tres cuartas partes, al incremento de valor de los instrumentos negociables poseídos al comienzo del período. De hecho, de forma coherente con la progresiva reducción en las tasas de ahorro del sector, los activos poseídos en 1998, netos del efecto revalorización, suponen tan solo un 537 % de la renta disponible, frente al 588 % correspondiente a 1994.

Ahora bien, a pesar de que la adquisición neta total de activos ha sido proporcionalmente inferior al incremento producido en la renta disponible, no todos los componentes han evolucionado de la misma manera. Así, resulta significativo que la reducción observada en la propensión de las familias a adquirir activos se concentra en los instrumentos de renta variable. En cambio, se han producido incrementos en las adquisiciones de depósitos y fondos de inversión y de pensiones superiores al aumento registrado en la renta disponible. También es de destacar la estabilidad mostrada por la evolución de la cartera de inmuebles. La menor

CUADRO 2

Familias: usos y recursos financieros (% renta disponible)

	1994	1998
A) Recursos	25,5	24,7
Ahorro bruto	19,2	16,2
Variación neta de pasivos	6,3	8,5
B) Usos	27,9	25,5
Inversión real bruta	17,2	18,0
Variación neta de activos financieros	10,7	7,5
C) Ahorro financiero neto	4,4	-0,9
Discrepancia = A - B	-2,4	-0,8

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

propensión de los agentes a adquirir, de forma directa, activos de renta variable ha permitido que, a pesar del incremento del endeudamiento, este pueda continuar siendo cubierto, en 1998, con activos relativamente poco arriesgados, tales como depósitos, instrumentos de crédito y reservas de seguros de vida.

El hecho de que el incremento del patrimonio neto de las familias proceda, en su mayor parte, de la revalorización de los activos y que esta se deba, fundamentalmente, al extraordinario incremento de las cotizaciones bursátiles registrado en los últimos años, puede resultar un elemento de preocupación en la medida en que correcciones súbitas en los precios de los activos de renta variable puedan situar a las familias en una situación patrimonial frágil. No obstante, como se observa en el cuadro 3, si los activos poseídos por las familias perdieran súbitamente todo el incremento de valor experimentado entre 1994 y 1998, el patrimonio neto resultante sería aún superior, en términos nominales, al correspondiente a 1994, aunque, en términos de la renta disponible, pasaría a representar un 434 %, frente al 496 % de 1994. Nótese, sin embargo, que esta pérdida de valor, en lo que respecta al mercado de acciones, equivaldría a una corrección bursátil equivalente al 50 % del valor del mercado en la actualidad.

Correcciones algo más moderadas, aunque todavía muy pronunciadas, apenas supondrían un quebranto en el patrimonio neto del sector con respecto a la situación de 1994. Así, tal y como pone de manifiesto el cuadro 3, una pérdida de valor equivalente al 50 % del incremento experimentado entre 1994 y 1998 situaría el patrimonio de las familias en un nivel igual al 522 % de la renta disponible de 1998, sensiblemente por encima del nivel correspondiente a 1994. Nótese que esta desvalorización de los

CUADRO 3

Familias. Saldo de activo y pasivo
(mm de dólares y % sobre renta disponible)

	SalDOS				Efecto revalorización	Saldo 1998 neto del efecto revalorización (b)			
	1994		1998			Del 100 % del efecto		Del 50 % del efecto	
	mm	% renta disponible	mm	% renta disponible	mm	mm	% renta disponible	mm	% renta disponible
	1	2	3	4	5	6=3-5	7	8=3-5/2	9
TOTAL ACTIVO	29.529	588,3	43.037	714,1	10.654	32.383	537,3	37.710	625,7
A) Financieros	19.213	382,8	30.121	499,8	9.161	20.960	347,8	25.540	423,8
De los que:									
1. Depósitos	3.157	62,9	4.089	67,8	0	4.089	67,8	4.089	67,8
2. Instrumentos de crédito	1.979	39,4	1.739	28,9	-41	1.780	29,5	1.759	29,2
3. Acciones y participaciones	7.413	147,7	12.930	214,5	6.224	6.706	111,3	9.818	162,9
3.1. Acciones empresas	6.361	126,7	10.444	173,3	5.571	4.873	80,9	7.658	127,1
3.2. Acciones de fondos	1.052	21,0	2.486	41,2	653	1.833	30,4	2.159	35,8
4. Reservas seguros y pensiones	5.557	111,1	9.477	157,2	2.639	6.838	113,5	8.157	135,3
4.1. Reservas fondos pensiones	5.057	100,8	8.770	145,5	2.639	6.131	101,7	7.450	123,6
4.2. Reservas seguros vida	520	10,4	707	11,7	0	707	11,7	707	11,7
5 = 3 + 4. Acciones y reservas	12.990	258,8	22.407	371,8	8.863	13.544	224,7	17.975	298,2
B) Inmuebles	10.316	205,5	12.916	214,3	1.493	11.423	189,5	12.169	201,9
TOTAL PASIVO	4.640	92,4	6.250	103,7	0	6.250	103,7	6.250	103,7
Instrumentos de crédito	4.454	88,7	5.958	98,9	0	5.958	98,9	5.958	98,9
NETO:									
TOTAL NETO (ACTIVO - PASIVO)	24.889	495,9	36.787	610,4	10.654	26.133	433,6	31.460	522,0

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

(a) Calculado por diferencia entre la variación de los saldos (saldo final - saldo inicial) y el volumen de operaciones del período 1994-1998.

(b) Estas columnas expresan cuáles serían los saldos de 1998, eliminando el 100 % de la revalorización (columnas 6 y 7) o el 50 % de la revalorización (columnas 8 y 9) que ha tenido lugar entre 1994 y 1998.

activos financieros implicaría, en el caso de las acciones, un desplome permanente de las cotizaciones superior al 25 %.

De este modo, el desahorro acumulado por las familias no parece, al menos hasta el momento, haber originado una situación de inestabilidad financiera latente susceptible de provocar cambios radicales en las decisiones de los agentes como consecuencia de una posible corrección en las cotizaciones bursátiles o en los tipos de interés. En la medida en que el aumento de los pasivos financieros ha venido respaldado, no solo por la revalorización de los activos de renta variable, sino también por el mantenimiento de una cartera de activos de renta fija relativamente elevada, y una notable estabilidad relativa del mercado y la cartera de activos inmobiliarios, un posible cambio de tendencia en los índices bursátiles no debería impedir una recomposición patrimonial ordenada, a no ser que la corrección de las cotizaciones adquiriera una magnitud y una velocidad sin precedentes. De este modo, aunque una eventual pérdida de valor de las cotizaciones afecta-

ría de modo sensible a la propensión de los agentes a consumir, este efecto no tendría por qué verse exacerbado por la aparición de dificultades objetivas para que el sector privado pudiera hacer frente a sus compromisos financieros.

4. LOS ACTIVOS Y PASIVOS DEL SECTOR EXTERIOR

Como resultado de las decisiones de ahorro y de inversión del conjunto de agentes económicos nacionales y la política de inversión de los agentes localizados en el resto del mundo, Estados Unidos viene registrando, desde principios de los ochenta, saldos negativos en su balanza por cuenta corriente. Como se observa en el cuadro 4, en 1998 el déficit ascendió al 2,8 % del PIB, y se prevé que en 1999 pueda aumentar hasta una cifra cercana al 3,5 %.

