

BANCO DE ESPAÑA

informe anual

1999

informe anual

1999

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2000

El Banco de España difunde este Informe y la mayoría
de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección
<http://www.bde.es>.

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	INEM	Instituto Nacional de Empleo
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
AIE	Agencia Industrial del Estado	INI	Instituto Nacional de Industria
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
BCE	Banco Central Europeo	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
BCNs	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
CCAA	Comunidades Autónomas	ISFAS	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
CCLL	Corporaciones Locales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	LGP	Ley General Presupuestaria
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CI	Cédulas para inversiones	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	MCT	Ministerio de Comercio y Turismo
CNC	Confederación Nacional de la Construcción	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CNE	Contabilidad Nacional de España	MEH	Ministerio de Economía y Hacienda.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MINER	Ministerio de Industria y Energía
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	MTAS	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
CRM	Certificado de Regulación Monetaria	MUFACE	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
CTNE	Compañía Telefónica Nacional de España	MUGEJU	Mutualidad General Judicial
DE	Departamento Extranjero del Banco de España	NAP	Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
DEG	Derechos Especiales de Giro	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DGA	Dirección General de Aduanas	OFICEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGT	Dirección General de Tráfico	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores	OM	Orden Ministerial
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OQAA	Organismos Autónomos
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OQAAPP	Otras Administraciones Públicas
ECAOL	Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EEUU	Estados Unidos de América	PER	Plan de Empleo Rural
EERR	Entidades Registradas	PGE	Presupuestos Generales del Estado
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PIB	Producto Interior Bruto
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	PIBpm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PNB	Producto Nacional Bruto
EONIA	Euro Overnight Index Average	PRM	Préstamos de Regulación Monetaria
EPA	Encuesta de Población Activa	RD	Real Decreto
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	REE	Red Eléctrica
FDG	Fondo de Desarrollo Ganadero	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SRAE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FGD	Fondos de Garantía de Depósitos	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FMI	Fondo Monetario Internacional	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
IFMS	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.
IME	Instituto Monetario Europeo	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas
IMRSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales		

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo:

<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 austriaco
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 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M2 M1 + Depósitos de ahorro.
- M3 Disponibilidades líquidas = M2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- ALPF Activos líquidos en manos del público ampliados con fondos de inversión.
- 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.

La recepción de información para la elaboración de este Informe
terminó el día 31 de mayo

Índice general

Páginas

CAPÍTULO I

RASGOS BÁSICOS

I.1.	La recuperación económica mundial	11
I.2.	El lanzamiento del euro, la política monetaria única y la economía española	14
I.3.	De la estabilidad a la competitividad.....	22

CAPÍTULO II

EL ENTORNO EXTERIOR, EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

II.1.	Introducción	31
II.2.	El entorno exterior del área del euro	32
II.2.1.	Las economías desarrolladas.....	32
II.2.2.	Las economías emergentes	38
II.3.	Las condiciones económicas en el área del euro	42
II.4.	Las políticas económicas del área del euro	47
II.5.	La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro y en España.....	49
II.5.1.	La estrategia de la política monetaria única.....	49
II.5.2.	Las decisiones de política monetaria en 1999	50
II.5.3.	Las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro y en España	51

CAPÍTULO III

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

III.1.	Introducción	59
III.2.	La demanda	60
III.2.1.	Demanda nacional	61
III.2.2.	Demanda exterior	67
III.3.	Producto y empleo	70
III.3.1.	La producción y el empleo en las ramas productivas	70
III.3.2.	El empleo.....	73
III.4.	Precios y costes	74
III.4.1.	Los costes y la formación de precios.....	74
III.4.2.	La formación de precios en las ramas productivas	77
III.4.3.	Los deflatores de la demanda final	79

III.5.	La actividad de las Administraciones Públicas	82
III.6.	Balanza de pagos y cuenta de capital de los sectores institucionales	86

CAPÍTULO IV

LOS MERCADOS, INTERMEDIARIOS Y FLUJOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

IV.1.	Introducción	93
IV.2.	Los mercados financieros	94
IV.3.	Intermediarios financieros	99
	IV.3.1. Entidades de depósito	100
	IV.3.2. Otros intermediarios financieros	105
IV.4.	El ahorro y los flujos económicos y financieros	108
	IV.4.1. Empresas y familias	110
	IV.4.2. Administraciones Públicas	117
	IV.4.3. Ahorro, inversión y financiación de la economía	118

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA. EJERCICIO DE 1999	121
---	-----

ANEJO LEGISLATIVO	145
--------------------------------	-----

ÍNDICES

ÍNDICE DE CUADROS	169
ÍNDICE DE GRÁFICOS	171
ÍNDICE DE RECUADROS	173

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

CONSEJO DE GOBIERNO	177
COMISIÓN EJECUTIVA	178
ORGANIGRAMA GENERAL	179

CAPÍTULO I

RASGOS BÁSICOS

I.1. LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL

Durante 1999, la economía española continuó mostrando un elevado dinamismo en un entorno exterior que se caracterizó por el inicio de la Unión Monetaria y por una mejora, cada vez más firme, en las condiciones económicas mundiales. Ambos aspectos han sido determinantes de los rasgos básicos de su evolución reciente.

A lo largo del año se fue superando el episodio de bajo crecimiento y de inestabilidad en los mercados financieros internacionales que se había originado en las economías emergentes del sudeste asiático, dos años antes, y cuyos efectos se habían extendido e intensificado, posteriormente, debido a la crisis de la deuda rusa y la vulnerabilidad de otras áreas geográficas como Latinoamérica. La expansión de la economía mundial en 1999 estuvo liderada por Estados Unidos, que mantuvo un vigoroso crecimiento y una fuerte demanda de importaciones, y secundada por el conjunto de las economías del sudeste asiático, que mostró una fuerte reactivación, como consecuencia de las ganancias de competitividad generadas por la devaluación de sus monedas y el rápido descenso del empleo y de las medidas de saneamiento adoptadas. La estabilización de la situación financiera en América Latina también contribuyó a la mejora en las condiciones económicas globales, si bien la recuperación de esta área geográfica fue más tardía y menos intensa que en los países asiáticos, aunque ganó fuerza en los últimos meses del año, una vez que la reacción de Brasil y de otros países del área se dejó sentir en los mercados financieros.

Las economías de la zona del euro y de otros países europeos —como la del Reino Unido—, impulsadas por la creciente pujanza de la demanda exterior, se fueron sumando de forma paulatina al clima de reactivación económica, superando las tendencias recesivas que

se habían hecho patentes en algunos países a finales de 1998 y comienzos de 1999. Por el contrario, en la economía japonesa se fueron debilitando los signos de recuperación de la primera parte del ejercicio a medida que se agotaba el impulso fiscal inducido por las medidas de política económica adoptadas en los últimos años.

La expansión económica se ha visto acompañada de un súbito encarecimiento en los precios del petróleo que se ha prolongado más de lo que inicialmente se pensaba, como consecuencia de la capacidad del cartel de los países productores para mantener un cumplimiento muy estricto de las cuotas establecidas frente a una demanda creciente de energía, al hilo de la reactivación mundial. La continuidad de las alzas de los precios de los productos petrolíferos en los mercados internacionales se convirtió en un importante factor de riesgo para la economía mundial y ha sido un elemento decisivo en el empeoramiento registrado en las perspectivas de inflación a lo largo del año. La intensidad de las subidas se reavivó al comienzo del año 2000 y sus efectos continuaron trasladándose, en el contexto de alto crecimiento de la actividad mundial, a otros indicadores de precios. A finales de marzo la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) alcanzó un acuerdo para aumentar la producción de crudo, que debería servir para estabilizar los precios del petróleo en los próximos meses, aunque todavía se seguirán sintiendo los efectos de la transmisión desfasada de las alzas acumuladas en el pasado.

Las expectativas de mayor crecimiento y la aparición de riesgos inflacionistas se han ido reflejando en una gradual elevación de los tipos de interés a largo plazo y han llevado a las autoridades monetarias a endurecer, de forma gradual, el tono de las políticas monetarias instrumentadas, dando por finalizada la fase de mayor relajación monetaria con la que se había tratado de contrarrestar los episodios de inesta-

bilidad financiera de los años precedentes. Con la mejora del entorno internacional, se han ido revisando al alza, en fases sucesivas, las proyecciones de crecimiento mundial para los próximos años. Las últimas previsiones apuntan hacia tasas de expansión en el año 2000 superiores al 3 % para los países de la OCDE y señalan una reducción notable en las diferencias cíclicas entre Estados Unidos y la Unión Europea (UE).

En 1999, la economía norteamericana volvió a mostrar un comportamiento excepcional, con altas tasas de crecimiento del producto —en torno al 4 %— y ausencia de tensiones inflacionistas, a pesar de haber alcanzado prácticamente el pleno empleo —con una tasa de paro del 4 %—. Esta situación ha continuado en los primeros meses del 2000, dando lugar a una de las expansiones más prolongadas de la historia económica de Estados Unidos. El rasgo más sobresaliente de esta sorprendentemente larga fase de prosperidad es la aceleración de la productividad aparente del trabajo —que registra tasas de avance por encima del 3 %—, que ha permitido, al menos hasta fechas recientes, la moderación de las alzas de precios incluso en presencia de claros signos de presión de la demanda, en gran parte alentados por las ganancias de riqueza generadas por la fuerte revalorización bursátil de los últimos años.

No puede afirmarse, sin embargo, que este patrón de crecimiento esté resultando plenamente equilibrado ni que se encuentre libre de riesgos para su sostenibilidad. El fuerte crecimiento del consumo excede la expansión de la renta disponible de las familias, pues se basa, sobre todo, en los efectos estimulantes de las altas cotizaciones de los activos, por lo que está generando un continuado descenso en la tasa de ahorro del sector privado, que ha alcanzado un mínimo del 1,4 % del producto interior bruto (PIB) en 1999. Así, el mantenimiento del dinamismo inversor, facilitado por las oportunidades que ofrecen las nuevas tecnologías, está llevando, al enfrentarse a una tendencia decreciente del ahorro doméstico, a un aumento de las necesidades de financiación de la economía que tradicionalmente había sido la principal acreedora mundial. El déficit por cuenta corriente de la economía americana alcanzó el 3,6 % del PIB. Este cambio no es sino el reflejo del deterioro que se ha producido en el déficit comercial norteamericano, que ha venido actuando como válvula de escape de las presiones de la demanda interna y limitando la aparición de tensiones inflacionistas.

Esta fase tan prolongada de crecimiento con inflación moderada de la economía americana, que preside el nuevo escenario de la economía

mundial y el comportamiento de los mercados financieros internacionales, se debe a la acción combinada de un amplio conjunto de factores. Algunos de ellos han tenido una influencia coyuntural. Este es el caso del descenso en los precios de las materias primas, que había propiciado una importante reducción en los precios de importación en los años precedentes —acentuada por la apreciación del dólar—, pero que se ha revertido drásticamente durante 1999. Entre los factores de naturaleza más estructural o de largo plazo, sobresalen las reformas introducidas en las últimas décadas para dotar a los mercados de bienes y servicios de mayor flexibilidad. En este ámbito, son particularmente relevantes las ganancias de eficiencia que ha generado la desregulación de la economía y los efectos positivos sobre los salarios y el empleo que se han derivado de un mercado de trabajo más flexible. Asimismo, la existencia de unos mercados financieros profundos y altamente desarrollados en Estados Unidos ha jugado un papel muy importante en la expansión de los sectores vinculados a las nuevas tecnologías, al suministrar las vías adecuadas para la financiación —vía capital-riesgo, principalmente— de nuevas empresas que han desarrollado su actividad en dichos sectores. Estos cambios estructurales se han introducido, además, en un entorno de globalización económica y de liberalización financiera a nivel mundial, que ha permitido una mejor asignación de los recursos. También, las políticas macroeconómicas instrumentadas en el pasado más reciente han contribuido a configurar este escenario, a través de la aplicación de una política fiscal estricta que ha posibilitado la consecución de superávits fiscales y de una política monetaria que ha sabido conjugar el dinamismo de la actividad con el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Pero los rasgos más llamativos del desarrollo reciente de la economía norteamericana han sido la aceleración de la productividad, el comportamiento de los beneficios empresariales y la extraordinaria evolución de las cotizaciones bursátiles. Estos son los factores que han llevado a algunos analistas a pensar que la intensidad alcanzada por el desarrollo de las tecnologías de la información y de las telecomunicaciones ha llegado a generar un cambio de tendencia en el ritmo de crecimiento de la oferta agregada. Este cambio permitiría hablar del nacimiento de una «nueva economía», en la que los umbrales para crecer sin inflación serían significativamente más elevados que en el pasado, con todas las implicaciones de política económica que de ello se derivarían.

Los defensores de este punto de vista consideran que los efectos beneficiosos de las nue-

vas tecnologías se propagan al conjunto de la economía, principalmente, a través de dos canales. El primero de ellos —de naturaleza más directa e inmediata— discurre a través del peso creciente de los sectores de alta productividad en el conjunto de la producción. El segundo —más indirecto pero con mayor potencial a medio y largo plazo— se basa en la reducción generalizada de los costes de producción y de distribución y en la mayor disponibilidad de información que se desprenden del uso intensivo de procesos informáticos cada vez más sofisticados y de las posibilidades que brinda el acceso a Internet. Este segundo canal es el que conduciría a una mejora global en la eficiencia de la economía y a un avance del ritmo de expansión del potencial productivo, que se acabarían reflejando en un aumento sostenido en el ritmo de crecimiento de la productividad. La intensidad de la propagación de las ganancias de productividad al conjunto de la economía resulta ser, por tanto, el eslabón crucial para justificar un aumento permanente en la capacidad de crecimiento potencial, tal y como postulan los defensores de la «nueva economía».

Según la evidencia disponible, el ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo ha mostrado una aceleración en los últimos años, si bien una pequeña parte de la misma se debe a una medición más fidedigna del crecimiento de la producción como consecuencia de la revisión de los deflatores del PIB. Por otra parte, estos aumentos en la productividad parecen haberse concentrado en los sectores productores de bienes informáticos. En cambio, la evidencia de la difusión de las nuevas tecnologías hacia los procesos productivos tradicionales es débil e incipiente, aunque también hay que mencionar la dificultad de captar este tipo de fenómenos a partir de la información proporcionada por la Contabilidad Nacional. Por tanto, aunque resulta innegable que el proceso de innovación tecnológica se ha acelerado sustancialmente en los últimos años, resulta arriesgado confiar —a partir de los datos conocidos hasta ahora— en que los efectos indirectos de las nuevas tecnologías de la información sobre la generalidad de los sectores productivos vayan a producir un aumento permanente en el ritmo de crecimiento de la productividad.

Un aspecto estrechamente relacionado con este desarrollo es la fuerte revalorización que han mostrado los mercados bursátiles norteamericanos, sobre todo desde 1995, con un incremento acumulado en los precios de las acciones desde entonces, medidos por el índice Standard and Poors 500, de casi el 200 %. La intensidad y duración de este ciclo bursátil alcista es una de las fuentes principales de incertidumbre sobre la sostenibilidad del dinamismo

actual de la economía americana. En principio, los bajos tipos de interés reales y las buenas perspectivas de beneficios empresariales podrían justificar, al menos en parte, las alzas observadas por los índices generales. Sin embargo, cuando se observa la composición por sectores se aprecia un fuerte sesgo que indica que los incrementos en las cotizaciones en los últimos años se han debido, sobre todo, a la extraordinaria evolución de los valores de los sectores tecnológicos y de telecomunicaciones. Ello parece indicar que las rentabilidades implícitas en las altas cotizaciones bursátiles están descontando un escenario futuro en el que el uso extensivo de las tecnologías de la información llegará a inducir un cambio fundamental en los procesos productivos, cuyas ventajas alcanzarían a todos los sectores de la economía.

Si las incertidumbres existentes sobre la materialización de este escenario tuvieran fundamento, no cabría descartar la posibilidad de que se produjese una caída significativa de las valoraciones bursátiles, como consecuencia de una evolución de los beneficios que frustrase las expectativas suscitadas, o de la necesidad de recurrir a políticas financieras más enérgicas para contrarrestar presiones inflacionistas superiores a las que se están anticipando. Esta eventualidad tendría efectos muy importantes sobre el dinamismo de la economía americana, que se propagarían con rapidez al resto del mundo. De hecho, a comienzos del año 2000 ha aumentado la inquietud sobre el nivel alcanzado por algunas cotizaciones y se ha producido un aumento de la volatilidad de los valores tecnológicos y un descenso significativo de sus cotizaciones, que se ha extendido a otros mercados.

Los rasgos innovadores presentes en la evolución reciente de la economía americana y la expectativa de su gradual propagación a otras áreas constituyen la base principal de las favorables perspectivas de la economía mundial, cuya tasa de crecimiento podría situarse en torno al 4 % en los próximos años, según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Europa parece que empieza a participar de esas tendencias. Una vez superado el episodio de debilitamiento del crecimiento inducido por los efectos de las crisis financieras internacionales, en la segunda parte de 1999 se ha incorporado con más rapidez de lo esperado a una nueva fase de recuperación. Sin embargo, aunque ello puede conducir a una menor discrepancia cíclica con Estados Unidos, la situación en Europa presenta características estructurales distintas, por lo que no es posible extrapolar mecánicamente el efecto de los factores que están sosteniendo el dinamismo norteamericano.

La expansión media del PIB en la UE apenas ha sobrepasado el 2,5 % desde 1994, valor muy próximo a las estimaciones disponibles de la tasa de crecimiento tendencial, al tiempo que la creación de empleo ha sido muy modesta, manteniéndose el paro, que contiene un importante componente estructural, en niveles muy elevados, por encima del 9 % de la población activa. Por otra parte, aunque el patrón de desarrollo de la economía Europea en el último decenio incorpora un elevado crecimiento medio de la productividad —en el entorno del 2 %—, en los dos últimos dos años se ha producido un descenso acusado de esta variable, que solo parece haber repuntado a partir del tercer trimestre de 1999 (recuadro I.1). En 1997 —último año para el que existen datos comparables— la participación de la industria de la informática y las telecomunicaciones en el PIB era en Europa dos puntos inferior a la de Estados Unidos —un 5,8 %, frente a un 7,9 %— y existen indicios de que, en los últimos dos años, esta diferencia ha tendido a ampliarse. Más preocupante resulta, en todo caso, la considerable distancia que separa a Estados Unidos de Europa, de acuerdo con todas las encuestas, en el porcentaje de la población con acceso a Internet y en el desarrollo del comercio electrónico, habida cuenta del impacto que parece estar teniendo la red en Estados Unidos en la mejora de la organización de las empresas, sus procesos productivos y las relaciones comerciales.

A su vez, el marco institucional, a pesar de las transformaciones inducidas por el desarrollo del mercado único y por la implantación del euro, sigue adoleciendo de graves rigideces en algunos mercados o sectores que inhiben o frenan la incorporación de las nuevas tecnologías y la propagación de sus efectos. Este retraso, de perdurar, podría tener efectos negativos persistentes sobre la competitividad de la economía europea en el medio plazo y, por lo tanto, sobre su crecimiento potencial, por lo que resulta imprescindible abordar las reformas necesarias para que pueda beneficiarse de la nueva oleada de innovación y cambio técnico que impulsa el crecimiento mundial.

En el reciente Consejo Europeo extraordinario de Lisboa, se ha realizado un esfuerzo importante en esta dirección, acordándose una serie de actuaciones que deberán acometer las autoridades nacionales y comunitarias en el futuro próximo. Un primer campo de acción lo constituye la liberalización e integración de los mercados de productos y factores, pues las rigideces en su funcionamiento y la falta de competencia a nivel nacional y de la UE obstaculizan y desincentivan la innovación y la adopción de las nuevas tecnologías. Paralelamente, deben sim-

plificarse los procesos administrativos para la creación de nuevas empresas y abordarse las modificaciones oportunas para la organización de un auténtico mercado integrado de capital riesgo que facilite la financiación de los proyectos empresariales más innovadores. Igualmente resulta preciso eliminar las trabas legales para el desarrollo del comercio electrónico, generalizar el acceso a Internet en las escuelas y, en general, adaptar los procesos de educación y formación al nuevo entorno tecnológico.

La experiencia en Estados Unidos evidencia que, si se quiere explotar el potencial de crecimiento que aportan las nuevas tecnologías, es necesario disponer de mercados de factores, bienes y servicios suficientemente competitivos y flexibles, así como de mercados financieros eficientes que faciliten los procesos de difusión de las innovaciones tecnológicas y los ajustes en la asignación de factores productivos consustanciales a este proceso. Este es el reto más importante para Europa una vez que ha culminado con éxito el lanzamiento del euro y la puesta en marcha de la política monetaria única.

I.2. EL LANZAMIENTO DEL EURO, LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA Y LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En Europa el rasgo más sobresaliente ha sido la puesta en marcha de la política monetaria común en una coyuntura en la que las perspectivas han ido cambiando al hilo de la evolución cada vez más sólida de la economía mundial. El establecimiento y la trayectoria de la nueva política monetaria única han sido determinantes fundamentales del comportamiento de la economía española y de los retos que la política económica doméstica ha tenido que afrontar en el período más reciente.

El lanzamiento del euro, a comienzos de 1999, se realizó en un entorno de expectativas moderadas de crecimiento económico, tras la pausa en la actividad en el último trimestre de 1998 que provocó el empeoramiento del entorno exterior y el debilitamiento de las exportaciones del área. Las perspectivas de precios eran, al inicio de la Tercera Fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), muy favorables, tras una evolución del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), a lo largo de 1998, que había ido marcando registros cada vez más bajos, hasta situarse a finales de ese año en niveles algo inferiores al 1 % en su tasa de crecimiento interanual.

En este contexto, el nivel de los tipos de interés que marcaría el tono de la política mone-

Crecimiento, productividad y tecnologías de la información en Estados Unidos y Europa

La fuerte expansión actual de la economía estadounidense sin excesivas presiones inflacionistas contrasta con la evolución de la economía europea, caracterizada por tasas de crecimiento más moderadas, insuficientes para generar empleo a un ritmo que permita reducir sustancialmente sus elevadas tasas de paro estructural. El análisis comparado de ambas economías en términos de productividad en los últimos años puede servir para valorar los retos a los que se enfrenta la economía europea.

Como se observa en el gráfico adjunto, la economía europea ha registrado en el período 1988-1997 una tasa de avance de la productividad aparente del trabajo (medida como la diferencia entre el crecimiento del producto y del empleo) superior a la experimentada por la economía estadounidense. En el primer período considerado (1988-1994), ambas economías presentaron un crecimiento medio del producto similar, que, en el caso de la economía americana, supuso una mayor creación de empleo. En los años 1994-1997, sin embargo, Estados Unidos mostró un mayor dinamismo que Europa, que, no obstante, se tradujo en un menor aumento de la productividad aparente del trabajo debido a la favorable evolución del empleo. En los últimos años (1998-1999), la productividad en Europa ha sufrido una ralentización significativa acompañada de un ligero incremento en la creación de empleo que, en cualquier caso, sigue sin alcanzar tasas comparables con las estadounidenses. La economía de Estados Unidos, en cambio, ha presentado en ese período de expansión un fuerte aumento simultáneo del empleo y de la productividad.

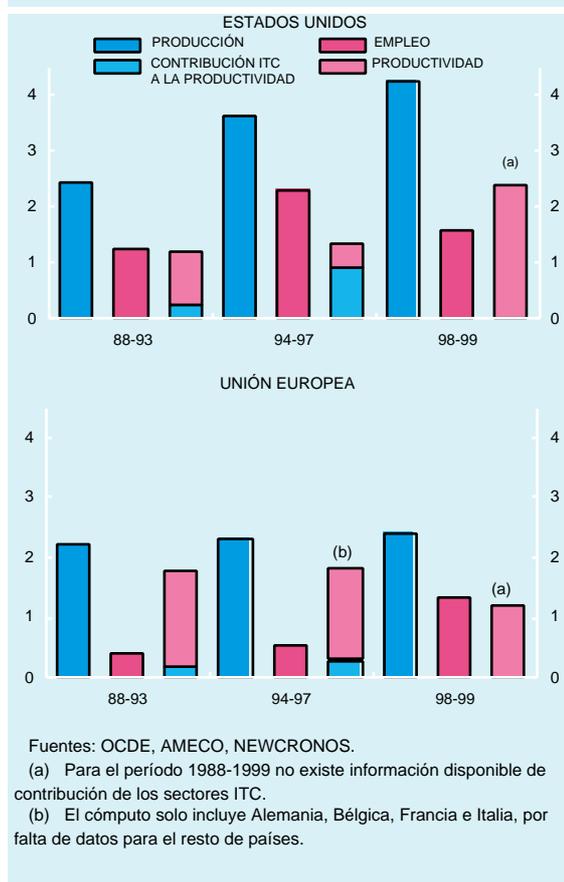
El patrón de crecimiento de la economía de Estados Unidos en los dos últimos años, consistente en un importante incremento de la productividad con ausencia de presiones inflacionistas, a pesar de experimentar una situación cercana al pleno empleo, ha llevado a proponer, en algunos ámbitos, la hipótesis de que el desarrollo y universalización de las tecnologías de la información (ITC) está cambiando radicalmente el funcionamiento de la economía y está permitiendo ganancias de eficiencia que se reflejan en un incremento sostenido del ritmo de crecimiento de la productividad y en una reducción de los costes, evitando así la aparición de presiones inflacionistas.

Los sectores de tecnologías de la información (ordenadores, componentes y comunicaciones) han mostrado un comportamiento extraordinariamente dinámico en Estados Unidos en los últimos años, con crecimientos de la productividad cercanos al 10 %. De hecho, como se observa en el gráfico, la contribución de estos sectores, que en 1997 apenas significaba el 8 % del PIB, permite explicar más de dos tercios del crecimiento de la productividad en Estados Unidos entre 1994 y 1997 (1). Este resultado implica que los potenciales beneficios de estas tecnologías no se habían traducido, hasta ese momento, en un incremento sustancial de la productividad del resto de sectores de la economía. No obstante, en los dos últimos años la aceleración de la productividad ha coincidido con la aparición de algunos indicios de que el resto de sectores económicos se podrían estar finalmente beneficiando de los cambios provocados por las tecnologías de la información sobre los procesos productivos, lo que vendría a reforzar la viabilidad del patrón observado de alto crecimiento de la productividad y del producto en los próximos años.

En el caso europeo, se puede observar que la contribución de los mencionados sectores al incremento de la productividad solo ha sido del 15 % en el período comentado, a pesar de que la importancia relativa de dichos sectores en Europa (en torno al 6 % del PIB) es solo ligeramente inferior a la de Estados Unidos. Si bien este cálculo puede estar sesgado por la imprecisión de los datos, la comparación con Estados Unidos refleja la reducida importancia de los sectores tecnológicamente más avanzados para explicar el crecimiento de la productividad en Europa.

Estos resultados, unidos al retraso tecnológico relativo de Europa en estos sectores, sugieren que es poco probable que la contribución de las tecnologías de la información al crecimiento económico por esta vía directa adquiera rápidamente en Europa la relevancia que ha tenido en Estados Unidos en los últimos años. No obstante, parece factible que la UE pueda beneficiarse de la propagación de las tecnologías de la información al resto de sectores económicos, aunque, como se ha subrayado, la magnitud de estos efectos indirectos es incierta. En todo caso, la diferencia en el patrón de crecimiento entre una y otra área se fundamenta, en buena medida, en la mayor flexibilidad y competencia de los mercados estadounidenses, que no solo permite una mayor generación de empleo, sino que también parece favorecer la innovación, la difusión de las nuevas tecnologías y, por lo tanto, un aprovechamiento más inmediato de sus potenciales beneficios.

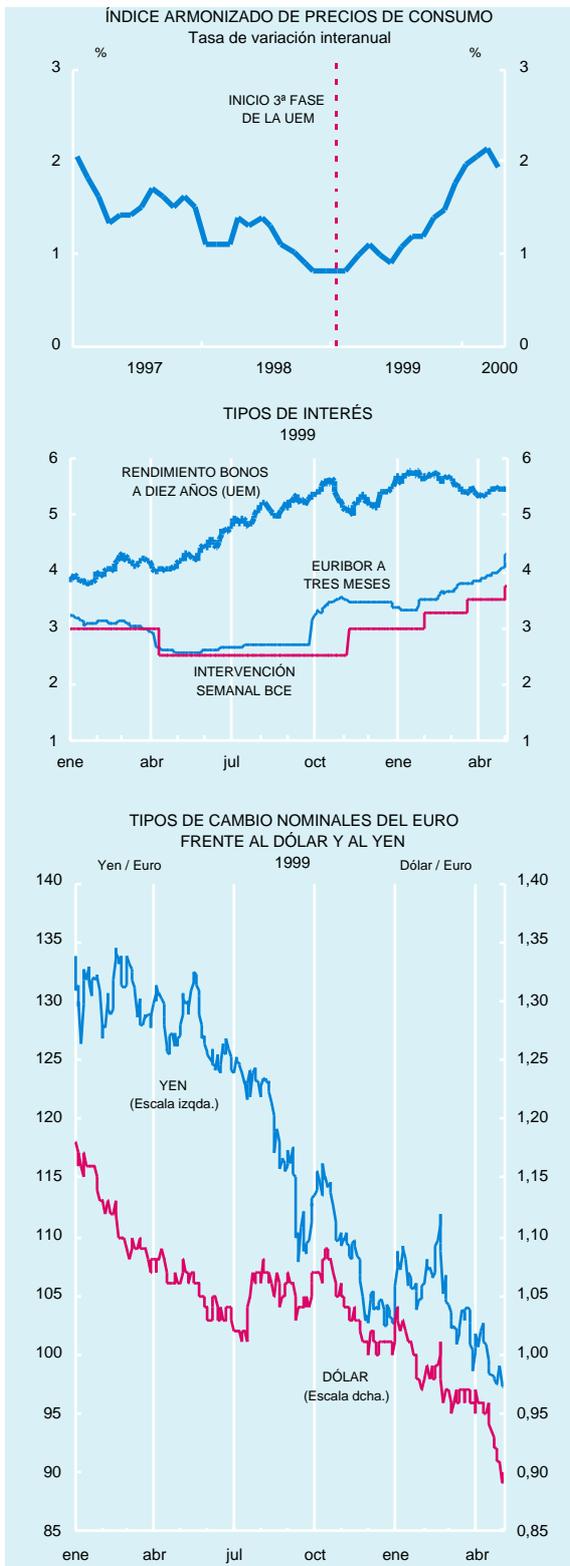
Crecimiento de la productividad por componentes y contribución de los sectores de tecnologías de la información (ITC)



(1) Para el cómputo de la contribución del sector de tecnología de la información al crecimiento de la productividad se toma una definición de dicho sector un poco más amplia de lo habitual, debido a las limitaciones en la disponibilidad de los datos. En particular, se incluyen los subsectores de bienes de equipo, máquinas de oficina, proceso de datos, óptica y precisión, productos eléctricos y electrónicos y comunicaciones (ramas D.29-33, I.64, nomenclatura NACE-Rev.1). Los datos desagregados solo están disponibles hasta 1997.