Para valorar las consecuencias derivadas de los desequilibrios exteriores sobre el patrimonio de la nación, en el cuadro 5 se han reco-

CUADRO 4

Sector exterior				
	1995	1996	1997	1998
A) BALANZA POR CUENTA CORRIENTE				
1. Bienes	-173,7	-191,3	-198	-248
2. Servicios	73,8	82,8	87,7	78,9
3. Bienes y servicios	-99,9	-108,5	-110,3	-168,1
4. Rentas de inversión	19,3	14,2	-5,3	-22,5
5. Transferencias	-34,7	-40,5	-39,7	-41,9
6. Total neto	-115,3	-134,8	-155,3	-233,5
B) OPERACIONES FINANCIERAS				
VARIACIÓN NETA DE PASIVO:				
7. Total	446	534	624	511
Activos interbancarios y otros	35	18	59	-25
Bonos del Tesoro	197	312	189	94
Bonos privados	58	84	87	122
Acciones	17	11	64	43
Inversión directa	58	78	93	196
Otros	81	31	132	81
VARIACIÓN NETA DE ACTIVO:				
8. Total	308	340	369	274
Depósitos	35	86	107	42
Bonos	50	56	47	13
Acciones	50	60	41	76
Inversión directa	97	81	122	132
Otros	76	57	52	11
NETO:				
Por diferencia activo – pasivo	-138	-194	-255	-237
Discrepancia con 6	-13	-61	-100	-4

Fuentes: OCDE, Goldman Sachs y Reserva Federal de Estados Unidos.

gido las partidas más significativas del activo y del pasivo de la nación frente al resto del mundo, tal como vienen contabilizadas en las cuentas financieras. Con el fin de tener una perspectiva temporal, se han incluido los activos y pasivos desde el año 1984, último ejercicio en el que Estados Unidos fue prestamista neto al resto del mundo.

Lógicamente, la acumulación de déficit exteriores durante tan largo período ha empeorado, inevitablemente, la posición exterior neta. Así, desde 1986, Estados Unidos ha mantenido una posición crecientemente deudora frente al resto del mundo, de forma que, en 1998, la deuda exterior neta global ascendía a 2,7 billones de dólares, es decir, alrededor de un 33 % del PIB (véase cuadro 5). Este aumento de los pasivos exteriores se ha dejado sentir, a su vez, en la balanza de rentas de inversión, cuyo saldo ha ido disminuyendo a lo largo de todo el período 1981-1998, hasta hacerse deficitario a partir de 1997.

En un contexto de liberalización de los flujos exteriores de capital, resulta complejo extraer

conclusiones sobre la sostenibilidad del endeudamiento exterior del conjunto de la economía. Más adecuado resulta referirse a la capacidad de los distintos sectores receptores del ahorro exterior para hacer frente a sus compromisos con los agentes no residentes y a la naturaleza de los instrumentos en que se han materializado los pasivos frente al resto del mundo.

Los pasivos exteriores de la economía de Estados Unidos, que en 1994 se situaban en un 41 % del PIB, han pasado a representar un 64 % en 1998. Este incremento de los pasivos frente al exterior se ha materializado, fundamentalmente, en la adquisición de bonos y acciones por parte de no residentes, permaneciendo prácticamente constante la partida de créditos en términos del PIB de Estados Unidos.

El importante incremento registrado en la exposición de los inversores extranjeros a instrumentos negociables norteamericanos introduce un elemento de riesgo en la medida en que puedan producirse recomposiciones de las carteras que provoquen una salida de capitales de Estados Unidos. No obstante, en el momen-

CUADRO 5

Sector exterior								
	1984		1994		1997		1998	
	mm	% PIB	mm	% PIB	mm	% PIB	mm	% PIB
SALDOS DE PASIVO								
Total	818	22	2.852	41	4.846	60	5.410	64
Instrumentos líquidos	...	...	501	7	582	7	556	7
Instrumentos negociables	433	11	1.094	16	2.116	26	2.367	28
<i>Públicos</i>	...	...	311	5	540	7	662	8
<i>Privados</i>	...	...	783	11	1.576	19	1.705	20
Créditos a empresas	...	...	122	2	143	2	141	2
Acciones	...	...	398	6	916	11	1.110	11
Inversión directa	...	...	561	8	752	9	948	11
Otros	...	...	126	2	280	3	231	3
PRO MEMORIA:								
PIB nominal	3.777		6.931		8.111		8.511	
SALDOS DE ACTIVO								
Total	885	23	1.705	25	2.503	31	2.667	31
Reservas y otros	...	...	53	1	49	1	60	1
Depósitos	...	...	374	5	619	8	661	8
Instrumentos negociables	253	7	371	5	570	7	592	7
Inversión directa	...	...	752	11	1.024	13	1.156	14
Otros	...	...	155	2	241	3	198	2
POSICIÓN NETA % PIB (ACTIVO - PASIVO)								
	67	1	-1.147	-17	-2.343	-29	-2.743	-33

Fuentes: OCDE y Reserva Federal de Estados Unidos.

to actual resulta improbable que este cambio en la propensión de los inversores internacionales a adquirir activos norteamericanos se modifique súbitamente. Como puede comprarse en el cuadro 5, gran parte del incremento registrado en las tenencias de instrumentos negociables por parte de no residentes corresponde a títulos de deuda pública y privada. De los datos disponibles en las cuentas financieras, se desprende que tanto el sector público como el de empresas financieras y no financieras han mantenido una posición patrimonial muy holgada durante el período, a lo que han contribuido el proceso de consolidación fiscal, en el primer caso, y los elevados excedentes, en el segundo. De este modo, resulta, en principio, poco verosímil que se produzca una revisión significativa a la baja de la calidad crediticia percibida de los emisores norteamericanos que motive una reducción masiva y veloz de las tenencias de bonos por parte de no residentes.

Por lo que respecta a los activos de renta variable en manos del resto del mundo, parece claro que una eventual crisis bursátil podría conllevar una revisión de las carteras internacionales

en perjuicio de las acciones de empresas norteamericanas. No obstante, la magnitud del efecto es incierta, en la medida en que, *caeteris paribus*, la reducción del precio de los activos proporcionaría, por sí misma, un incentivo a la adquisición de títulos de la bolsa norteamericana, y, por otra parte, como pone de manifiesto el cuadro 5, tan solo una quinta parte del incremento de los pasivos exteriores observada entre 1994 y 1998 corresponde a activos de renta variable.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La continuada reducción de la tasa de ahorro norteamericana en los últimos años y la acumulación de saldos por cuenta corriente deficitarios por la economía norteamericana ponen de manifiesto que el mantenimiento durante un largo período de tiempo de tasas de crecimiento económico elevadas ha exigido un cambio en las pautas de financiación de la nación, que conlleva algunos elementos de vulnerabilidad. Sin embargo, la observación de los flujos anuales de ahorro e inversión no es suficiente para

obtener conclusiones certeras sobre la fragilidad financiera y sus posibles consecuencias sobre la actividad económica. En este sentido, resulta relevante prestar atención a la situación patrimonial de los sectores de la economía norteamericana utilizando las cuentas financieras disponibles, donde se reflejan tanto los procesos de ahorro e inversión como su materialización en activos y pasivos financieros cuyo valor puede cambiar con el tiempo.

Así, de manera aparentemente paradójica, pese a la caída de las tasas de ahorro privado (bruto y neto), el patrimonio neto de las familias se ha incrementado enormemente en el período analizado, como consecuencia, fundamentalmente, de la elevada revalorización de los activos de renta variable en poder de los agentes. Aunque la dependencia del incremento de la posición financiera neta del sector privado de la revalorización bursátil genera dudas sobre la sostenibilidad en el tiempo de las elevadas tasas de consumo, no resulta evidente que ello implique riesgos para la solvencia financiera del sector. Como se ha visto, el incremento registrado en los pasivos no impide que estos puedan continuar siendo respaldados por activos con un valor de mercado relativamente estable. Por otra parte, a pesar del deterioro de las tasas de ahorro y del incremento del endeudamiento, la situación patrimonial parece suficientemente sólida como para soportar correcciones severas en los precios de los activos, sin requerir, en principio, ajustes en las decisiones de gasto distintos de los que pueda ocasionar de modo directo la reducción de la riqueza.