GRÁFICO I.1

Índices de precios de consumo, tipos de interés y tipos de cambio en la UEM



Fuentes: Eurostat, BCE y Banco de España.

taria única en su etapa inicial se fijó en el 3 %, tras una acción concertada de los bancos centrales que integraban el Eurosistema el 3 de diciembre de 1998. A partir del 1 de enero este sería el nivel de las operaciones principales de financiación del Banco Central Europeo (BCE), y resultaba coherente con las perspectivas de estabilidad de precios en el medio plazo que se derivaba del análisis de las condiciones económicas y financieras del área del euro. El BCE, en la presentación de los elementos de la estrategia de política monetaria que iba a utilizar, concretó la definición de la estabilidad de precios como una situación en la que la tasa de incremento interanual del IAPC para el área del euro se sitúe, en el medio plazo, por debajo del 2 %.

Las perspectivas de desaceleración del crecimiento en el área del euro y de ausencia de riesgos inflacionistas se fueron acentuando durante los primeros meses de 1999 y dieron lugar a una bajada adicional de medio punto en los tipos de intervención. Pero ambos aspectos del cuadro macroeconómico de la zona euro tendieron a revisarse al alza a medida que avanzaba el año, aunque, en el caso de las perspectivas de inflación, de forma más tardía, una vez que fue patente la consolidación de los incrementos en los precios del petróleo. La actividad económica de la UEM comenzó a recuperarse a partir de la primavera, ante la mejora paulatina de los principales mercados de exportación de la zona y el avance de la demanda interna. El despegue de las exportaciones se consolidó en los últimos meses del año, ayudado por el progresivo dinamismo de las economías emergentes y por las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro, pasando a convertirse en el principal motor de la actividad del área.

La política monetaria única estuvo condicionada, desde mediados de 1999, por este cambio en las perspectivas de avance de los precios, en un contexto de mejora en las expectativas de crecimiento. Así, el BCE revisó en los últimos meses de 1999 el tono relativamente distendido de la política monetaria única, que se había plasmado en niveles de los tipos de intervención del 3 % hasta el mes de abril y del 2,5 % hasta noviembre. A partir de esta última fecha, el BCE ha elevado el tipo oficial en cuatro ocasiones, la última de las cuales el 27 de abril de este año, hasta quedar situado en un nivel del 3,75 % (gráfico I.1).

Desde el inicio de la UEM, el crecimiento del agregado monetario M3 de la zona del euro se situó por encima del valor de referencia del 4,5 %, aunque inicialmente esta evolución no se consideró preocupante para la marcha futu-

Principales indicadores de la economía española

	Sec 79		Sec 95		
	Media 90-95	1996	1997	1998	1999
DEMANDA Y PRODUCTO A PRECIOS CONSTANTES (a):					
Consumo privado	1,5	2,0	2,9	4,1	4,4
Consumo público	3,4	1,3	2,7	2,0	1,8
Formación bruta de capital	0,4	1,7	4,6	9,6	8,4
Exportaciones de bienes y servicios	9,0	10,3	15,1	7,1	8,5
Importaciones de bienes y servicios	6,8	8,1	12,8	11,1	12,6
Producto interior bruto	1,7	2,3	3,8	4,0	3,7
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (a):					
Empleo total	0,2	1,2	2,7	3,7	3,4
Remuneración por asalariado	7,0	4,0	2,8	2,8	2,4
Costes laborales unitarios	5,4	2,9	1,8	2,8	2,6
Deflactor del PIB	5,7	3,4	2,1	2,3	3,1
Índice de precios de consumo (media anual)	5,4	3,6	2,0	1,8	2,3
Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	5,1	3,2	2,0	1,4	2,9
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (b):					
Ahorro de los sectores residentes (c)	20,6	23,1	23,7	23,8	23,7
<i>Administraciones Públicas (c)</i>	-1,2	-1,8	0,0	0,8	2,3
Inversión de los sectores residentes	22,3	21,9	22,1	23,1	24,2
<i>Administraciones Públicas</i>	4,4	3,2	3,2	3,3	3,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional sec. res.	-1,6	1,2	1,6	0,8	-0,6
<i>Administraciones Públicas</i>	-5,6	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	53,3	68,0	66,7	64,9	63,5
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (d):					
Tipo de intervención semanal del BCE	—	—	—	—	2,7
Tipo de intervención del Banco de España	11,4	7,5	5,4	4,2	—
Tipo de la deuda pública a diez años	10,8	8,7	6,4	4,8	4,7
Tipo sintético del crédito bancario	14,3	9,7	7,2	5,9	4,9
Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	272,8	367,3	556,0	817,7	894,4
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,247	1,270	1,134	1,120	1,067
Índice de competitividad de España frente a países desarrollados (nominal) (base 1990 = 100)	91,0	80,9	77,2	76,9	75,7
Índice de competitividad de España frente a países desarrollados (real) (base 1990 = 100)	94,5	89,2	85,2	85,2	84,8
Activos financieros líquidos (f)	9,3	9,2	8,7	6,0	4,5
Activos líquidos ampliados (g)	10,0	9,3	10,7	9,4	9,6
Financiación total de las familias	8,2	9,1	11,7	16,8	17,7
Financiación total de las empresas no financieras	6,4	1,4	8,6	12,8	17,4

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

(a) Tasas de variación.

(b) Niveles en porcentajes del PIB. Las cifras de ahorro e inversión para 1999 son estimaciones del Banco de España.

(c) Incluye transferencias netas de capital recibidas.

(d) Niveles medios anuales para los tipos de interés y los tipos de cambio y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

(e) Con anterioridad a 1999, tipo de cambio dólar/ecu.

(f) Para los años 1990-1995, ALP2.

(g) Para los años 1990-1995, ALPF.

ra de los precios, dado que en estos primeros meses de 1999 resultaba difícil interpretar correctamente los movimientos en las carteras del público inducidos por el paso a la Tercera Fase. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo permanecieron prácticamente estables hasta mayo, en un nivel próximo al 4 % para el plazo de diez años, y el tipo de cambio del euro siguió, desde comienzos de año, una cierta tendencia hacia la depreciación.

Sin embargo, a partir de los meses de verano se observó un deterioro algo más rápido de los indicadores monetarios y financieros. El agregado M3 aceleró su tasa de crecimiento y cerró el año con ritmos de avance superiores al 6 %, lo que unido al comportamiento expansivo del crédito al sector privado, que registró tasas por encima del 10 %, parecía señalar la existencia de una situación holgada de liquidez en el área. Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, siguieron, a partir de junio, una trayectoria alcista, en paralelo a la evolución de las rentabilidades de los bonos americanos, y el tipo de cambio del euro continuó registrando un descenso en su cotización, hasta acumular una depreciación en mayo del 2000 del 22,2 % frente al dólar, en comparación con el nivel que tenía al comenzar 1999. Por su parte, la trayectoria moderadamente ascendente del IAPC desde junio se aceleró a partir del tercer trimestre de 1999, debido a las alzas recurrentes en los precios del petróleo y al impacto de la depreciación del tipo de cambio del euro. Así, el IAPC registraba en diciembre de 1999 un incremento interanual del 1,7 %, que duplicaba la tasa de inflación de la zona del euro al comenzar la Tercera Fase de la UEM, y se situó en abril del 2000 en el 1,9 %.

Todos estos elementos, en combinación con la mejora en las expectativas de crecimiento de la demanda en la UEM, se tradujeron en un empeoramiento en las perspectivas de inflación en el medio plazo, cuya magnitud final podía estar condicionada por el impacto de la depreciación del euro sobre los precios finales y por el resultado de la negociación salarial en el año 2000. En respuesta a este deterioro en las perspectivas de inflación, el BCE modificó el tono de la política monetaria única a partir de noviembre con las elevaciones en los tipos de intervención antes señalados. A pesar de estos movimientos, los tipos de interés reales a corto plazo continuaron descendiendo debido al incremento en el ritmo de crecimiento de los precios a lo largo de 1999, lo que, unido a la depreciación del tipo de cambio del euro, hizo que los indicadores de condiciones monetarias y financieras del área en la primavera del 2000 se situaran en niveles más bajos que los que prevalecían en la primera parte de 1999.

El descenso en los tipos de interés reales ha sido particularmente intenso en aquellas economías de la zona del euro con mayores tasas de inflación a lo largo del año, y que, por otra parte, han sido las que han mostrado ritmos de crecimiento de la actividad superiores a los de la media de la UEM. Este es el caso de la economía española, en donde la caída en los tipos de interés reales, en combinación con la depreciación del tipo de cambio del euro, ha configurado unas condiciones monetarias y financieras especialmente holgadas a lo largo de 1999 (véase recuadro I.2), cuyo efecto expansivo sobre la demanda agregada se ha sumado a los derivados del descenso de los tipos de interés que se produjo durante el proceso de convergencia. El elevado crecimiento del crédito al sector privado, que en 1999 alcanzó un 17 %, es el exponente más claro de esta situación.

En el entorno descrito de recuperación de los mercados exteriores, de condiciones monetarias holgadas y con unas expectativas de los agentes muy favorables, la economía española mantuvo en 1999 un ritmo de crecimiento sostenido y significativamente superior al de la media europea. Así, el cuadro macroeconómico que ha presidido los inicios de la participación de la economía española en la UEM representa la consolidación de los logros alcanzados mediante la aplicación de las políticas de convergencia y de liberalización económica seguidas en los últimos años, que han permitido conciliar el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica con un alto dinamismo de la producción y del empleo.

El PIB real alcanzó una tasa de variación del 3,7 % en el promedio de 1999, solo tres décimas menos que el año anterior y con un perfil de ligera aceleración a lo largo del año que apunta a ritmos de crecimiento algo mayores para el año 2000. Todos los componentes de la demanda interna contribuyeron al mantenimiento de un ritmo de crecimiento elevado en 1999, y la demanda de exportaciones se fue recuperando a medida que avanzaba el año. El gasto de los consumidores, cuya tasa de variación real fue más alta que la del año anterior, se vio impulsado por el crecimiento de la renta real disponible, los bajos tipos de interés reales y el aumento de la riqueza. Por su parte, la inversión en construcción mantuvo tasas de expansión elevadas, a pesar de la desaceleración en la obra civil, y la inversión en bienes de equipo mostró registros favorables, aunque algo inferiores a los de 1998. A lo largo del año la contribución negativa de la demanda neta exterior fue moderándose a medida que las exportaciones se fueron recuperando, al hilo de la reactivación de la demanda mundial, a pesar de que las importaciones mantuvieron un dinamismo

Evolución de las condiciones monetarias y financieras en España

El análisis de las condiciones monetarias y financieras ha constituido, tradicionalmente, una pieza clave para el diagnóstico de la situación económica y de las perspectivas de inflación. Sin embargo, ante la inexistencia de una única variable que pueda reflejar dichas condiciones de forma global, se ha propuesto, recientemente, la construcción de índices en los que se ponderan distintas variables monetarias y financieras de acuerdo con el efecto estimado que tienen las variaciones en cada una de ellas sobre el gasto o la inflación.

A la hora de analizar estos índices es preciso tener en cuenta varias consideraciones relativas a su construcción e interpretación (1). En primer lugar, estos índices miden solo variaciones con respecto a un período base, por lo que el nivel del índice en sí mismo no es interpretable. En segundo lugar, debe evitarse una interpretación mecánica de las variaciones del índice en términos de decisiones de política monetaria, ya que tanto los tipos de interés reales como los tipos de cambio son variables fuertemente endógenas, y, aunque la política monetaria puede ejercer una gran influencia sobre ellos, no es el único factor determinante. Finalmente, no debe olvidarse que el índice de condiciones monetarias, al ser una suma ponderada, es altamente dependiente del valor de las ponderaciones utilizadas en su construcción.

Con estas cautelas, puede resultar útil analizar la evolución reciente de las condiciones monetarias y financieras en la economía española, tal y como vendrían reflejadas en un índice de condiciones monetarias (ICM), que recoge la evolución de los tipos de interés reales a corto plazo y de los tipos de cambio reales, y en un índice de condiciones financieras (ICF), que recoge, además, la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo y el crecimiento real de los precios de las acciones cotizadas en Bolsa. Ambos índices tienen en cuenta el cambio que ha supuesto la UEM, en la medida en que recogen el efecto sobre la economía española tanto de las variaciones en las variables monetarias y financieras de la propia economía española como de las variaciones en las variables monetarias y financieras del conjunto de los once países miembros de la UEM.

El gráfico adjunto presenta la evolución de ambos índices en el período que va de enero de 1987 a marzo del 2000. Durante gran parte de dicho período, las condiciones monetarias y financieras estuvieron condicionadas por la necesidad de reconducir las tasas de inflación españolas hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios. Posteriormente, la consecución de los objetivos de inflación planteados y la progresiva convergencia hacia una política monetaria única para el conjunto de países de la UEM propició una tendencia descendente de los índices, de forma que la economía española entró en la tercera fase de la UEM con unas condiciones monetarias y financieras que, en relación con la historia reciente, pueden calificarse de holgadas.

A lo largo de 1999 y en los primeros meses del 2000, las condiciones monetarias y financieras en España han seguido relajándose, aunque hay que distinguir un período inicial (hasta abril de 1999), en el que los descensos, tanto del ICM como del ICF, fueron muy importantes, del período posterior, en que estos fueron considerablemente más moderados. La ruptura coincide con el final del proceso de descenso de tipos de interés oficiales en el área del euro, que se traslada también a los tipos de interés de mercado. Los tipos de interés a largo plazo comienzan a repuntar ya en el segundo trimestre del año, mientras que los tipos de interés a corto plazo lo hacen desde los meses del verano, anticipando, en parte, las subidas de tipos oficiales que se producirían posteriormente. No obstante, las subidas de tipos de interés nominales no se han traducido de forma clara en un endurecimiento de las condiciones monetarias en España, debido, en parte, al efecto contrapuesto del aumento en las tasas de inflación y, en parte, a la continua depreciación del tipo de cambio efectivo del euro observada durante todo el período. El efecto de la Bolsa es también expansivo, dado el fuerte crecimiento de las cotizaciones de la Bolsa española en los últimos meses de 1999, aunque de poca importancia por el peso reducido de los cambios en dicha variable sobre la evolución del ICF.

En definitiva, de acuerdo con estos índices, a lo largo de 1999 se consolidaron unas condiciones monetarias y financieras que son las más holgadas registradas por la economía española desde 1987. Sin embargo, como se ha señalado anteriormente, este mensaje debe interpretarse con cierta cautela, en particular porque el valor de equilibrio de estos índices coherente con unas condiciones monetarias neutrales puede haber cambiado sustancialmente a lo largo de todo este tiempo. Esto es especialmente cierto ante el cambio estructural que ha supuesto la Unión Monetaria Europea para la economía española y los cambios registrados en el ámbito de la política fiscal y el grado de flexibilidad de los mercados.

Índices de condiciones monetarias y financieras en España



(1) Los índices que se presentan en este recuadro se construyen ponderando las distintas variables de acuerdo con las elasticidades estimadas del gasto ante variaciones en las variables monetarias y financieras que componen cada uno de los índices. Una discusión más detallada sobre la construcción e interpretación de este tipo de índices, en general, y de los índices concretos presentados en el gráfico adjunto, puede verse en el artículo «Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias», publicado en el *Boletín económico* de febrero del 2000.

considerable. De esta manera, el componente externo fue compensando sobradamente la ligera tendencia a la desaceleración que mostró, dentro de su elevado dinamismo, la demanda interna.

El empleo registró, por tercer año consecutivo, una gran firmeza, arrojando una tasa de variación media anual, en términos de puestos de trabajo equivalentes, según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), del 3,4 %. Esta información se complementa con la suministrada por la Encuesta de Población Activa (EPA), según la cual, durante los últimos cuatro años se han creado casi dos millones de puestos de trabajo y la tasa de paro ha descendido 7,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 15,4 % de la población activa. Aunque los datos de la EPA correspondientes a 1999 están afectados por los cambios introducidos en la elaboración de la Encuesta a principios de año, el volumen de los flujos estimados no deja lugar a dudas sobre la intensidad alcanzada por el proceso de generación de empleo. El dinamismo ha sido especialmente importante en el empleo asalariado, que ha crecido en el último año un 6,7 %, y en los contratos indefinidos, cuyo ritmo de avance ha sido del 25,5 %, aunque la *ratio* de temporalidad se ha mantenido en cotas elevadas, del 32,8 % en el promedio de 1999. Los datos obtenidos de las empresas muestran, además, que han sido las de tamaño medio y pequeño las que han generado la mayor parte del empleo creado, pues muchas grandes empresas todavía siguen ajustando plantillas en el marco de diversos procesos de reestructuración. Estos resultados reflejan los efectos positivos sobre la creación de empleo de las medidas liberalizadoras adoptadas y de las reformas introducidas para mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo y de una negociación salarial en la que las expectativas de precios se han ajustado al escenario de la Unión Monetaria.

Los salarios siguieron en 1999 una pauta de incrementos moderados, coherentes con los requisitos de estabilidad de precios, aunque el reflejo de esta contención en los costes unitarios del trabajo resultó atenuado por el bajo aumento en la productividad aparente del trabajo. Además, los aumentos salariales siguieron mostrando un comportamiento muy homogéneo que no se corresponde con la diversidad de situaciones que se observan a nivel sectorial o de empresa. Por su parte, las empresas continuaron registrando mejoras en sus niveles de rentabilidad, que habrían alcanzado, según la Central de Balances Trimestral, sus máximos históricos en 1999, debido, sobre todo, a la concatenación de la moderación salarial, en un entorno de dinamismo de la actividad, con el re-

corte continuado de los costes financieros, ya que el cambio de tendencia de los tipos de interés en los mercados financieros desde mitad de año no se ha dejado sentir todavía en la carga financiera global. El margen de apalancamiento de las empresas, que mide la diferencia entre la rentabilidad del activo respecto al coste de la financiación externa, siguió aumentando, proporcionando nuevos estímulos a la inversión.

Los beneficios que ha obtenido la economía española como consecuencia de la entrada en la UEM se han plasmado también en un aumento de la presencia de las empresas españolas en los mercados internacionales, que se ha canalizado a través de un incremento espectacular de la inversión directa en el exterior, sobre todo en Latinoamérica. Este fenómeno, que se ha visto en gran parte favorecido por la aceleración del proceso de privatización de algunas grandes empresas públicas y de consolidación del sistema financiero, testimonia una creciente participación española en la dinámica de la globalización económica, que difícilmente hubiera tenido lugar si no se hubiera culminado con éxito la decisión de adoptar el objetivo del ingreso en la UEM como hilo conductor y elemento de anclaje de la política económica en los últimos años.

El elevado crecimiento real del producto, su carácter fuertemente generador de empleo y la baja tasa de inflación han facilitado el progreso en la senda de consolidación fiscal a un ritmo superior al programado. La recaudación impositiva creció en 1999 más de lo previsto y ello determinó que, a pesar de que el gasto público aumentó por encima de lo proyectado en los Presupuestos Generales del Estado, el recorte del déficit superara lo estipulado en el Programa de Estabilidad y Crecimiento, finalizando el año en un nivel del 1,1 % con relación al PIB, frente al 2,6 % en 1998.

Este recorte en el déficit público es especialmente significativo, por haberse producido en un año en el que la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) ha supuesto una reducción de la carga impositiva de las familias. Sin embargo, aunque todavía no se dispone del detalle de la recaudación impositiva, cabe pensar que los efectos positivos de esta reforma sobre la actividad y el empleo en el corto plazo, que han transcurrido a través del incremento de la renta disponible y, por esta vía, del consumo y del ahorro de las familias, habrían inducido un impulso adicional en los ingresos ligados a otras figuras impositivas más relacionadas con la actividad económica, compensando, al menos parcialmente, la pérdida inicial de recaudación. En el medio y largo plazo, cabe esperar efectos positivos añe-

didados, motivados, en primer lugar, por el efecto estimulante sobre la oferta y la demanda de trabajo generado por la reducción de la brecha fiscal —esto es, de la diferencia entre el salario bruto real pagado por los empresarios y el salario neto real que reciben los trabajadores—, y, en segundo lugar, por la mejora en la eficiencia en la asignación del ahorro en un entorno de tratamiento más favorable y homogéneo de los rendimientos de los principales activos financieros y reales en los que invierten las familias.

El progreso realizado en la posición de las finanzas públicas se ha traducido en un descenso en la *ratio* de la deuda pública con relación al PIB, que se situó en el 63,5 % en 1999, y permite contemplar como un objetivo alcanzable en un horizonte relativamente inmediato la consecución de una situación de equilibrio presupuestario.

El dinamismo empresarial, la reducción del déficit público y el descenso en los tipos de interés han contribuido a que los mercados de valores españoles participaran en el movimiento general de revalorización que se ha vivido a nivel internacional en los últimos años, con una aportación también decisiva de los valores tecnológicos y de telecomunicaciones. Ello ha inducido un aumento de las tenencias de valores de renta variable en las carteras de las familias españolas, aproximando sus hábitos financieros a los prevalentes en economías más avanzadas y contribuyendo a la ampliación y maduración de los mercados de capitales.

Estos resultados favorables, tanto en términos de crecimiento y creación de empleo como de estabilidad macroeconómica, vienen a recompensar el esfuerzo realizado durante el proceso de convergencia, y confirman el buen punto de partida para conseguir los beneficios que pueden desprenderse de la participación en la UEM en el terreno del potencial de crecimiento y de la aproximación de los niveles de renta y de bienestar de la economía española hacia aquellos que imperan en el resto del área. Sin embargo, la existencia de una situación inicial confortable no debe llevar a olvidar que dentro de la UEM se pueden plantear, en un momento u otro del tiempo, retos importantes, por lo que conviene vigilar con atención la aparición de cualquier indicio de posibles problemas futuros. Desde este punto de vista tiene relevancia el hecho de que, durante 1999, el dinamismo de la demanda final —que ha mostrado, por tercer año consecutivo, ritmos de avance superiores al 5,5 %—, en presencia de las fuertes elevaciones registradas en el precio del petróleo, ha conducido a un cuantioso aumento del déficit comercial —que ha alcanzado el 4,6 % con relación al PIB— y a un cambio en la

trayectoria de los precios de consumo, que terminaron el año registrando un incremento interanual del 2,9 % y una ligera ampliación en su diferencial con la UEM.

Estas dificultades tienen un componente transitorio que, en principio, deberá ir corrigiéndose con el paso del tiempo. El crecimiento del déficit comercial tenderá a desacelerarse conforme se estabilicen los precios del petróleo y se consolide la recuperación de las exportaciones, y las previsiones disponibles sobre el índice de precios de consumo (IPC) apuntan a una cierta reducción de su tasa de variación anual en la segunda parte del año 2000. No obstante, conviene evaluar con cautela la evolución de estos factores, ya que pueden constituir indicios de una situación de presión excesiva de la demanda en relación con la capacidad de respuesta a corto plazo de la oferta —dados el crecimiento del producto potencial y el grado de flexibilidad existente en los mercados de bienes y servicios—, alentada, en gran parte, por el tono distendido de las condiciones monetarias imperantes en el conjunto del área del euro. Si estos indicios se consolidaran podrían tener implicaciones negativas para la competitividad a medio plazo de la economía española. Afortunadamente, el cambio de trayectoria en la evolución de los tipos de interés desde la segunda mitad de 1999 y la reducción de las divergencias cíclicas con otros países de la UEM, que también se manifestarán en una mayor sintonía entre el tono de la política monetaria única y el grado de restricción monetaria requerido por la economía española, tenderán a aliviar estos riesgos.

Debe tenerse en cuenta que la pertenencia a una unión monetaria modifica sustancialmente los mecanismos tradicionales de ajuste de la economía ante la posible aparición de situaciones de exceso de demanda. La irrevocabilidad del tipo de cambio implica que las pérdidas acumuladas de competitividad en relación con los países que integran la Unión Monetaria solo se podrían corregir mediante el ajuste de los precios relativos domésticos; de modo que, si existieran rigideces que lo obstaculizaran, el mantenimiento de la competitividad únicamente se podría lograr a través de una desaceleración de la actividad y del empleo. Estos nuevos condicionantes hacen, en definitiva, que la sostenibilidad del crecimiento de la economía española dentro de la Unión Monetaria dependa más directamente de los determinantes últimos de la evolución de los costes comparativos y obliga a la política económica doméstica, cuyos márgenes de maniobra para afrontar evoluciones divergentes se han reducido sustancialmente, a vigilar con precaución cualquier síntoma de erosión de la posición competitiva de la economía española.

I.3. DE LA ESTABILIDAD A LA COMPETITIVIDAD

Los datos macroeconómicos de los últimos años revelan que las políticas seguidas para entrar en la UEM han permitido a España vivir una etapa de fuerte expansión del producto y del empleo en un contexto de notables avances en la estabilidad macroeconómica. El progreso en la convergencia real descansa especialmente, como se acaba de señalar, en la evolución de la competitividad de la economía. Los factores que determinan la competitividad pueden ser de naturaleza macroeconómica, como es el caso de los costes relativos y de sus elementos determinantes —costes laborales, productividad y tipo de cambio—, o de carácter estructural. Estos últimos están adquiriendo mayor relevancia en el entorno internacional de globalización e interdependencia crecientes y ante el mayor protagonismo de las nuevas tecnologías. Entre los determinantes estructurales de la competitividad hay que destacar, en primer lugar, el funcionamiento de los mercados de factores y productos, aspecto este último que condiciona la eficiencia de los procesos productivos y de la asignación de recursos y la existencia de incentivos a la innovación tecnológica y a la creación de nuevos productos. El segundo elemento está relacionado con la capacidad de las empresas para adaptarse y competir en esta situación, lo que a su vez depende de factores como la calidad de la formación y la educación, la capacidad para mejorar los procesos productivos, la intensidad de la inversión en investigación y en desarrollo, la dotación de infraestructuras o la eficiencia de la organización industrial.

Esta relación entre competitividad y crecimiento a largo plazo hace que tenga especial interés vigilar con atención aquellos síntomas que, dentro del clima general de estabilidad y de solidez en el crecimiento y la creación de empleo, podrían implicar algunos riesgos para el futuro de la posición competitiva. Conviene por tanto detenerse a analizar los factores que subyacen al diferencial de precios con la UEM y a la ampliación reciente del déficit comercial.

A lo largo de 1999, el IPC registró una aceleración —desde una tasa del 1,4 % en diciembre de 1998 al 3 % en febrero del 2000—, que estuvo inducida en buena medida por el mayor ritmo de crecimiento de sus componentes más variables. Este repunte se debió principalmente, como en otras economías europeas, a la elevación en el precio de la energía, aunque también los precios de otras materias primas experimentaron ascensos que se trasladaron a través de los precios de importación. El carácter más errático que normalmente tienen los

precios de la energía no debe llevar a restar importancia al aumento de la tasa de variación de los precios. La intensidad y la persistencia de las variaciones registradas en el precio de la energía y el retraso con el que se suelen propagar sus efectos sobre otros precios —como consecuencia de su importante papel como *input* en el conjunto del entramado productivo—, así como la posibilidad de que los aumentos transitorios de los precios de consumo se trasladen a las negociaciones de salarios y de otras rentas, pueden obstaculizar la vuelta a tasas de inflación moderadas, incluso cuando el episodio de encarecimiento del petróleo se haya superado. Además, debe tenerse en cuenta que la persistencia de una inflación más elevada en el sector servicios —una vez que se descuenta el efecto de las subidas de los precios de los productos más erráticos—, los limitados avances en la reducción de la inflación subyacente y la aceleración de otros indicadores de precios, como los precios industriales al por mayor y los índices de valor unitario (IVU) de importación, pueden amplificar los riesgos derivados del encarecimiento de la energía.

Aunque el *shock* de los precios del petróleo afecta a todos los países, España amplió en 1999 el diferencial de los precios de consumo con la UEM, a la vez que los precios al por mayor crecieron también más, tras varios años de diferencias prácticamente nulas. Con todo, la magnitud de los diferenciales en el caso de los precios de los bienes industriales no energéticos —tanto en el segmento mayorista como en el minorista— es reducida como consecuencia de la mayor competencia a la que se enfrentan estos productos. No obstante, los costes unitarios del trabajo siguen creciendo en España más que en la UEM —a pesar de la pauta de moderación salarial seguida en los últimos años—, de manera que los márgenes de explotación en los sectores manufactureros se han reducido. Debe señalarse, no obstante, que el deterioro de competitividad en el área del euro que se deriva del comportamiento de los costes unitarios del trabajo no se está produciendo en relación con el conjunto de países desarrollados, debido a la depreciación del euro respecto al dólar.