Por lo que respecta a la situación patrimonial de la nación frente al exterior, la acumula-

ción prolongada de déficit exteriores por un período de quince años ha producido un aumento sustancial de los pasivos netos exteriores. Esto, a su vez, ha invertido el signo de la balanza de pagos por rentas de inversión, que de ser tradicionalmente positivo ha pasado a ser crecientemente negativo. Sin embargo, la mayor parte del incremento registrado en los pasivos exteriores se debe a la adquisición de valores negociables —principalmente, de renta fija— emitidos por el sector público y las empresas. Aunque, lógicamente, resulta posible que se produzcan modificaciones en la proporción de activos norteamericanos en las carteras de los inversores internacionales, el estado patrimonial actual de los sectores emisores no parece favorecer la aparición de procesos súbitos de desinversión provocados por una revisión radical de la solvencia percibida de los agentes receptores del ahorro exterior.

Naturalmente, estas conclusiones deben tomarse con la debida cautela. En particular, la situación patrimonial agregada de un sector puede esconder una distribución muy desigual entre sus integrantes. Así, no es posible descartar que, a pesar de que el sector privado estadounidense esté en condiciones de soportar una corrección bursátil severa, y que las instituciones que captan la inversión internacional sean capaces, en su conjunto, de hacer frente a sus compromisos financieros, determinadas perturbaciones en los mercados puedan situar eventualmente a una parte de los agentes en un estado financiero precario, y que esto pudiera tener repercusiones relevantes sobre el conjunto de la economía.

29.11.1999.

La economía española ante los retos de la globalización y de integración en el euro

Conferencia de José Luis Malo de Molina, director general del Servicio de Estudios del Banco de España, en la Jornada sobre «La globalización y el nuevo orden monetario internacional», organizada por la Fundación por la Modernización de España.

El ímpetu del proceso de globalización, impulsado por la expansión de los mercados, el aumento del bienestar, el acelerado desarrollo de las comunicaciones y el progreso técnico, se ha impuesto de manera inexorable a las pretensiones de autonomía de numerosas economías nacionales, venciendo muchas de las resistencias existentes. La globalización ha determinado una permeabilización de las fronteras nacionales a los flujos de comercio y a los movimientos de capital a una escala tal, que ha limitado drásticamente el margen de actuación de las políticas económicas domésticas.

Aunque el proceso tiene un alcance general, se ha manifestado de forma diversa en las distintas áreas de la economía mundial y ha tendido a profundizar más la integración en los ámbitos regionales, siendo la UEM la expresión más paradigmática de esta doble dimensión.

Existe una tendencia bastante extendida a enfocar el tema de la globalización desde la perspectiva de sus indudables efectos beneficiosos sobre la economía mundial. Sin embargo, una visión dulcificada que solo ponga el acento en sus consecuencias positivas no está justificada y resulta poco provechosa, porque la pérdida de autonomía de las políticas económicas nacionales ante la expansión de los mercados mundiales crea muchos problemas, algunos de gran complejidad y para los que no siempre hay soluciones sencillas.

La economía española es una de las economías que han vivido con mayor intensidad las consecuencias de la globalización y en las que las transformaciones han sido más profundas. Por dos razones: Primera, porque cuando se contempla el proceso con perspectiva histórica resulta claro que la dinámica de integración mundial cogió a la economía española con el paso cambiado. El modelo de desarrollo económico español no estaba basado precisamente ni en la apertura al exterior ni en los resortes del libre mercado y de la estabilidad macroeconómica, pilares básicos de la dinámica integradora. Por el contrario, las resistencias internas a la liberalización económica y a la flexibilización de los mercados corrían parejas a un escaso aprecio por los valores inherentes a la estabilidad macroeconómica. Segunda, porque la corrección del rumbo para adoptar los patrones que imponía la integración mundial se ha tenido que hacer en un contexto muy exigente,

derivado de la propia intensidad de la globalización y de las metas específicas adoptadas en nuestra área como consecuencia de la Unión Monetaria, que exigía unos requisitos especialmente duros incluso para economías con mayor tradición de estabilidad. Ha sido una carrera que España tuvo que iniciar desde un punto de partida especialmente distante y en la que ha tenido que perseguir un objetivo móvil que se iba haciendo más exigente conforme se iba acercando a él. No es de extrañar que el camino haya sido accidentado, discontinuo y con fases de retroceso. Los retrocesos fueron especialmente graves cuando se recurrió a la aplicación de combinaciones desequilibradas de políticas resultantes de presupuestos expansivos y procíclicos que sobrecargaron la política monetaria con misiones imposibles de cumplir en solitario. Con esa combinación de políticas, el excesivo dinamismo de la demanda impedía, a la larga, controlar el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios y cumplir los compromisos cambiarios adquiridos. Se frustraba así la consecución de los objetivos de estabilidad perseguidos y se infligía un daño considerable a la capacidad de crecimiento.

Superados todos esos avatares, los resultados alcanzados por la economía española con el ingreso en la UEM han puesto de manifiesto la magnitud del esfuerzo realizado y el acierto de la adopción de dicho objetivo como hilo conductor y elemento de anclaje de toda la política económica de los últimos años. Los temores de que los ambiciosos objetivos de estabilización macroeconómica resultasen perjudiciales para el crecimiento económico y el saneamiento del tejido productivo han resultado infundados, como infundados fueron los malos presagios con los que se contempló también la entrada en la entonces Comunidad Económica Europea. Los impulsos de disciplina y transformación procedentes desde el exterior han sido extraordinariamente rentables para la consolidación de un modelo de economía de mercado, abierta al exterior y con un régimen de estabilidad macroeconómica. Es una constante en la historia económica reciente, desde el Plan de Estabilización hasta la entrada en la UEM. Podría hacerse una lectura pesimista de este hecho que pusiese el acento en la falta de resortes internos de disciplina y estabilidad suficientemente fuertes. Pero, con independencia del innegable papel que ello haya podido desempeñar, es muy importante subrayar que el protagonismo de las fuerzas externas es un rasgo inherente al propio proceso de globalización, en el que el activo fundamental de las economías nacionales es precisamente su capacidad de adaptación a unos retos y estímulos que en gran parte vienen de fuera. Y desde esa perspectiva, los hechos parecen avalar una elevada aptitud de

la economía española para reaccionar ante las demandas procedentes del contexto externo. Una cualidad que puede ser muy valiosa a la hora de afrontar las adaptaciones que serán necesarias para superar con éxito el complejo conjunto de posibilidades y riesgos que la participación en la UEM comporta.

Es lógico que en los primeros estadios de la integración monetaria haya predominado la satisfacción por la consecución de unos objetivos, que hace no muchos años parecían poco menos que inalcanzables, y por el hecho de que la convergencia nacional se haya visto acompañada por un dinamismo económico superior al de la media de la zona, lo que ha hecho posible avanzar simultáneamente en el ámbito de la convergencia real. Los grandes dividendos que ha obtenido la economía española como consecuencia de la entrada en la UEM en los terrenos de la estabilidad macroeconómica, del cambio en las expectativas de precios y en las pautas de la negociación salarial, del impulso de algunas de las reformas estructurales necesarias para alcanzar la flexibilidad requerida, de la consolidación fiscal y saneamiento de las empresas y de la intensa creación de empleo no deberían ocultar, sin embargo, la magnitud de las transformaciones pendientes para adaptarse a un nuevo entorno, que supone un cambio muy profundo en las coordenadas que han servido como referencia para la política económica y para el comportamiento de los agentes económicos en las últimas décadas.

* * *

El estatus de país integrante de la UEM representa una ruptura con el modelo habitual de una economía nacional abierta al exterior. Supone la participación en una entidad que en muchos sentidos es totalmente original, porque nunca se ha producido una experiencia de integración monetaria de tanta amplitud y de tanta complejidad, no solo por el número de los países participantes, sino por la gran dimensión de algunas de las economías implicadas. Esta nueva entidad está aglutinada por una política monetaria única, que se decide a nivel centralizado en función de los requerimientos del conjunto de la zona, pero las economías participantes en la misma mantienen la soberanía nacional en el resto de las parcelas de la política económica y tendrán que seguir atendiendo sus necesidades domésticas; que pueden no ser siempre convergentes con las del área.