La ampliación del desequilibrio comercial, por su parte, obedece en buena medida a la posición cíclica más avanzada que mantiene la economía española frente a los países centrales del área del euro y al efecto del encarecimiento del petróleo sobre el coste de las importaciones, pero la intensidad del mismo también puede apuntar al mantenimiento de algunas de las desventajas comparativas de la estructura productiva española. Así, las cifras del comercio exterior de bienes en 1999 refleja, por un la-

do, una elevada dependencia importadora de aquellos bienes cuya producción requiere tecnologías más avanzadas y, por otro, un grado relativamente elevado de concentración de las exportaciones españolas en determinados productos, especialmente en aquellos más intensivos en mano de obra no cualificada, donde las presiones competitivas procedentes de los países de reciente industrialización son más intensas. Los sectores productores de estos bienes fueron los que experimentaron una desaceleración más acusada de las ventas al exterior a raíz de la crisis internacional en 1997, manteniendo en 1999 un comportamiento muy deprimido, debido, principalmente, a las mejoras de competitividad vía precios que obtuvieron los países emergentes como consecuencia de la devaluación de sus monedas. A su vez, en la vertiente de las importaciones, destaca el elevado crecimiento que han experimentado las compras al exterior de los sectores más intensivos en capital físico —como el automóvil y la maquinaria industrial— y en tecnología, lo que constituye un reflejo de la persistencia de un desfase tecnológico del tejido industrial español, a pesar del esfuerzo inversor realizado en los últimos años y de la continuada incorporación de las nuevas tecnologías en las empresas españolas.

Un factor fundamental para acotar la trascendencia de estos hechos sobre la evolución de la competitividad es el comportamiento de la productividad. Si el ritmo de crecimiento de la productividad fuese en España suficientemente elevado en relación con los países del área del euro, los diferenciales de inflación con la UEM no tendrían que implicar necesariamente pérdidas de competitividad, sino que podrían ser el simple reflejo de un proceso de convergencia real sustentado por un alto ritmo de crecimiento de la productividad en el sector de bienes expuestos a la competencia exterior. Ello podría justificar, bajo determinadas circunstancias, la pervivencia de diferenciales modestos de inflación que se irían reduciendo conforme se fueran acortando las diferencias en los niveles de renta *per cápita*, sin poner en peligro ni la competitividad ni el crecimiento potencial.

Paralelamente, si el dinamismo de la productividad se tradujera —como ocurre en circunstancias normales— en incrementos de la capacidad productiva, el déficit comercial podría interpretarse como un desequilibrio transitorio, que permitiría absorber los excesos de demanda a corto plazo, sin presionar sobre la oferta doméstica. Dicho desequilibrio tendería a corregirse a medida que los incrementos de la productividad se fueran reflejando en la ampliación de la oferta agregada y en la reducción de los precios finales y, por lo tanto, en una mejora

de la posición competitiva y en un aumento de las exportaciones.

El análisis del comportamiento de la productividad y de sus factores determinantes adquiere, por tanto, gran relevancia para evaluar los potenciales problemas que pudieran subyacer tras el mantenimiento de los diferenciales de inflación y la evolución del déficit comercial. Sin embargo, esta es una cuestión complicada, pues la productividad es una variable difícil de medir y de interpretar, sobre todo cuando se están produciendo cambios estructurales como consecuencia de la propia adopción del nuevo régimen macroeconómico de la Unión Monetaria, de la apertura y liberalización de la economía, de las reformas en el mercado de trabajo y de la moderación de los salarios. Todos estos factores han auspiciado un fuerte aumento del empleo que ha inducido una desaceleración de la productividad aparente del trabajo. Además, existen problemas estadísticos derivados de la falta de homogeneidad entre los indicadores que se utilizan para estimar el crecimiento del valor añadido y el del empleo, que la metodología de la Contabilidad Nacional no siempre puede depurar por completo.

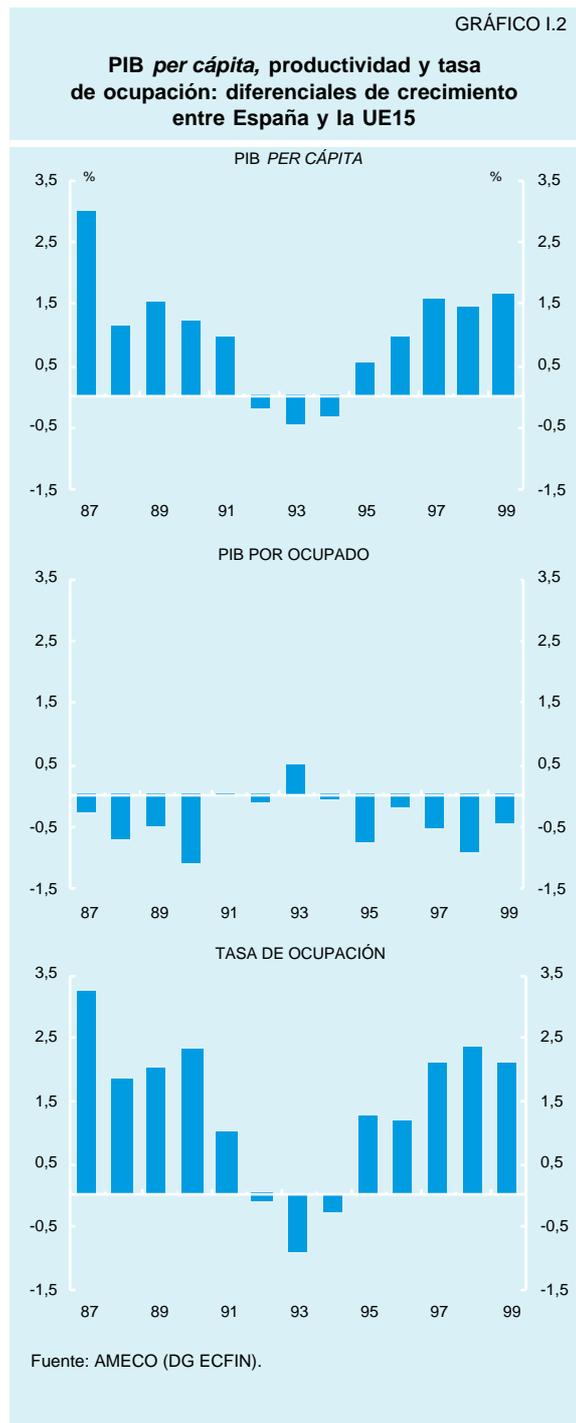
No debe extrañar, por tanto, que cuando se observa la evolución de la productividad aparente del trabajo, definida por la relación entre el valor añadido y el empleo, su ritmo de crecimiento en España sea sensiblemente inferior al de la UE en los últimos años (véanse gráficos I.2 y I.4). Lo mismo ocurre cuando el análisis se realiza a nivel desagregado: los moderados ritmos de crecimiento de la productividad se extienden en España a las distintas ramas productivas, incluso a las manufacturas, donde históricamente el ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo ha sido superior al del sector servicios, como resultado de la innovación tecnológica inducida por su elevada exposición a la competencia exterior y de su mayor dotación de capital. Detrás de este comportamiento generalizado de la productividad subyace la intensidad en la creación de empleo en las distintas ramas productivas, que ha sido especialmente alta en el sector de manufacturas. Dado que la economía española se caracteriza por tener una tasa de paro más elevada y una proporción de ocupados más baja que la media europea, resulta no solo lógico, sino también deseable, que el crecimiento del producto sea intensivo en la generación de empleo. Solo de esta forma el proceso de convergencia real podría llevar a conseguir paralelamente la aproximación de los niveles de renta *per cápita* y de las tasas de ocupación. Y eso es lo que ha venido ocurriendo en los últimos años. Como puede verse en el gráfico I.2, el mayor ritmo de crecimiento del PIB *per cápita* en España, en com-

paración con la media de la Unión Europea, es el resultado de un crecimiento económico más intensivo en la generación de empleo y de un aumento más rápido de la tasa de ocupación. En todo caso, debe tenerse en cuenta que el moderado aumento de la productividad, cualquiera que sea su causa, reduce el margen para el mantenimiento de diferenciales de inflación con la zona del euro que no sean perjudiciales para la competitividad.

A pesar de la solidez del argumento expuesto, sería, sin embargo, arriesgado atribuir por completo el reducido crecimiento de la productividad aparente del trabajo en España a los factores que han favorecido la intensificación de la creación de empleo en los últimos años, por lo que no se puede descartar que este bajo crecimiento pueda estar también reflejando un dinamismo de la acumulación de capital o de la incorporación del progreso técnico a los procesos productivos inferior al de las áreas más avanzadas de la economía mundial. Es conveniente, por tanto, complementar la información suministrada por la evolución de la productividad aparente del trabajo —que constituye una medida imperfecta de la eficiencia productiva global— con algunas estimaciones de la productividad total de los factores —que trata de aproximar el progreso técnico— y de la evolución de la relación entre capital y trabajo.

El análisis de esas variables es complejo, pues descansa en estimaciones sometidas a una cierta controversia. En el gráfico I.3 se presentan las estimaciones realizadas para el conjunto del sector privado no financiero de la economía española para el período 1986-1999. Según estos resultados —que han de interpretarse con todas las cautelas que se derivan de las dificultades inherentes al procedimiento de estimación—, detrás del proceso de ralentización de la productividad aparente del trabajo puede haber también una moderación en el ritmo de crecimiento de la productividad total de los factores y una estabilización en la relación entre capital y trabajo, tras el fuerte proceso de ajuste del empleo y de sustitución de trabajo por capital que tuvo lugar a principios de los noventa, durante la última fase de recesión de la economía española.

De la consideración de todos estos elementos se deduce que la evolución reciente de la productividad en España es, en parte, el reflejo de los factores que han generado un patrón de crecimiento especialmente intensivo en la creación de empleo, pero también es indicativo de la existencia de ciertos condicionantes que todavía retardan la incorporación del progreso técnico y el aumento de la eficiencia del capital. Al mismo tiempo, la persistencia de obstáculos



a los aumentos genuinos de productividad, que están en la base de la actual fase de expansión de la economía mundial, podría dar lugar a que las presiones de demanda, como las que ha estado viviendo la economía española tras su incorporación a la UEM, pudieran generar un deterioro de la competitividad.

Los efectos del modesto crecimiento de la productividad aparente en España, en comparación con los registrados en la UE, se están empezando a notar en la evolución de algunos

Medidas estructurales y de liberalización de los mercados de bienes y servicios en 1999

En 1999 se continuó avanzando en el programa de reformas liberalizadoras, de acuerdo con los calendarios preestablecidos o, en algunos casos, introduciéndose nuevos adelantos respecto a las fechas exigidas en las directivas comunitarias. El progreso realizado en la apertura a la competencia fue sustancial en el sector de las telecomunicaciones —como se corresponde con una situación de liberalización total de la oferta de servicios de telefonía desde diciembre de 1998—, y algo menos ambicioso, aunque significativo, en el sector de energía eléctrica —que desde finales de 1996 se halla inmerso en un proceso de liberalización gradual— y en el del gas natural —tras la adopción, en 1998, de la Directiva comunitaria sobre esta materia—. Se han dado también algunos pasos para incrementar la competencia en el sector de la distribución al por menor de hidrocarburos líquidos (gasolinas, gasóleos y fuelóleos) y del gas butano, y, en otro orden de cosas, para racionalizar el gasto farmacéutico público. Es necesario, sin embargo, profundizar y ampliar las actuaciones emprendidas en otras áreas, como la regulación del suelo, el comercio mayorista y minorista y el transporte en general, en las que se requiere, con distinto grado de intensidad, la colaboración de las Comunidades Autónomas y los Ayuntamientos, y donde los progresos realizados en los últimos años han sido modestos. En este recuadro se comentan, sin ánimo de exhaustividad, las actuaciones realizadas en 1999 para acelerar la liberalización de los mercados de bienes y servicios (1).

En el sector de las telecomunicaciones se amplió el número de operadores de ámbito nacional que ofrecen servicios de telefonía fija, desde tres en 1998 a ocho en 1999, se produjo un aumento muy significativo de las licencias concedidas para la telefonía fija a operadores que pueden ofrecer servicios a nivel local, o especializados en servicios de empresa, y comenzó a prestar servicios el tercer operador de telefonía móvil. Además, se convocaron diversos concursos para la adjudicación de licencias de telefonía móvil multimedia (tercera generación) y de telefonía local vía radio, que se han resuelto en marzo de este año. A pesar de este considerable avance, subsisten barreras de entrada que limitan la competencia, sobre todo en los servicios de telefonía fija en el ámbito local, y una insuficiente adecuación entre precios y costes en determinados servicios. El aumento en el número de operadores propició innovaciones en la facturación y una rebaja generalizada de las tarifas de telefonía, incluidas las del antiguo monopolio. Como resultado de ello, la subclase de teléfonos y telégrafos del IPC (2), pasó de registrar ritmos de crecimiento del 5,3 % a finales de 1998, a descender a una tasa del 3,3 % a finales de 1999. A pesar de esta evolución favorable, la caída en los precios de la telefonía ha sido menor que la registrada en otros países comunitarios. De hecho, en el conjunto de la UE el componente equivalente del IAPC registraba a finales de año una tasa interanual del -5,7 %.

En el sector eléctrico, a lo largo de 1999, y de acuerdo con el calendario establecido en 1998, se produjo un aumento notable del colectivo de consumidores cualificados, esto es, de aquellos que pueden elegir suministrador y negociar precios, lo que se complementó con una rebaja de las tarifas de los consumidores domésticos que determinó que la subclase de electricidad del IPC intensificara su caída (su tasa interanual pasó del -2,7 % en 1998 al -3,9 % en 1999). Con todo, en España, según estimaciones de la OCDE, los precios de la electricidad siguen siendo comparativamente más elevados, lo que se debe a las peculiaridades de los recursos españoles y a la propia composición de la factura eléctrica, que refleja una serie de costes que no tienen que ver con la generación de electricidad: moratoria nuclear, subvenciones al carbón, etc. En este contexto se adelantó el calendario para la adquisición de condición de consumidor cualificado, aprobándose para julio del año 2000 una apertura del mercado próxima al 50 % de la demanda final. Por su parte, en el sector del gas, se tomaron medidas similares, reduciéndose a la mitad el consumo mínimo requerido para acceder a la condición de consumidor cualificado y adelantándose al 2008 —cinco años antes de lo que se había previsto inicialmente— la libre elección de suministrador. También se redujo en la misma proporción —de quince a diez años— el período de exclusividad de concesión de una determinada zona geográfica a los distribuidores de gas, con lo que la competencia en la distribución se anticipa al 2008.

En la distribución de carburantes, el gobierno se comprometió a fomentar la competencia entre estaciones de servicio, para lo cual anunció un incremento en el número de autorizaciones, la modificación del sistema de adjudicación de nuevas gasolineras —primando la diversificación de la propiedad en áreas colindantes— y una mayor transparencia en la fijación de precios, publicitando los precios vigentes en las autopistas. Ninguna de estas medidas se ha puesto en marcha todavía, por lo que habrá que esperar a su entrada en vigor para valorar su impacto sobre el grado de concentración en el sector. En cuanto a la bombona de butano, se permitió su comercialización —con un pequeño descuento— a los establecimientos comerciales y estaciones de servicios, eliminándose así la obligatoriedad de la distribución a domicilio y se autorizó a los particulares el transporte de envases de butano. Estas medidas, junto al lanzamiento de un nuevo envase más ligero, han ampliado la competencia en la distribución.

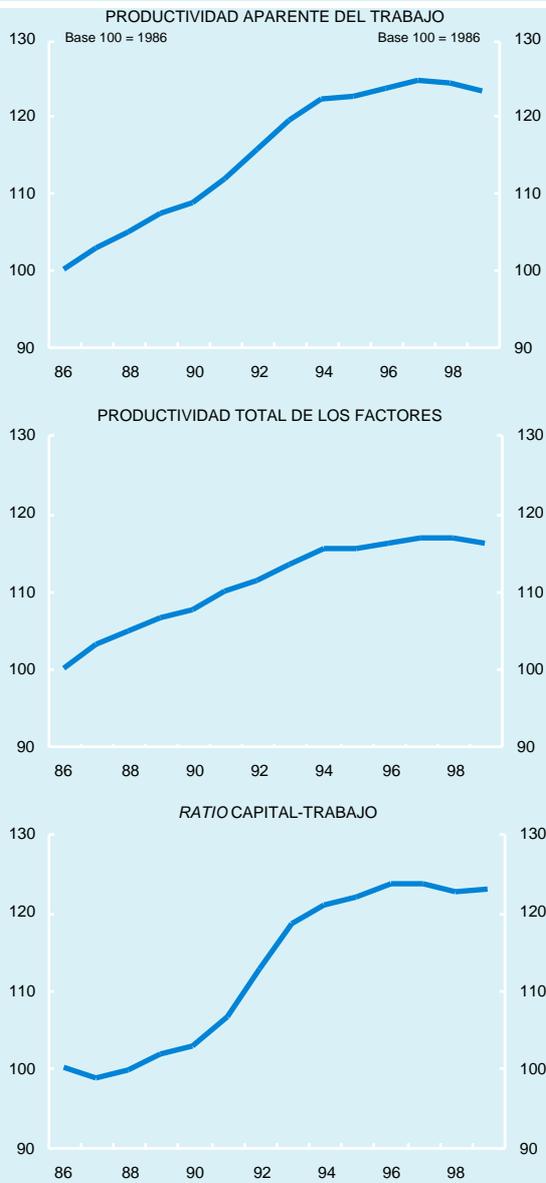
En 1999 se reforzó, además, la política de defensa de la competencia, estableciéndose un mayor control de las fusiones y de las concentraciones y una reducción de los plazos para resolver la tramitación de expedientes de infracciones. Con ello es de esperar que se eviten situaciones de posición dominante. Asimismo, se dieron pasos para fomentar la inversión en investigación y desarrollo y reducir el desfase tecnológico con la UE (la inversión en I+D ascendía al 0,9 % del PIB en España en 1998, frente al 1,9 % del PIB en la UE en ese mismo año), para lo cual se introdujo un tratamiento fiscal más favorable a la inversión de esta naturaleza en el Impuesto de Sociedades y se aprobó el Plan Nacional de Investigación Científica, Desarrollo e Innovación Tecnológica 2000-2003, que establece como objetivo alcanzar en el año 2003 un volumen de inversión en I+D equivalente al 1,2 % del PIB. Por último, con la implantación de la ventanilla única, de momento de forma piloto en alguna Comunidad Autónoma, se ha avanzado algo en la simplificación de las trabas administrativas para la creación de PYMES.

(1) Algunas de estas medidas se desarrollaron en el Real Decreto-Ley 6/1999, de medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia, y en el Real Decreto-Ley 15/1999, de medidas de liberalización, reforma estructural e incremento de la competencia en el sector de hidrocarburos.

(2) Recuérdese que el IPC no recoge ofertas que no sean generalizadas y que no se mantengan como mínimo varios meses, a la vez que necesita al menos un año de funcionamiento para incorporar nuevos oferentes.

GRÁFICO I.3

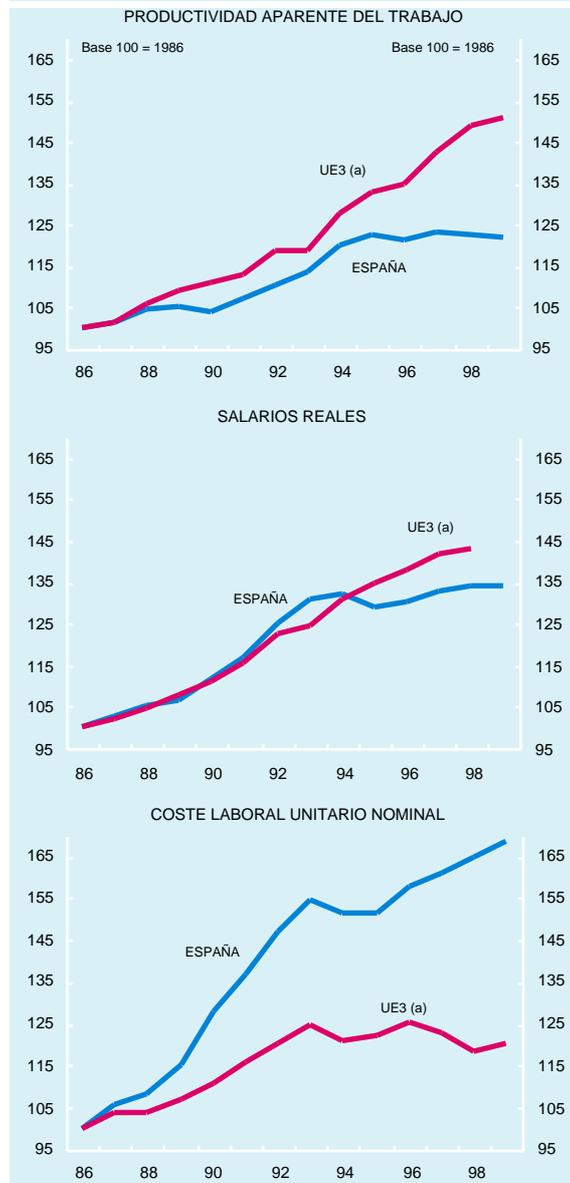
Características técnicas del proceso productivo Sector privado (Crecimientos acumulados)



Fuentes: Banco de España a partir de los datos del INE y de la fundación BBV.

GRÁFICO I.4

Precios y costes laborales: comparación internacional. Manufacturas (Crecimientos acumulados)



Fuentes: Banco de España a partir de los datos del INE para España y de AMECO (DG ECFIN) para los países europeos.
(a) Agregado compuesto por Alemania, Francia e Italia.

indicadores de la competitividad exterior, como los costes unitarios del trabajo en el sector de las manufacturas. Como se observa en el gráfico I.4, la desaceleración en el ritmo de avance de la productividad en España ha determinado crecimientos en los costes unitarios del trabajo superiores en nuestro país, y ello a pesar de la moderación en los salarios reales. Naturalmente, la persistencia de una situación de estas características, en un contexto en que la competencia exterior tiende a unificar los ritmos de

aumento de los precios finales de los bienes comerciables, terminaría afectando a la evolución de los márgenes de explotación.

Para evitar que los riesgos de pérdida de competitividad se materialicen y asegurar la continuidad de la fase de expansión económica y de intensa creación de empleo con la que la economía española ha iniciado su participación en la UEM es muy importante mantener y profundizar las políticas domésticas orientadas a

conseguir que la economía se comporte de manera coherente con los requisitos que se derivan de la pertenencia a la UEM. Las condiciones monetarias y financieras, dictadas por las necesidades de la evolución del conjunto del área, es probable que sigan resultando en el futuro próximo relativamente holgadas desde el punto de vista de los requerimientos domésticos, por lo que es imprescindible que la política fiscal se instrumente con carácter restrictivo, con el fin de reducir la presión de la demanda interna, ajustándose estrictamente al cumplimiento de los compromisos asumidos de recorte de gasto, tanto en el corto como en el largo plazo, y utilizando los excesos de recaudación, si estos persistieran en el futuro inmediato, para mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio plazo. Una política fiscal más restrictiva permitiría atemperar las presiones en la demanda final que se vienen registrando en los últimos años, a través de su impacto sobre la renta disponible de las familias y del consumo. La pronta consecución del equilibrio presupuestario en todas las Administraciones Públicas tendría efectos beneficiosos tanto en el terreno de la estabilidad macroeconómica como en la sostenibilidad de ritmos de crecimiento elevados.

Igualmente, la continuidad de la moderación salarial y su adecuación a las condiciones económicas y de productividad que prevalezcan a nivel de rama productiva o de empresa, en sintonía con el objetivo de estabilidad de precios que preside la política monetaria única y con las orientaciones de política económica de la UE, tenderán a facilitar la armonización de la economía española con las condiciones monetarias imperantes en el conjunto de la zona euro. Asimismo, dicha moderación es una premisa indispensable para que el dinamismo de la actividad sea suficientemente generador de empleo como para continuar absorbiendo el mayor paro todavía existente y aumentando la proporción de la población ocupada.

El manejo de los instrumentos disponibles para influir sobre la demanda interna será menos complicado cuanto más rápido sea el progreso en la flexibilización de la oferta de la economía y en su capacidad para dar respuesta a los aumentos de la demanda sin generar tensiones de precios o deterioros del saldo comercial. La economía española dispone de un margen importante para ampliar su producto potencial si se dan las condiciones apropiadas para incrementar el capital humano, físico y tecnológico incorporado eficientemente al proceso productivo. El aprovechamiento de ese margen mediante la profundización y ampliación de las reformas estructurales emprendidas en los últimos años (véase recuadro I.3) permitiría sostener un elevado ritmo de crecimiento y de generación de empleo sin tener que enfrentarse al dilema de tener que adoptar medidas restrictivas de la demanda interna —con los escasos instrumentos disponibles de política económica— o asumir riesgos importantes para la evolución futura de la competitividad.

Las nuevas reglas que presiden el funcionamiento macroeconómico dentro de la UEM, y la necesidad de incorporar las nuevas tecnologías, obligan a poner en primer plano las políticas de oferta y de liberalización económica. Las reformas estructurales orientadas a facilitar un funcionamiento más competitivo de los mercados de factores, bienes y servicios son fundamentales no solo para lograr una mejora en la asignación de los recursos sino también para impulsar el desarrollo de los sectores de alta productividad y la difusión de sus ventajas a las restantes ramas de actividad y a los ciudadanos en general. Esta vertiente de la política económica tiene, por tanto, que desempeñar un protagonismo especial para que la economía española pueda incorporarse al proceso de aumento de la productividad que se está produciendo a nivel mundial y así proseguir en la senda de la convergencia real, aprovechando todas las ventajas potenciales que reporta su participación en la UEM.

CAPÍTULO II

EL ENTORNO EXTERIOR, EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

II.1. INTRODUCCIÓN

La economía mundial experimentó en 1999 una evolución más favorable que la correspondiente al año precedente. Esta mejoría afectó a la mayor parte de las áreas geográficas, haciéndose especialmente patente en las economías emergentes y en Japón, aunque este último país continúa sin ofrecer síntomas de una clara reanimación. Por su parte, Estados Unidos mantuvo el elevado dinamismo de los años anteriores, mientras que la economía europea, tras prolongarse en la primera parte del ejercicio la etapa de desaceleración iniciada al final de 1998, comenzó una fase de firme recuperación en la segunda mitad de 1999 que se ha mantenido en los primeros meses del año actual.

El avance de la economía mundial en 1999 vino determinado, en gran medida, por la superación de la crisis de los países con mercados emergentes que, en los dos años precedentes, produjo graves turbulencias en los mercados financieros internacionales, provocando la recesión en un gran número de economías del sudeste asiático y Latinoamérica, lo que contrajo las exportaciones de los países desarrollados. La adopción en los países más directamente afectados por la crisis del verano de 1997 de regímenes cambiarios más flexibles, junto con la instrumentación de unas políticas monetarias y fiscales moderadamente expansivas, y el progreso realizado, en algunos casos, en la reestructuración del sector financiero, favorecieron la reactivación de estas economías y el restablecimiento de la normalidad en los mercados internacionales de bienes y capitales.

La recuperación de la actividad en las economías occidentales desarrolladas durante el pasado año no ocasionó aumentos sustanciales de precios, manteniéndose la inflación en niveles bajos o moderados, a pesar del pronunciado incremento del precio del petróleo que tu-

vo lugar tras la reducción de cuotas de producción acordada por los países exportadores en marzo de 1999. Tanto el buen comportamiento de los salarios, favorecido por la credibilidad anti-inflacionista de las autoridades monetarias, como la positiva evolución, hasta fechas recientes, del coste de las materias primas propiciaron la contención de la inflación a ambos lados del Atlántico.

No obstante, en Estados Unidos la combinación de ritmos de crecimiento elevados y tasas de inflación relativamente reducidas hasta ahora, y el fuerte incremento del empleo y de la productividad del trabajo, sugieren —según se ha comentado en el capítulo I— la existencia de cambios en la estructura de la economía que pueden estar incidiendo positivamente sobre su crecimiento potencial. De esta forma, la difusión de los avances en la tecnología de la información y las comunicaciones, en un entorno económico caracterizado por el funcionamiento flexible de los mercados de factores y productos y por la instrumentación de unas políticas nítidamente orientadas a la estabilidad macroeconómica, parece haber incrementado el margen de crecimiento sostenible de esta economía.

El patrón de crecimiento de Estados Unidos ha generado, sin embargo, algunos desequilibrios preocupantes, que se agudizaron en 1999. Así, el auge de los valores tecnológicos llevó a los índices bursátiles a niveles cuya sostenibilidad en el tiempo exigía el mantenimiento de unas expectativas de crecimiento a largo plazo de los beneficios de las empresas cotizadas muy optimistas. Esta revalorización del mercado de acciones alentó, a su vez, aumentos muy elevados del consumo privado, hasta el punto de situar la tasa de ahorro de las familias en mínimos históricos. Por último, la escasez de ahorro doméstico, junto con el atractivo de los activos financieros norteamericanos para los inversores internacionales, favoreció la apreciación del dólar y la agudiza-

ción del déficit exterior. La vulnerabilidad de la economía norteamericana que estos desequilibrios reflejan, junto con la incertidumbre que existe sobre la evolución del precio del petróleo y la dubitativa marcha de la economía japonesa, constituyen los elementos de riesgo más relevantes, en estos momentos, para la continuidad de la expansión económica internacional.

En el área del euro, la mejora de la situación económica a lo largo de 1999 respondió primordialmente a factores cíclicos, siendo las exportaciones el componente más dinámico del producto interior bruto (PIB) en el segundo semestre del pasado año, y los países que habían resultado más afectados por las turbulencias financieras del sudeste asiático, los que experimentaron mayores aumentos de su ritmo de crecimiento tras la superación de la crisis. La recuperación de la actividad, basada en la demanda interna, y el reducido nivel de los tipos de interés permitieron a gran parte de los estados miembros mejorar sus finanzas públicas, más allá de los compromisos adquiridos en los planes presupuestarios. No obstante, los avances realizados en el proceso de consolidación presupuestaria, por lo que respecta a la adopción de medidas con efectos positivos permanentes sobre el saldo de las Administraciones Públicas y a la consecución de una composición de los gastos y de los ingresos que favorezca una mejor utilización de los recursos, fueron, en general, limitados. En el terreno de las políticas estructurales, los gobiernos realizaron progresos significativos en la liberalización de algunos mercados de bienes y servicios, siendo más modesto, en cambio, el alcance de las reformas aplicadas en el mercado de trabajo, donde subsisten rigideces que dificultan la creación de empleo y una mayor tasa de participación.