El dispositivo de análisis macroeconómico disponible no se adapta bien ni para analizar el conjunto del área ni para analizar los problemas que pueden tener los países participantes. No es esta la ocasión oportuna para tratar algu-

nas de las peculiaridades del funcionamiento macroeconómico de la zona euro, que al asimilarse de manera demasiado simplista al de una economía nacional no son siempre suficientemente comprendidas. Sin embargo, no querría dejar de señalar, aunque sea de pasada, algunos de los equívocos más importantes que suelen presentarse a la hora de abordar las divergencias que pueden surgir en el interior del área. Las decisiones monetarias tienen que adoptarse necesariamente en función de las variables relevantes en el conjunto de la zona, es decir, en función del valor medio de las mismas. Ahora bien, no debe olvidarse que dicho valor medio es el resultado, en la mayoría de los casos —con la notable excepción de las variables monetarias—, de la agregación de variables nacionales que se determinan, en gran parte, a escala doméstica, de manera que la evolución del total es el resultado de la interacción de los subtotales nacionales, por lo que las discrepancias internas pueden desempeñar un papel muy destacado en la explicación del funcionamiento agregado. En cualquier caso, desde el punto de vista del tema que aquí se trata, lo más relevante es analizar la naturaleza de los cambios que la pertenencia a una unión monetaria implica para el funcionamiento de las economías nacionales participantes. Son cambios de gran trascendencia, que probablemente se tardará en comprender bien, pero a los que hay que prestar gran atención para evitar, en la medida de lo posible, que su desconocimiento o su insuficiente asimilación por los agentes económicos y los gestores de la política económica pueda inducir desfases importantes en el diagnóstico de los problemas y en la articulación de la reacción necesaria frente a los mismos.

El más conocido de los cambios que la pertenencia a la Unión Monetaria introduce en el régimen de funcionamiento macroeconómico de las economías nacionales participantes es la reducción de los instrumentos de política económica disponibles para afrontar los posibles desequilibrios. El tipo de interés y el tipo de cambio deben considerarse, en general, como exógenamente determinados, ya que la influencia que las condiciones domésticas de una economía de tamaño mediano, con escaso peso en la dimensión global del área, pueda tener en las decisiones de la política monetaria única debe considerarse prácticamente nula. Aunque hay que señalar que los condicionamientos no son los mismos para las economías grandes, porque el tamaño introduce algunas asimetrías inevitables. En todo caso, como es bien sabido, el carácter único de la política monetaria implica la no disponibilidad del tipo de interés como instrumento para abordar los posibles problemas domésticos de exceso o de insuficiencia

de demanda, lo que tiende a realzar el protagonismo de la política presupuestaria, como mecanismo de estabilización de la demanda agregada, y de las políticas microeconómicas, o de reforma estructural, como medio para incrementar la capacidad de respuesta de la oferta agregada. No sería acertado, sin embargo, pensar que estos otros ámbitos de la política económica están en condiciones de suplir plenamente el papel que desempeñaban los instrumentos monetarios.

Los límites de la capacidad de actuación estabilizadora de las políticas presupuestarias son bien conocidos. Sus procesos de decisión e instrumentación son, por lo general, tan largos que la política presupuestaria difícilmente puede emplearse como un mecanismo de reacción frente a perturbaciones de corto plazo o a cambios inesperados en la coyuntura cíclica. Además, el margen de actuación expansiva se encuentra constreñido por los compromisos de disciplina del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, y el de actuación contractiva, por su parte, por las restricciones que imponen otras políticas, muchas de ellas vinculadas a características estructurales de la economía. La inadecuación de la política presupuestaria para ser utilizada como un instrumento de intervención relativamente activista es precisamente lo que aconseja alcanzar cuanto antes una senda de equilibrio presupuestario a medio plazo que permita a los estabilizadores automáticos desempeñar su papel. Esta opción tiende a reducir el alcance potencial de los desequilibrios internos y a maximizar la eficacia estabilizadora del Presupuesto. Por lo que se refiere a las políticas de oferta orientadas a las reformas estructurales, es obvio que sus efectos son perceptibles, sobre todo, a medio y largo plazo, por lo que su contribución a la corrección de los desequilibrios macroeconómicos de corto plazo es necesariamente muy reducida.

La principal conclusión que se deriva de todo ello es que, dentro de la UEM, la política económica nacional no dispone de instrumentos suficientemente afinados para salir al paso de desequilibrios que supongan una divergencia significativa con los estándares vigentes en la zona. De ahí, la importancia de mantener de manera duradera las políticas de medio plazo orientadas a la convergencia nominal y a aumentar la capacidad de adaptación flexible de la economía mediante un funcionamiento eficiente de los mecanismos de mercado.

Un aspecto menos conocido del cambio de régimen macroeconómico que supone la incorporación a la UEM es el que se deriva de la alteración de la propia naturaleza de los desequilibrios macroeconómicos y del proceso de ajust-

te que los mismos generan, especialmente, en el caso de situaciones de exceso de demanda en relación con la capacidad de respuesta a corto plazo de la oferta, que ha sido el tipo de desequilibrio predominante en la trayectoria pasada de la economía española y el que ha modulado el patrón de sus oscilaciones cíclicas y lastrado con frecuencia su potencial de crecimiento. No es necesario repetir aquí, ni siquiera sumariamente, por ser suficientemente conocidos, los rasgos fundamentales del proceso habitual de absorción del exceso de demanda en una economía con autonomía monetaria. Sí interesa subrayar el importante papel que en el mismo desempeñaba la tasa de inflación como válvula de escape inicial de las tensiones generadas por el exceso de demanda, y la función decisiva del tipo de cambio como mecanismo de corrección del deterioro de competitividad y del consiguiente déficit comercial generados por las divergencias acumuladas de inflación, porque ambos elementos se ven drásticamente alterados en un marco de integración monetaria.

Cabría comenzar preguntándose si tiene sentido hablar de la existencia de situaciones de exceso de demanda en una economía nacional integrada en una unión monetaria. De hecho, el concepto de exceso de demanda ha carecido tradicionalmente de relevancia cuando el análisis se circunscribía al ámbito regional dentro de una economía nacional. Si en el interior de la UEM la integración fuera perfecta y las economías gozaran de plena flexibilidad, no habría razón alguna para preocuparse por la demanda interna, ya que cualquier exceso de la misma se diluiría en el conjunto de la zona sin afectar a la capacidad de generación de valor añadido en la economía nacional, que dependería sustancialmente de los factores determinantes de la oferta. Ahora bien, ya se ha dicho que la UEM es una entidad singular que todavía dista mucho de poder asimilarse al marco de una realidad económica plenamente integrada y flexible. En la zona euro se mantienen políticas económicas nacionales en todos los ámbitos, salvo en el monetario; la movilidad internacional del factor trabajo es muy limitada y subsisten diferencias estructurales muy importantes que se manifiestan, a pesar de la existencia del mercado único, en la presencia de segmentaciones y rigideces que impiden la perfecta difusión de las presiones domésticas de demanda en el conjunto del área. Debe concluirse, por tanto, que, hasta que la UEM no haya alcanzado un elevado grado de madurez, la posible aparición de excesos de demanda en las economías nacionales seguirá teniendo vigencia e importancia macroeconómica, aunque sus síntomas, canales de propagación y mecanismos de ajuste sean muy diferentes de los que eran habituales en la situación previa de las economías nacionales.