A lo largo de los primeros dieciocho meses de su funcionamiento como autoridad monetaria del área del euro, el Banco Central Europeo (BCE) ha adaptado el tono de su política monetaria a un entorno cambiante caracterizado, en los primeros meses de 1999, por las señales de desaceleración de la actividad que prevalecían en aquellos momentos y, a partir de tercer trimestre del año, por los síntomas cada vez más inequívocos de presiones inflacionistas latentes. En todo momento, sin embargo, el área del euro ha disfrutado de unas condiciones monetarias y financieras propicias para el sostenimiento de la demanda interna, que han tenido su reflejo en los fuertes ritmos de aumento de los agregados monetarios y crediticios, en los reducidos tipos de interés, en la revalorización bursátil y en la depreciación del euro.

II.2. EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

II.2.1. Las economías desarrolladas

En 1999, *la economía de Estados Unidos* mantuvo la prolongada fase expansiva iniciada hace ya ocho años, al tiempo que los precios crecieron a tasas moderadas. El PIB se expandió un 4,2 %, lo que supone el tercer año consecutivo con crecimientos superiores al 4 % (véase cuadro II.1). El fuerte dinamismo de la actividad vino acompañado de una elevada creación de empleo, reduciéndose la tasa de paro a lo largo del año en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 4 % en diciembre.

El aumento del producto vino fundamentalmente explicado, como en años anteriores, por la expansión de la demanda interna y, en particular, del consumo. Así, el crecimiento del empleo, el nivel históricamente reducido de los tipos de interés nominales y reales y, especialmente, el incremento de valor de la riqueza propiciaron una aceleración del consumo privado, que creció un 5,3 % respecto al año anterior. En la segunda parte de 1999 se hizo patente, además, la recuperación de las exportaciones, aunque, en el conjunto del ejercicio, estas crecieron un modesto 3,8 %, muy por debajo del aumento de las importaciones, que mantuvieron un elevado ritmo de avance, acorde con la solidez de la demanda final y la apreciación del tipo de cambio del dólar.

A lo largo de todo el año, los precios crecieron a tasas moderadas, como lo atestigua que el aumento del deflactor del PIB se situase en el 1,5 %, mientras que el de los precios de consumo apenas sobrepasase el 2 %. Este comportamiento de la inflación fue compatible con un incremento significativo de los salarios (la remuneración por hora trabajada aumentó en 1999 un 4,7 %), gracias a las excepcionales ganancias de productividad, que permitieron, a pesar de la fuerte creación de empleo y el consiguiente tensionamiento del mercado de trabajo, un crecimiento de los costes laborales unitarios del 1,7 %, inferior al correspondiente a 1998 (véase gráfico II.1). No obstante, el fuerte aumento del precio del barril de petróleo a partir del mes de marzo supuso una aceleración apreciable del componente energético del índice de precios de consumo (IPC), que se tradujo en un paulatino incremento de las tasas mensuales de inflación, alcanzando registros superiores o iguales al 3 % desde febrero del presente año.

En principio, parece probable que la orientación de las políticas monetarias y fiscales seguidas en los últimos años y el proceso de glo-

Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ESTADOS UNIDOS:							
PIB (a)	2,7	4,0	2,7	3,6	4,2	4,3	4,2
Demanda interna (a)	3,2	4,4	2,5	3,7	4,5	5,5	5,3
Demanda externa (b)	-0,6	-0,4	0,1	-0,1	-0,3	-1,3	-1,2
Saldo público (c)	-5,1	-3,8	-3,3	-2,4	-1,2	-0,1	0,5
IPC (a)	3,0	2,6	2,8	2,9	2,3	1,6	2,2
Balanza c/c (c)	-1,3	-1,7	-1,5	-1,7	-1,7	-2,5	-3,7
Tasa de paro	6,9	6,1	5,6	5,4	4,9	4,5	4,2
CLU (a)	1,7	0,8	1,1	0,5	1,9	2,4	1,7
JAPÓN:							
PIB (a)	0,4	0,7	1,4	5,2	1,6	-2,5	0,3
Demanda interna (a)	0,1	1,0	2,2	5,8	0,2	-3,2	0,7
Demanda externa (b)	0,2	-0,3	-0,8	-0,6	1,4	0,6	-0,3
Saldo público (c)	-1,6	-2,3	-3,6	-4,2	-3,4	-4,3	-7,1
IPC (a)	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,7	0,7	-0,3
Balanza c/c (c)	3,1	2,8	2,2	1,4	2,2	3,2	2,5
Tasa de paro	2,5	2,9	3,1	3,3	3,4	4,1	4,7
CLU (a)	3,3	-0,7	-2,2	-1,9	-1,6	5,5	-3,5
REINO UNIDO:							
PIB (a)	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,2	2,1
Demanda interna (a)	2,2	3,5	1,8	3,0	3,7	4,2	3,6
Demanda externa (b)	0,1	0,9	1,0	-0,5	-0,3	-2,1	-1,7
Saldo público (c)	-0,8	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,2	0,3
IPC (a)	1,6	2,5	3,4	2,5	3,1	3,4	1,6
Balanza c/c (c)	-1,7	-0,2	-0,5	-0,1	0,8	-0,1	-1,4
Tasa de paro	10,3	9,4	8,1	7,4	5,7	4,7	4,3
CLU (a)	0,1	-0,5	1,4	1,7	2,9	3,4	4,0

Fuentes: FMI, OCDE y estadísticas nacionales.

(a) Tasa de variación. En CLU, sector no agrícola, para Estados Unidos, manufacturas para Japón, y total economía para Reino Unido.

(b) Contribución al crecimiento del PIB.

(c) Porcentaje sobre el PIB.

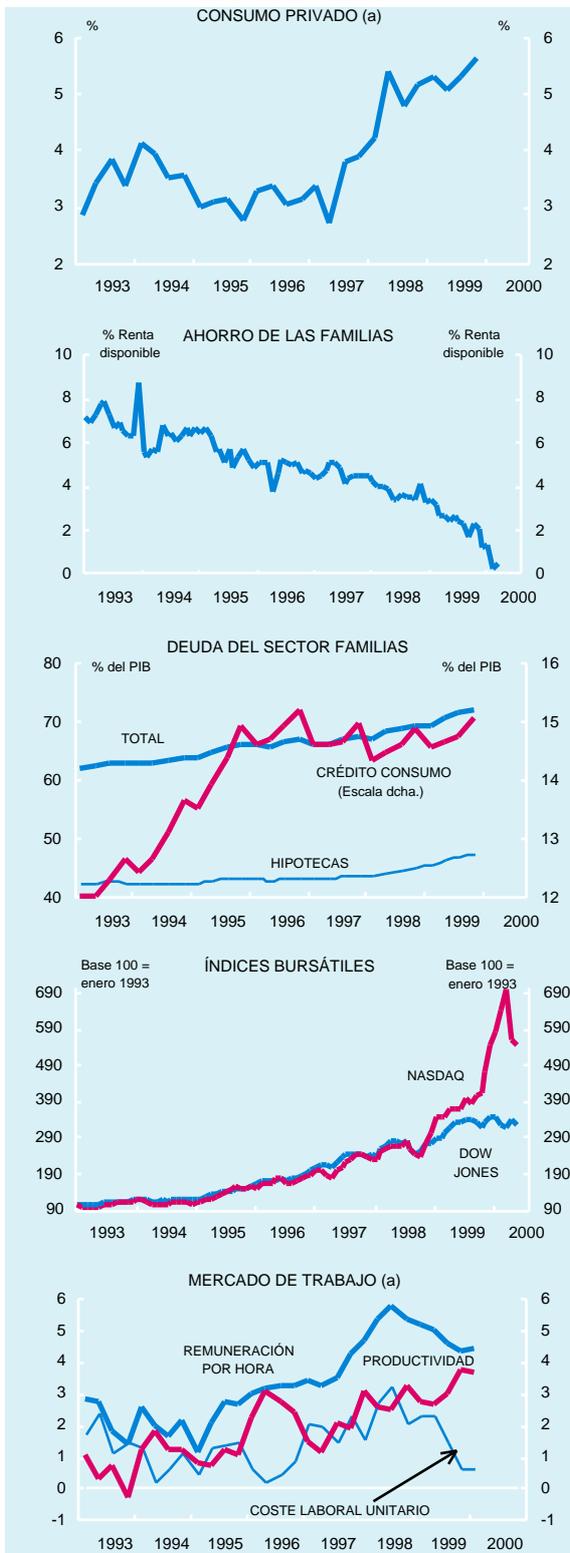
balización de la economía hayan favorecido la estabilidad del ciclo económico y, por esta vía, facilitado una asignación más eficiente de los recursos productivos. Asimismo, la mayor apertura y flexibilidad de los mercados nacionales e internacionales ha hecho posible el aprovechamiento de economías de escala en sectores donde la economía americana es muy competitiva. Por último, la flexibilización del mercado de trabajo ha contribuido a la reducción de la tasa de desempleo estructural y, de esta forma, ensanchado los límites del crecimiento no inflacionista. No obstante, los factores señalados, aunque relevantes, resultan insuficientes para explicar la intensa expansión simultánea del producto, el empleo y la productividad en un contexto de baja inflación, como parece evidenciar el hecho de que otros países avanzados e igualmente expuestos al proceso de globalización mencionado, que han instrumentado políticas macroeconómicas disciplinadas y han acometido reformas que han permitido reducir la rigidez relativa de sus mercados de productos y

factores, no hayan sido capaces, hasta el momento, de cosechar unos resultados macroeconómicos tan favorables. Como se ha comentado en el capítulo I, lo que resulta particularmente significativo de la evolución reciente de la economía norteamericana es que la aceleración de la productividad ha venido estrechamente ligada al auge de la industria de la informática y las telecomunicaciones.

En todo caso, el patrón de crecimiento económico de Estados Unidos está generando también ciertos desequilibrios importantes, agravados en 1999, que introducen incertidumbre sobre la continuidad de la fase expansiva y dificultan sensiblemente la instrumentación de la política económica. En primer lugar, el auge de la industria de la información y las telecomunicaciones ha provocado, a pesar de la corrección sufrida en los meses de marzo a mayo del presente año, una enorme revalorización de las acciones correspondientes a las compañías de este sector (véase gráfico II.1), que solo resulta

GRÁFICO II.1

Estados Unidos: consumo privado y determinantes, productividad



Fuentes: Estadísticas nacionales y Reuters.
(a) Tasas de variación interanuales.

explicable sobre la base de unas expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas muy por encima de los registros históricos. Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que los dividendos futuros dependen no solo de la expansión de la demanda de productos de alta tecnología, sino también de la evolución de la estructura del sector y, en particular, del grado de competencia a la que deban enfrentarse las empresas que hoy lo componen. En consecuencia, resulta evidente, habida cuenta de la relativa juventud de esta industria, que tanto la evolución de la demanda como, principalmente, de la oferta son difícilmente predecibles en el momento actual, por lo que las expectativas de rentabilidad de estas empresas y, por lo tanto, su valor bursátil están sometidos a una enorme incertidumbre.

En segundo lugar, la revalorización de los instrumentos de renta variable y, en menor medida, de los activos inmobiliarios, al incrementar la riqueza de los agentes, ha propiciado una expansión sustancial del consumo y del endeudamiento del sector privado. El resultado ha sido la reducción de la tasa de ahorro de las familias en más de cinco puntos porcentuales en el último lustro, hasta situarse por debajo del 1 % al comienzo de 2000, lo que sugiere una elevada exposición al riesgo de una posible caída de los precios de los activos. No obstante, a pesar de la fuerte expansión del consumo las familias han mostrado cierta prudencia a la hora de incorporar la enorme revalorización de los activos a sus decisiones de gasto, al tiempo que han tendido a reducir el peso de las acciones en sus carteras, lo que ha facilitado el mantenimiento de la solidez de su situación patrimonial (véase recuadro II.1). En todo caso, una eventual corrección severa de las cotizaciones bursátiles, más allá de la observada en los primeros meses del año actual, podría generar un impacto contractivo agudo, al revertirse el efecto de uno de los factores que más ha contribuido a la expansión de la demanda interna en los últimos años.

En tercer lugar, la fortaleza de la economía norteamericana y la escasez de ahorro doméstico han favorecido la generación de un déficit por cuenta corriente muy pronunciado, que en 1999 ha alcanzado el 3,6 % del PIB. La mayor parte de los flujos de capital se han materializado en inversión directa y participaciones accionarias, mientras que los títulos de deuda privada y la concesión de préstamos a empresas norteamericanas explican una proporción reducida de las carteras de activos estadounidenses en manos de no residentes. De este modo, aunque una elevada dependencia del ahorro exterior es, a menudo, considerada como un factor de inestabilidad, el grado de vulnerabili-

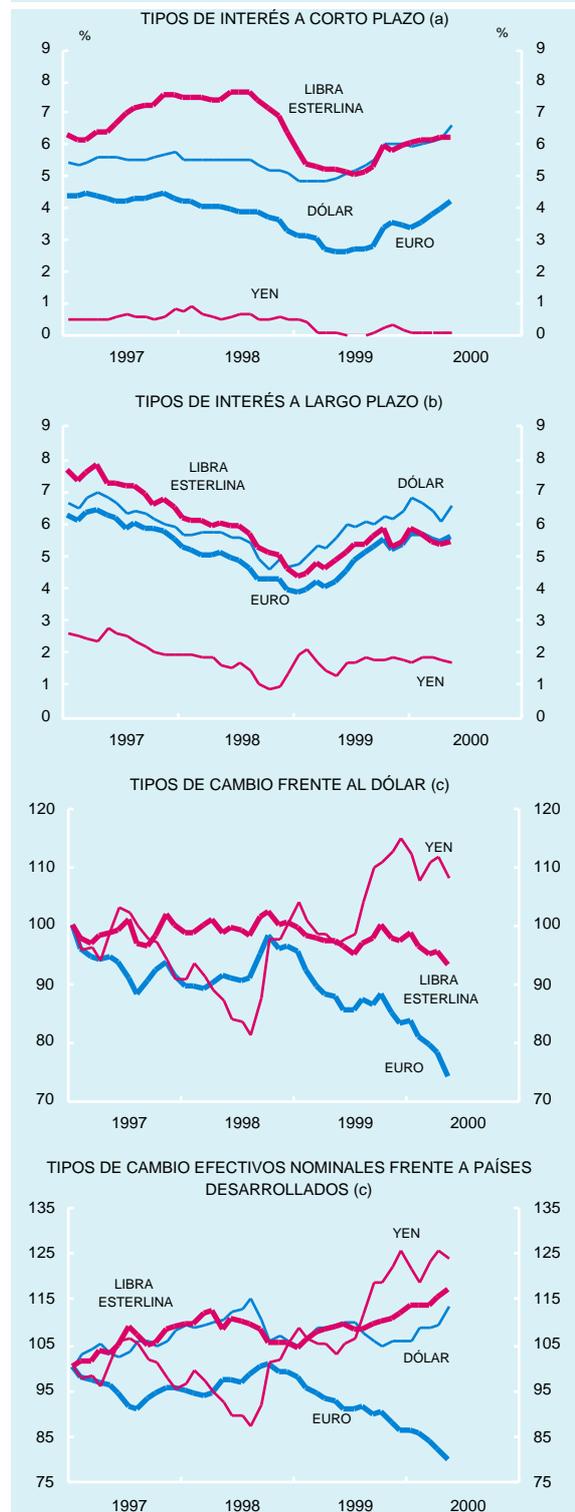
dad de la economía norteamericana, como consecuencia del incremento de sus pasivos frente al resto del mundo, no debe exagerarse. La propia evolución del dólar durante 1999, que, a pesar del creciente déficit comercial, ha mantenido una tendencia apreciativa en términos efectivos nominales (véase gráfico II.2), pone de manifiesto la confianza que suscita la economía norteamericana a los participantes en los mercados. No obstante, en la actual situación, si se produjera de forma súbita una pérdida de atractivo de los activos norteamericanos para los inversores internacionales, esto provocaría, con una elevada probabilidad, turbulencias financieras y dañaría las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense.