El aspecto más determinante del cambio de los procesos de ajuste dentro de una unión monetaria es que el margen para la traslación a precios de los excesos relativos de demanda se encuentra severamente restringido, como consecuencia de la fuerte competencia existente en el sector de los bienes comerciales y de la transparencia de precios que se deriva de la existencia de la moneda única. Esta es la razón por la que, aunque puedan existir ciertas diferencias en las tasas de inflación entre los países participantes, atribuibles a una serie heterogénea de factores, la propia existencia de la unión monetaria impide la persistencia de diferenciales de inflación voluminosos.

Existen unos ciertos umbrales por debajo de los cuales los diferenciales de inflación pueden mantenerse, incluso prolongadamente, en la medida en que respondan a diferencias en los patrones de consumo o en el peso de la imposición indirecta, o al cambio de precios relativos que se deriva de la progresiva ecuilibración de los niveles de precios. Lo mismo puede ocurrir en economías que se encuentran en proceso de acercamiento a los niveles de bienestar y desarrollo de las economías más avanzadas. En este caso, el mayor ritmo de crecimiento efectivo de la productividad en el sector de comerciales, base del mayor potencial de crecimiento, permite incrementos salariales más elevados, que, al trasladarse al sector de no comerciales, puede traducirse en tasas medias de inflación (que incluyen los sectores comerciales y no comerciales) algo más elevadas. La cuantificación de esos niveles tolerables de diferenciación de la inflación, dentro de una unión monetaria, es una cuestión extraordinariamente controvertida que puede ser muy delicada para algunos países en ciertas coyunturas. No obstante, por encima de los niveles de diferenciación que puedan atribuirse a los factores mencionados, los diferenciales de inflación reflejan una presión de demanda, no filtrada hacia el exterior, que resulta excesiva en relación con la capacidad de respuesta del aparato productivo doméstico que se manifestará, más pronto o más tarde, en una pérdida de competitividad. Los desajustes de competitividad así generados no pueden considerarse como un fenómeno transitorio, sino que pueden adquirir un carácter relativamente persistente, debido a un conjunto complejo de factores. Al no ser completo el grado de integración, las presiones de demanda tenderán a sostener las tensiones inflacionistas en el sector de no comerciales, a trasladarse a los costes internos y a impedir la plena convergencia de las expectativas de inflación en la negociación de salarios y otras rentas. El desalineamiento de precios y costes puede ser difícilmente reversible, debido a las conocidas rigideces para el ajuste a la baja de

precios y rentas y a la inexistencia de la tradicional válvula de escape que proporcionaba la devaluación. Se trata, por lo tanto, de desajustes de competitividad que solo podrán corregirse mediante los propios efectos de la pérdida de cuota en los mercados internos y externos, en términos de reducción de la producción y, en mayor medida, del empleo, de forma que las ganancias pasivas de productividad puedan llegar a compensar el encarecimiento de los costes laborales.

De todo ello cabe extraer dos importantes conclusiones. La primera se refiere a la significación de los diferenciales de inflación dentro de la UEM. Aunque sea muy difícil distinguir la parte de las diferencias en las tasas de inflación que pueda atribuirse a factores no nocivos—entre los que destacan las consecuencias transitorias de la igualación de los niveles de precios y los efectos más permanentes de la reducción del desfase de productividad—, no se debe descartar la existencia de situaciones de exceso de demanda que se traduzcan en deterioros duraderos de la competitividad. Diferenciales relativamente elevados, que superen los umbrales establecidos por los criterios de convergencia y que no se correspondan con ganancias efectivas en el diferencial genuino de productividades, deben considerarse como una señal inequívoca de la existencia de problemas de presión excesiva de la demanda en relación con la capacidad de reacción flexible de la oferta y de problemas potenciales de competitividad. La segunda conclusión se refiere a la naturaleza del proceso que los diferenciales de inflación desencadenan dentro de una unión monetaria. A diferencia de lo que ocurría en el modelo tradicional de economía nacional con plena soberanía en política monetaria, diferenciales de inflación con el exterior relativamente modestos tienden a activar con bastante inmediatez el ajuste real a través de las cantidades: la producción y el empleo, con efectos tanto a corto como a largo plazo. A corto plazo, la desaceleración del crecimiento y de la creación de empleo, o incluso la recesión, actúan como principal mecanismo inmediato de corrección del desalineamiento de costes relativos. Pero el ajuste a través de estas vías puede tener efectos más permanentes sobre el potencial de crecimiento de la economía. Las pérdidas de cuota en los mercados pueden ser difíciles de recuperar. Se puede producir un desplazamiento en la asignación de los recursos desde el sector de comerciables hacia el más protegido de la competencia, donde se conservan mayores ineficiencias. Y, finalmente, la reabsorción del desfase de crecimiento de los costes puede tener que hacerse mediante un período de compresión de los márgenes de las empresas y de reducción de la rentabilidad del capital. A través

de todos estos canales, los problemas generados por el exceso de demanda, que subyacen al diferencial de inflación, no solo pueden frenar el crecimiento de la producción y del empleo a corto plazo, sino que pueden llegar a reducir la capacidad de generación de valor añadido y obstaculizar, por tanto, lo que se entiende por convergencia real.

Otro de los cambios inducidos por la pertenencia a la UEM, estrechamente relacionado con lo que se acaba de explicar, es la modificación del papel que desempeñan las tradicionales señales de alarma ante la aparición de los desequilibrios que acompañan al exceso de demanda. La construcción de un dispositivo global de política económica orientado a la estabilidad se basaba, en el marco de una economía plenamente soberana, en la percepción por parte de los agentes económicos y de los gestores de la política económica de los daños potenciales que se podían derivar principalmente de los procesos inflacionistas y de los desequilibrios de la Balanza de Pagos. Esa percepción queda notablemente debilitada en el nuevo marco de la UEM. Como se ha dicho anteriormente, los márgenes de diferenciación de la inflación son reducidos, porque los mecanismos de ajuste se ponen en marcha de la manera antes descrita a través de la producción y el empleo, por lo que la diferenciación en materia de inflación puede no percibirse suficientemente importante como para movilizar los resortes de reacción de la política económica. A eso se añaden las dificultades de interpretación de la verdadera importancia de los diferenciales reducidos de inflación, a las que se ha hecho referencia anteriormente, y la menor visibilidad de las posibles conexiones de la política económica doméstica con dichos diferenciales.

Algo parecido ocurre con la Balanza de Pagos, cuyos déficit por cuenta corriente eran temidos como señales anticipatorias de crisis cambiarias y de un aumento de las expectativas y de las primas de riesgo incorporadas en los tipos de interés a largo plazo. Por definición, dentro de una unión monetaria cualquier déficit de cuenta corriente es financiable sin riesgos potenciales para el tipo de cambio o los tipos de interés a largo plazo, por lo que su fuerza como señal de alarma ante los problemas de competitividad queda igualmente debilitada.

La realidad es que, debido al cambio en los procesos de ajuste macroeconómico, los riesgos potenciales de las situaciones de exceso de demanda tienden a manifestarse más en las variables indicativas de la solidez del tejido productivo que a través de los indicadores macroeconómicos clásicos. En una unión monetaria cobra mayor importancia la evolución de los

costes relativos de producción y del propio déficit comercial, por cuanto los posibles desequilibrios de demanda tienden a manifestarse más inmediata y directamente a través de ellos. El problema es que estas variables son menos perceptibles y los agentes económicos y los gestores de la política económica pueden verse menos preocupados por su evolución, lo que se puede traducir en un debilitamiento de la capacidad de reacción de la economía.

* * *

Algunas de estas consideraciones son relevantes a la hora de valorar los riesgos que puede tener que afrontar la economía española dentro de la UEM. Aunque son riesgos que pueden hacerse presentes a medio y largo plazo, en el período transcurrido dentro de la UEM ya han aparecido algunas indicaciones de que su materialización podría ser posible bajo determinadas circunstancias. Como es bien sabido, el inicio de la Unión Monetaria tuvo lugar bajo los efectos de la crisis internacional de 1998 y en un contexto de estancamiento de las principales economías del área. En estas condiciones, muy diferentes a las que previamente se habían esperado, la evolución de la inflación no indicaba la presencia de riesgos para la estabilidad de los precios y dejaba margen, dentro del esquema de política monetaria adoptado por el BCE, para que las decisiones de tipos de interés pudieran adoptar un tono estimulante de la recuperación de la demanda interna, la producción y el empleo. De esta forma, el nacimiento del euro estuvo acompañado de unas condiciones monetarias sensiblemente expansivas, que, si bien se ajustaban a la situación del conjunto del área, resultaban especialmente holgadas para la coyuntura específica de la economía española. De esta forma, los niveles de los tipos de interés llegaron a alcanzar mínimos históricos en todos los plazos durante la primavera y el verano de 1999, cuando los efectos expansivos de reducciones practicadas durante el proceso de convergencia estaban todavía actuando sobre la demanda interna española. La holgura monetaria que ha prevalecido en la economía española durante los primeros meses de la UEM se hace más patente cuando se tiene en cuenta tanto su posición más avanzada en el ciclo —en comparación con las economías del núcleo de la zona euro— como el carácter incompleto de la convergencia en las tasas de inflación. Como consecuencia de ello, los tipos de interés ajustados por la inflación se han mantenido en España más bajos que en la media de la zona, mientras que el crecimiento real de la economía española supera en más de un punto y medio el dinamismo agregado del área. No es de extrañar que las variables monetarias y crediticias, relevantes para el comportamiento

de los sectores residentes, estén creciendo a tasas superiores a las que serían compatibles con el mantenimiento de los equilibrios internos.

Puede decirse, por tanto, que la economía española se ha encontrado muy pronto con una situación de cierta discrepancia con la coyuntura macroeconómica del área y con la necesidad de abordar las consecuencias que tales discrepancias podrían generar en los términos descritos anteriormente. En este sentido, tiene mucha importancia analizar la evolución seguida por los diferenciales de inflación.

El impacto inflacionista de la subida de los precios del petróleo ha tenido en España mayor repercusión que en el conjunto de la zona, por lo que ha dado lugar a un aumento del diferencial, que se mantiene, sin embargo, dentro de cotas moderadas. Las perspectivas son, en principio, favorables a una progresiva atenuación de los riesgos inflacionistas, apoyada en una tendencia hacia la gradual desaceleración de la demanda interna, la permanencia del cambio de régimen experimentado en la formación de las expectativas de precios y en la negociación de los salarios, en los efectos del proceso de consolidación fiscal, en los avances registrados en el terreno de la flexibilización a través de algunas de las reformas estructurales emprendidas y en el tono menos acomodante de la política monetaria del BCE, tras la subida de los tipos de interés acordada a principios del mes de noviembre. No obstante, no puede descartarse por completo la posibilidad de que los efectos del encarecimiento de la oferta generados por la subida de los precios del petróleo no se limiten a un aumento transitorio de la tasa de inflación, sino que pueda aparecer una segunda ronda de reacciones alcistas en el comportamiento de los salarios y de los márgenes empresariales como consecuencia del intento de eludir el empobrecimiento que conlleva el aumento del coste de los *inputs* importados que introduzcan elementos más permanentes en el rebrote de los precios.

En cualquier caso, más allá del diagnóstico de las presiones coyunturales sobre la evolución de la inflación, lo importante es reconocer que el aumento del diferencial de inflación responde, en parte, a una situación de exceso de demanda en relación con la capacidad de reacción de la oferta, que, si no es adecuadamente contrarrestado con los instrumentos al alcance de las autoridades económicas nacionales, podría desencadenar en el futuro el tipo de proceso de ajuste que se ha descrito anteriormente, con las posibles consecuencias señaladas a corto y largo plazo sobre la competitividad de la economía y su potencial de crecimiento. El análisis de las condiciones monetarias y del dina-

mismo comparativo de la demanda interna indica que el exceso de demanda y la falta de flexibilidad de algunos mercados han desempeñado un papel innegable; y en la misma dirección apunta el rápido deterioro del déficit comercial.

Ello no significa negar que el proceso de convergencia real y la progresiva igualación de los niveles de precios —entre otros elementos— puedan justificar un cierto diferencial de inflación en la economía española. El argumento desarrollado únicamente pretende señalar que estos procesos no son suficientes para explicar todo el diferencial. Un argumento que se ve avalado por la existencia de una serie de factores que, según la evidencia empírica disponible, tienden a reducir el papel que teóricamente podría desempeñar la convergencia real en la explicación de los diferenciales de inflación. Tal es el caso del menor ritmo de crecimiento de la productividad en el sector español de comerciales que en el de la UEM, del mayor ritmo de crecimiento de los precios industriales no energéticos en España o del comportamiento más expansivo de los márgenes empresariales del sector servicios. Hechos todos ellos en contradicción con los supuestos habitualmente empleados para justificar una mayor inflación en las economías que están reduciendo su desfase en productividad y bienestar.

Este análisis de la trayectoria de la economía española durante el primer año de la unión monetaria no pone en tela de juicio las favorables perspectivas macroeconómicas —en el terreno de la estabilidad, el crecimiento y el empleo— que pueden considerarse fundadamente vigentes en la actualidad. Sirve, sin embargo, para alertar de los riesgos potenciales que se derivan del nuevo marco macroeconómico y de las peculiaridades de los procesos de ajuste que su materialización puede desencadenar. Los principales peligros están en el desalineamiento de la competitividad como consecuencia de una presión excesiva de la demanda en relación con la capacidad de respuesta de la oferta, que se deriva no solo de la disponibilidad de capacidad productiva ociosa, sino sobre todo de la insuficiente flexibilidad de los mercados para atender sin tensiones de precios y costes los requerimientos de la demanda. Estos peligros son menos detectables a través de los indicadores tradicionales, pero sus efectos pueden ser importantes sobre el crecimiento económico y del empleo, tanto a corto como a largo plazo.

El conjunto de instrumentos de los que dispone la política económica para atajar estos posibles problemas es más limitado y su capacidad de actuación más lenta, lo que tiende a reforzar la importancia de políticas sólidamente

ancladas en objetivos a largo plazo y desplazar el centro de la preocupación desde el ámbito de la macroeconomía tradicional al ámbito microeconómico de la solidez y competitividad del tejido productivo. Desde este enfoque, las políticas estructurales orientadas a liberalizar los sectores insuficientemente competitivos y a aumentar la flexibilidad de los mercados son fundamentales para asegurar una integración armoniosa y evitar la aparición recurrente de discrepancias con la evolución del conjunto del área, que pongan en marcha procesos de ajustes costosos en términos de producción y del empleo, que supongan un retroceso en la convergencia real.

En los próximos años se pondrá a prueba la profundidad de los cambios realizados por la economía española para entrar en la UEM, en especial si esos cambios, además de permitir cumplir de forma satisfactoria y dentro de los plazos previstos los criterios de convergencia nominal establecidos, posibilitan una adaptación duradera al nuevo régimen macroeconómico, de manera que se preserve a medio y largo plazo la competitividad y se pueda seguir avanzando en la convergencia real. El *test* sobre la solidez del cambio de régimen será especialmente importante en tres áreas. En el área de la formación de las expectativas, donde habrá de ventilarse la cuestión de si estas, a la hora de determinar precios y salarios, basculan sobre las condiciones de estabilidad global del área o si mantienen la inercia de referenciarse a los indicadores domésticos. En el área de la política presupuestaria, más allá del cumplimiento de los requisitos del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, se pondrá a prueba su margen de actuación estabilizadora para reducir los efectos potenciales de las situaciones de exceso de demanda y, sobre todo en el área de la flexibilidad y eficiencia del aparato productivo, se comprobará hasta qué punto existe el dinamismo reformador necesario para abordar las transformaciones estructurales que indudablemente sigue necesitando la economía española.

* * *

La presentación que aquí se ha hecho de los retos que la globalización plantea a la economía española ha estado muy centrada en los derivados de la incorporación a la UEM. Este enfoque selectivo, obligado por el propio formato de esta conferencia, está justificado, a mi juicio, porque la integración en el euro es el nervio central de la articulación de la economía española con el proceso mundial de globalización. Existen otras muchas dimensiones cuya exposición se ha sacrificado para profundizar en este aspecto fundamental, que es, además, el que más importa al Banco de España, ya

que como parte del Eurosistema no solo le corresponde participar en la definición e instrumentación de la política monetaria común dentro del marco institucional establecido, sino también prestar especial atención a los problemas que puedan surgir como consecuencia de una eventual falta de sincronía entre los requerimientos de la economía española y el tono de la política monetaria común que se deriva de las condiciones prevalecientes en el conjunto del área. En tales circunstancias, corresponde al Banco de España actuar como la voz del Eurosistema para alertar sobre los problemas que pueden surgir y para reclamar la reacción apropiada de las políticas domésticas y del comportamiento de los agentes.

Entre las dimensiones del proceso de globalización que se han sacrificado en aras de este enfoque selectivo, existen algunos temas importantes que merecen, al menos, una mención. Tal es el caso de la internacionalización de las empresas españolas y de la reestructuración del entramado empresarial y del sistema financiero españoles, cuya manifestación más sobresaliente es el aumento espectacular de la presencia española en Latinoamérica. Ambos procesos no habrían sido posibles sin las transformaciones inducidas por la integración europea de la economía española. Pero es obvio que también ponen de manifiesto que la influencia globalizadora desborda cualquier marco regional, por grande que sea su fuerza gravitatoria.

Es difícil que el balance del proceso de globalización sea más positivo de lo que lo ha sido

en el caso español. Las condiciones de las que se partía y las características específicas de la dinámica europea explican, en gran medida, un resultado tan alentador, no exento de unos riesgos que se han tratado de señalar a lo largo de esta exposición. Desgraciadamente, el aumento del peso de la economía española en el orden económico internacional, gracias a los beneficios cosechados por la apertura al exterior, no se corresponde suficientemente con nuestra participación y representación en los organismos económicos y financieros internacionales. Se ha normalizado la presencia de España en la Unión Europea y en todos sus órganos de decisión. Sin embargo, España permanece incomprensiblemente marginada de las plataformas más importantes de coordinación económica internacional: G10, G20, Foro para la estabilidad global, etc. La herencia histórica de nuestro aislamiento cuando se configuró la estructura básica del actual orden económico internacional y la tendencia a conducir su reorganización de una manera que prioriza la incorporación de las economías emergentes, la estructuración a partir de áreas regionales y el respeto a las posiciones históricas heredadas tienden a perjudicar las lícitas aspiraciones de nuestro país de ocupar el protagonismo en las instituciones económicas internacionales que le corresponde. Aunque este es un problema complejo de considerable envergadura política, sería lógico que el aumento de la presencia española en la economía mundial tuviera también un cierto reflejo en la configuración institucional del orden económico internacional.

25.11.1999.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 31 de octubre de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
ARGENTARIA	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BILBAO VIZCAYA	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	4,25	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	4,90	33,18	29,00	32,48	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTE	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	—	—	—	—	—
ALTAE BANCO	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR	4,00	10,62	—	18,10	—
BANCOVAL	7,00	8,00	—	—	(5,00)
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	2,50	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	5,00	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
HERRERO	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HISPAMER BANCO FINANCIERO	5,50	33,18	29,00	33,18	29,00
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 octubre de 1999

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 GRUPO SANTANDER.....	—	5,78	5,63	5,78	5,63
PASTOR.....	3,75	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.....	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA.....	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER DE NEGOCIOS.....	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN.....	—	—	—	—	—
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS.....	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD.....	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
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.....	4,25	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO.....	4,75	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple.....</i>	5,39	24,98	23,47	25,49	23,44
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.....	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.....	3,93	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA.....	1,90	12,75	12,18	12,75	12,18
ARAB BANK PLC, S.E.....	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL.....	6,00	26,56	—	28,07	—
ATLÁNTICO.....	4,50	28,07	25,00	28,07	25,00
AVCO TRUST PLC., S.E.....	—	—	—	—	—
B.N.P.-ESPAÑA.....	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.....	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOIA.....	4,00	29,00	—	29,00	—
BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.....	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANQUE PSA FINANCE HOLDING, S.E.....	4,67	—	—	—	—
BARCELONESA DE FINANCIACIÓN.....	9,75	—	—	22,50	—
BARCLAYS BANK.....	3,50	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.....	3,50	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.....	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.....	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.....	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.....	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.....	—	—	—	20,31	—
CARIPLO S.P.A., S.E.....	3,40	7,92	7,65	—	(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 octubre de 1999

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.	3,89	7,00	—	7,00	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK.....	3,00	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT.....	6,00	10,62	—	13,75	—
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.	—	—	—	—	—
DRESDNER BANK A.G., S.E.....	2,68	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO.....	4,50	32,31	29,00	10,63	10,14
ESPIRITO SANTO COM. LISBOA, S.E.	4,50	25,58	23,00	10,62	10,14
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID.....	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EXTREMADURA.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.	4,83	10,62	—	4,83	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.	—	—	—	—	—
FIMESTIC.....	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E.....	—	—	—	—	—
GÉNÉRALE BANK, BANCO BELGA, S.E.	3,00	15,56	15,00	—	(3,00)
HALIFAX HISPANIA.....	—	10,62	—	—	—
HSBC BANK PLC, S.E.	3,19	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDOSUEZ ESPAÑA.....	—	10,62	10,36	10,62	10,36
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.....	5,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	—	—	—	—	—
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.....	4,75	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID.....	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.....	2,77	32,20	29,00	32,20	29,00
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.....	4,50	9,50	—	—	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.....	3,00	9,00	8,65	9,10	8,75
NACIÓN ARGENTINA, S.E.....	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONAL WESTMINSTER PLC, S.E.....	8,75	21,94	20,00	21,55	20,00
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.....	3,50	26,25	—	20,40	—
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.....	—	—	—	—	—
PARIBAS, S.E.	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
RABOBANK NEDERLAND, S.E.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ROMA, S.P.A., S.E.....	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK OF CANADA, S.E.	3,50	9,50	—	—	(2,00)
SIMEÓN.....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	3,50	24,32	—	(2,02)	—
URQUIJO.....	2,50	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	3,75	10,63	11,06	10,63	11,06
<i>Media simple</i>	4,62	16,77	16,56	18,85	17,50
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,00	21,47	20,90	23,30	21,99

(Continuación) 4
Situación al día 31 de octubre de 1999

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	3,50	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	4,50	27,44	—	27,44	—
BADAJOS	4,00	18,70	—	19,25	18,00
BALEARES	4,90	20,39	—	26,24	—
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	5,11	10,56	—	15,87	—
BURGOS MUNICIPAL	4,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	5,88	13,75	—	—	(8,00)
CANARIAS INSULAR	7,00	27,44	25,00	27,44	25,00
CARLET	4,59	13,65	—	19,25	—
CASTILLA-LA MANCHA	4,50	23,30	—	23,30	—
CATALUNYA	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA	6,50	10,25	10,00	—	(2,00)
COLONYA-POLLENSA	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	3,29	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA	3,75	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN	4,25	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	4,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	—	18,11	—
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,35	26,82	—	26,25	—
JAÉN	5,00	26,56	—	27,44	—
LAIETANA	4,00	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	3,75	19,75	—	19,75	—
MANRESA	6,25	10,62	10,14	—	(5,00)
MEDITERRÁNEO	4,50	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
PAMPLONA MUNICIPAL	4,50	18,68	—	18,68	—
PENEDÉS	2,53	22,13	—	—	(10,00)
PENSIONES DE BARCELONA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
PONTEVEDRA	4,50	26,56	—	27,44	—
RIOJA	5,00	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	5,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA	3,00	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ	7,25	22,50	—	(5,09)	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA	4,25	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA	4,50	18,75	—	18,75	—
TARRAGONA	5,75	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	2,25	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>	4,80	20,88	19,94	21,66	20,21

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

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

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 22 de octubre y el 23 de noviembre de 1999

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8449	DESCOM ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	22.11.1999	BAJA POR CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
0167	GÉNÉRALE BANK, BANCO BELGA, SUCURSAL EN ESPAÑA	02.11.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR FORTIS BANK, S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA.
1469	BANCO SYGMA HISPANIA, SUCURSAL EN ESPAÑA	17.11.1999	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE DON RAMÓN DE LA CRUZ, 36 (PL. 1-C).- 28001 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
1470	BANCO PORTUGUÉS DE INVERSIÓN, S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA	22.11.1999	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE RUA DEL VILLAR, 30-32.- 15705 SANTIAGO DE COMPOSTELA (A CORUÑA). PAÍS DE ORIGEN: PORTUGAL.
<hr/>			
	<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (Art. 20, 2ª Dir. de Coordinación Bancaria 89/646/CEE)			
	MIDLAND BANK PLC	11.10.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR HSBC BANK PLC.
	PARIBAS	27.10.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
	BAYERISCHE HYPO- UND VEREINSBANK AG	05.11.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
	CDC MARCHES	15.11.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
	MORGAN STANLEY DEAN WITTER BANK LTD	16.11.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1144	GÉNÉRALE DE BANQUE	08.11.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR FORTIS BANK, S.A.
1220	SOCIÉTÉ MARSEILLAISE DE CRÉDIT	11.11.1999	BAJA POR CIERRE.
1221	BANCO DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES	22.11.1999	BAJA POR CIERRE.
1222	PHILIPPINE COMMERCIAL INTERNATIONAL BANK	22.11.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR EQUITABLE P.C.I. BANK.
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1705	ATOCHA CAMBIOS, S.A.	15.11.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE DOCTOR DRUMEN, 7 (PL. BAJA - 1).- 28012 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4316	AMERICAN APPRAISAL ESPAÑA, S.A.	05.11.1999	BAJA POR RENUNCIA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 22 de octubre y el 23 de noviembre de 1999

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS		
0213	CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCIE LOMBARDE (CARIPLQ), S.P.A., SUCURSAL EN ESPAÑA	CIERRE.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

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

1998	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
¿Son posibles las divergencias entre los pasajes de la Unión Monetaria?	Nov	67	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23
Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados	Dic	5	La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35
Evolución económica y financiera	Dic	11	Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41
Resultados de las empresas no financieras en 1997 y hasta el tercer trimestre de 1998	Dic	25	Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49
La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas	Dic	41	Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998	Jun	71
			Informe trimestral de la economía española. Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	9
			El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	55
Informe trimestral de la economía española	Ene	7	Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	69
Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53	La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	79
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61	Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	83
Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101	Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	97
Evolución reciente de la economía española	Feb	7	Evolución reciente de la economía española	Jul-Ago	105
La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	9
La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27	La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	23
Evolución reciente de la economía española	Mar	7	Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	35
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21	Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	41
El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33	La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	55
Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39	Informe trimestral de la economía española	Oct	65
Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España	Mar	47	La política monetaria y la economía real	Oct	9
Informe trimestral de la economía española	Abr	7	Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	Oct	55
Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998	Oct	69
El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57	Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	Oct	81
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63	Evolución reciente de la economía española	Nov	91
Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113	Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	Nov	9
Evolución reciente de la economía española	May	7	La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999	Nov	23
Medidas de inflación subyacente	May	21	El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	Nov	39
El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29	Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras	Nov	45
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37	La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro	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			61
Evolución reciente de la economía española	Jun	9			

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

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

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

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO Y BOLETÍN ECONÓMICO (en disquetes, mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

MONOGRAFÍA ANUAL

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPIACIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

REGISTROS DE ENTIDADES (en disquetes, mensual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
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).

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

52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
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).
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. GASPAS FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).
22. GASPAS 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).
- 9726 FRANCISCO ALONSO, JUAN AYUSO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: How informative are financial asset prices in Spain?
- 9727 JAVIER ANDRÉS, RICARDO MESTRE AND JAVIER VALLÉS: Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
- 9728 JUAN J. DOLADO, JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO AND JOSÉ VIÑALS: A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.
- 9801 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA PEREA, ALBERTO URTASUN Y JESÚS BRIONES: Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
- 9802 PILAR ÁLVAREZ CANAL: Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 ÁNGEL ESTRADA Y ALBERTO URTASUN: Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 SOYOUNG KIM: Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 OLYMPIA BOVER, PILAR GARCÍA-PEREA AND PEDRO PORTUGAL: A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 PABLO HERNÁNDEZ DE COS E IGNACIO HERNANDO: El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 SOYOUNG KIM: Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y ALICIA SANCHÍS: Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 JOSÉ VIÑALS: The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 JUAN AYUSO, GRACIELA L. KAMINSKY AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 ROBERTO BLANCO: Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
- 9816 M^a CRUZ MANZANO E ISABEL SÁNCHEZ: Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, EMILIO MUÑOZ AND JUAN PEÑALOSA: The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ Y JAVIER SANTILLÁN FRAILE: El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 EVA ORTEGA: The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 EVA ORTEGA: Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 9722 FRANCISCO ALONSO SÁNCHEZ, JUAN AYUSO HUERTAS Y JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: El poder predictivo de los tipos de interés sobre la tasa de inflación española.
- 9723 ISABEL ARGIMÓN, CONCHA ARTOLA Y JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Empresa pública y empresa privada: titularidad y eficiencia relativa.
- 9724 ENRIQUE ALBEROLA AND PIERFEDERICO ASDRUBALI: How do countries smooth regional disturbances? Risksharing in Spain: 1973-1993.
- 9725 ENRIQUE ALBEROLA, JOSÉ MANUEL MARQUÉS Y ALICIA SANCHÍS: Persistencia en el desempleo, independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

- 9821 EVA ORTEGA: Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 CORAL GARCÍA Y ESTHER GORDO: Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 ENRIQUE ALBEROLA-ILA AND TIMO TYRVÄINEN: Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 CONCHA ARTOLA E ISABEL ARGIMÓN: Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.
- 9825 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO: Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 OLYMPIA BOVER Y RAMÓN GÓMEZ: Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 IGNACIO HERNANDO Y JOSEP A. TRIBÓ: Relación entre contratos laborales y financieros: Un estudio teórico para el caso español.
- 9905 CRISTINA MAZÓN AND SOLEDAD NÚÑEZ: On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 NADINE WATSON: Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 JOSÉ VIÑALS: El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.
- 9908 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Learning about migration decisions from the migrants.
- 9909 OLYMPIA BOVER AND PILAR VELILLA: Migrations in Spain: Historical background and current trends.
- 9910 FERNANDO RESTOY: Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.
- 9911 LUIS J. ÁLVAREZ AND M^º 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.

EDICIONES VARIAS (1)

- JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 2.080 PTA (*).
- CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 1.560 PTA (*).
- 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) (****).

(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) (1999)

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

Informe anual (ediciones en español e inglés):

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

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

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

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

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

Central de Anotaciones en Cuenta:

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

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

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

Economic bulletin (3):

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

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

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

Sistema de información en línea (SILBE):

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

Series históricas de mercados financieros

(en disquete, ejemplar suelto):

- España: 2.320 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (5):

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

Circulares a entidades de crédito:

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

Circulares del Banco de España. Recopilación:

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

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

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

Estudios económicos (Serie azul)

y Estudios de historia económica (Serie roja):

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

Documentos de trabajo:

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

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

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

Memoria del Servicio de Reclamaciones

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

Ediciones varias (8).

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

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

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

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

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

(6) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 3386931, 338 69 29 y 338 69 30, fax 338 68 80; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.

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

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