Tanto las aparentes implicaciones positivas de la «nueva economía» sobre la oferta agregada como los desequilibrios señalados condicionaron, de modo directo, la instrumentación de la política monetaria por parte de la Reserva Federal a lo largo de 1999. En los primeros meses del año, a pesar de la fortaleza de la actividad, el clima de relativa inestabilidad financiera internacional, parcialmente ligada a la crisis de las economías emergentes, propició el mantenimiento de unos tipos de interés reducidos, situándose el tipo objetivo de los fondos federales en el 4,75 % hasta finales de junio. A partir de entonces, la progresiva normalización de los mercados financieros, la continuada expansión de la demanda interna en un contexto de fuertes revalorizaciones de los activos bursátiles, la subida del precio del petróleo y el tensionamiento del mercado de trabajo llevaron a la Reserva Federal a elevar su tipo principal de intervención, en varias ocasiones, hasta situarlo en el 6,5 % en mayo de 2000. Estas medidas fueron aplicadas, en principio, de manera muy gradual —instrumentando cinco subidas consecutivas de 25 puntos básicos hasta marzo del presente año— como consecuencia de la contención observada en los componentes no energéticos del IPC y de la confianza de la autoridad monetaria en que el aumento del producto potencial permitía acomodar, al menos de modo parcial, la presión creciente de la demanda. No obstante, ante la ausencia de síntomas de moderación de la demanda interna y las perspectivas de que esta continuara creciendo por encima del producto potencial, la Reserva Federal decidió acelerar el proceso de restricción monetaria incrementando, el día 16 de mayo, el tipo objetivo de los fondos federales en 50 puntos básicos.

La política fiscal, por su parte, mantuvo el pasado año un carácter netamente anti-cíclico, registrando el saldo de las Administraciones Públicas un superávit del 0,5 % del PIB. No obstante, el fuerte crecimiento del gasto en el

GRÁFICO II.2

Tipos de interés y tipos de cambio



Fuentes: Banco de España y BPI.

- (a) Mercado interbancario a tres meses.
- (b) Rendimientos de la deuda pública a diez años.

al dólar o resto de monedas que componen la agrupación, o viceversa.

año, aunque inferior al de los ingresos, sugiere la existencia de un cierto margen de maniobra para incrementar la contribución del presupuesto de las Administraciones Públicas a la moderación de la demanda interna y a la contención de la caída del ahorro nacional derivada del elevado crecimiento del consumo privado.

En *Japón*, durante el pasado año, la economía consiguió retornar a ritmos de crecimientos positivos, aunque muy modestos, en medio de un clima deflacionista que vino reflejado en los descensos tanto de los precios de consumo como del deflactor del PIB.

Durante el ejercicio, el crecimiento del PIB fue tan solo del 0,3 %, muy por debajo de lo previsto, como consecuencia del reducido ritmo de expansión de la demanda interna —que apenas creció el 0,7 %— y de la aportación negativa del sector exterior (véase cuadro II.1). A pesar de los indicios de recuperación que se observaron en la primera parte del año, en gran medida ligados a las medidas de estímulo fiscal acordadas previamente, la desaceleración de la demanda interna durante la segunda mitad de 1999 frenó considerablemente el ritmo de actividad. Dentro de la demanda interna, el consumo privado fue el componente que tuvo un comportamiento más desfavorable, en parte debido a la elevada tasa de paro (4,7 %) —para los estándares japoneses— y a la caída de los salarios nominales y reales, pero atribuible principalmente a las persistentes expectativas deflacionistas. La inversión, por su parte, aunque experimentó un crecimiento negativo en el conjunto del año, mantuvo un perfil ascendente que parece tener continuidad en los meses transcurridos de 2000. Finalmente, el sector exterior sufrió las consecuencias de la apreciación del yen, próxima al 17 % en términos efectivos nominales, a pesar de la recuperación de las economías de sus clientes comerciales en el sudeste asiático (véase gráfico II.2).

El principal problema al que se enfrentan las autoridades japonesas es que, en las circunstancias actuales de débil pulsación del ritmo de actividad, el margen de maniobra de las políticas de demanda parece casi agotado. Así, la política fiscal, a pesar de generar un déficit público muy elevado (7 % del PIB en 1999) y de aumentar el endeudamiento hasta niveles desconocidos en este país (125 % del PIB), solo se ha mostrado capaz de lograr incrementos transitorios del nivel de actividad. A su vez, la política monetaria, aunque ha mantenido el coste de los pasivos líquidos de la banca próximo a cero, no ha conseguido doblegar las expectativas deflacionistas, por lo que los tipos de interés reales siguen siendo relativamente elevados para relanzar el gasto privado. De este modo,

resulta incierta la capacidad de las políticas expansivas tradicionales de demanda para impulsar la actividad de modo duradero en *Japón*, en la medida en que la debilidad de la demanda interna no es el resultado de las variables que forman parte del mecanismo habitual de transmisión de las políticas monetarias y fiscales, sino de una crisis de confianza profunda de los inversores y, sobre todo, de los consumidores.

Mucho más eficaces resultan, aunque sus procesos de instrumentación sean más dilata- dos, las políticas tendentes a recomponer el tejido industrial y, sobre todo, financiero japonés. En este ámbito, el plan de saneamiento bancario aprobado en marzo de 1999, por el que se establece la aportación de dinero público al sistema bancario, condicionada a la presentación y aprobación de programas de reestructuración por parte de las entidades financieras más importantes del país, supone un primer paso en la dirección correcta. No obstante, es posible que el presupuesto inicial del plan (7,5 billones de yenes) resulte insuficiente, teniendo en cuenta el volumen de préstamos de dudoso cobro del sector bancario, estimados oficialmente en 64,3 billones de yenes en marzo de 1999. Por otra parte, subsisten dudas sobre la solidez de los procedimientos establecidos para vigilar el ritmo de avance de los procesos de saneamiento programados por las entidades financieras.

En el entorno exterior más próximo al área del euro, la economía del *Reino Unido*, que había experimentado una pronunciada desaceleración en 1998 y durante el primer trimestre de 1999 como consecuencia de la debilidad del sector exterior asociada a la crisis asiática y a la fortaleza de la libra, se recuperó con creciente intensidad a partir de entonces, para terminar registrando, en el conjunto del pasado año, una expansión del 2,1 % (véase cuadro II.1). A lo largo del ejercicio, la demanda interna mostró, de modo estable, un tono de relativa fortaleza, lo que permitió compensar parcialmente las fuertes oscilaciones de las exportaciones. Por otra parte, a pesar de las fluctuaciones de carácter cíclico, la economía británica mantuvo una senda sostenida de creación de empleo que determinó una reducción de la tasa de paro en un punto porcentual en el conjunto de 1999, hasta situarla en el 4 % en enero de 2000, confirmando, de este modo, la eficacia de las medidas de flexibilización del mercado de trabajo adoptadas en los últimos años.

A lo largo de 1999, la solidez de la demanda interna y el paulatino tensionamiento del mercado de trabajo —en el que se hace ya patente la escasez de mano de obra en algunos segmentos—, junto con el encarecimiento de los productos energéticos y la fuerte revalorización

La situación patrimonial de las familias norteamericanas

El dinamismo que viene mostrando la economía de Estados Unidos en los últimos años ha venido acompañado de un importante descenso de la tasa de ahorro de las familias, que, en abril de 2000, alcanzó el 0,7 % de la renta disponible. El crecimiento del consumo por encima de la expansión de la renta disponible ha venido estimulado por las ganancias de riqueza generadas por la fuerte revalorización bursátil. Ello ha hecho temer que un cambio en los elementos que sostienen el nivel de capitalización bursátil (expectativas de ganancias, prima de riesgo o tipo de interés) sitúe a las familias en una posición de inestabilidad financiera que propicie una desaceleración de la actividad en Estados Unidos, superior a la que se derivaría del efecto depresivo directo sobre el consumo de la reducción de la riqueza de los agentes. Sin embargo, un análisis detallado de la situación patrimonial de las familias permite matizar la vulnerabilidad de su situación financiera, que parece desprenderse de la caída continuada de su ahorro.

Como se puede ver en el cuadro adjunto, las familias, pese a su baja tasa de ahorro, han ido acumulando un patrimonio neto (activos totales, físicos y financieros, menos pasivos totales) creciente, que en 1999 alcanzaba el 590,4 % de su renta disponible, frente al 437 % en 1994. Por el lado del pasivo, estos agentes han aumentado su endeudamiento a un ritmo medio anual del 7,5 % de la renta disponible, de tal manera que sus pasivos totales han pasado de un 89 % a un 103 %. Con estos recursos financieros añadidos a su renta corriente, han adquirido activos financieros y reales a un ritmo anual del 14,5 % de sus ingresos netos.

Los activos totales de las familias han pasado del 526 % de la renta disponible a un 693 % entre 1994 y 1999, debido al aumento de las carteras de instrumentos financieros y, en concreto, de los de renta variable. Como se observa en el cuadro, el aumento de las tenencias de acciones se debe, casi en su totalidad, a la revalorización bursátil del período, pues, a lo largo de estos años, se ha producido una liquidación neta de acciones a un ritmo medio del 3,3 % de la renta, favorecida por la práctica habitual de recompra de acciones (*buy-back*) por parte de las empresas estadounidenses, con objeto, entre otros fines, de proporcionar una remuneración explícita a sus accionistas. Asimismo, durante el período considerado han realizado una adquisición neta de títulos de renta fija y de reservas de seguros y pensiones. De este modo, el fuerte aumento, observado en los últimos años, del valor de las acciones poseídas por las familias ha venido acompañado de una recomposición de sus carteras hacia activos cuyos precios son mucho más estables. Además, el moderado aumento de los activos reales se debe, principalmente, al volumen de adquisiciones, y no a un aumento del precio que pudiera hacer pensar en un proceso especulativo sostenido en los mercados inmobiliarios. Todo ello debe contribuir, en buena lógica, a suavizar el efecto sobre el patrimonio de las familias de una eventual corrección de la bolsa.

Con objeto de analizar el efecto global sobre la riqueza de las familias de una hipotética reducción severa de las cotizaciones bursátiles, se ha realizado un simple ejercicio de simulación utilizando la información sobre flujos y saldos que proporcionan las cuentas financieras. En las columnas 6 y 7 del cuadro adjunto se ha simulado la riqueza en el año 1999 en porcentaje de la renta disponible, tras suponer una corrección a la baja del 50 % y del 100 %, respectivamente, de la revalorización experimentada desde 1994 por las carteras en las que se incluyen los activos de renta variable. Como puede apreciarse, una caída de hasta un 50 % de las cotizaciones bursátiles (manteniendo fijo el valor de los demás activos y pasivos) situaría la posición patrimonial neta agregada de las familias —medida por los activos netos en proporción a la renta disponible— sensiblemente por encima de la correspondiente a 1994, al comienzo del auge bursátil. Haría falta, por lo tanto, una revisión todavía superior de las ganancias de valor registradas en los últimos seis años por las acciones (como se puede ver en la columna 7), para que el patrimonio neto del sector se situase por debajo del correspondiente a 1994. Naturalmente, una reducción de las cotizaciones de semejante magnitud generaría un efecto contractivo directo sobre la demanda de consumo considerable, además de propiciar una crisis de confianza con efectos potencialmente muy importantes sobre la actividad. No obstante, los cálculos realizados —a pesar de su sencillez— ilustran la solvencia global del sector familias, lo que permite mitigar los riesgos de que, a los efectos depresivos señalados, se unan los de una crisis financiera generalizada.

**Familias. Saldos de activo y pasivo
(% sobre renta disponible)**

	Saldo		Variación media de saldos	Volumen medio anual de adquisiciones	Revalorización media anual	Saldo 1999 menos:	
	1994	1999	1995-1999	1995-1999	1995-1999	50% de revalorización 1995-1999	100% de revalorización 1995-1999
	1	2	3	4	5=3-4	6	7
Activo	526,3	693,4	62,8	14,5	48,3	590,7	487,1
Financieros	371,1	526,9	52,6	7,1	45,5	423,7	320,9
De los que:							
Depósitos	61,1	65,3	3,9	3,9	0,0	65,3	65,3
Instrumentos negociables	37,4	30,0	0,1	0,3	-0,2	30,0	30,0
Acciones y participaciones en fondos	79,8	167,4	29,0	-3,3	32,3	107,4	47,4
Otras participaciones	84,8	91,7	5,7	-0,1	5,8	78,6	65,6
Reservas seguros y pensiones	108,0	172,5	19,6	6,2	13,4	142,3	112,0
Inmuebles	155,2	167,0	10,2	7,4	2,8	167,0	167,0
Pasivo	89,3	103,2	7,4	7,5	-0,1	103,2	103,2
Instrumentos de crédito	85,7	97,4	6,8	6,9	-0,1	97,4	97,4
De los que:							
Créditos hipotecarios	59,4	67,5	4,7	4,8	-0,1	67,5	67,5
Créditos al consumo	19,0	21,5	1,5	1,5	0,0	21,5	21,5
Otros créditos	7,3	8,4	0,6	0,6	0,0	8,4	8,4
Patrimonio neto	437,0	590,4	55,4	7,1	48,3	487,5	384,7

Fuente: Reserva Federal, *Flows of Funds Accounts*, 4º trimestre, 1999.

Nota: Las dos últimas columnas expresan cuáles serían el activo y el neto en el caso hipotético de que los activos en carteras de renta variable perdieran el 50% y el 100% de lo que se ha revalorizado en el período 1994-1999.

de los activos inmobiliarios, provocaron la aparición de algunos signos de recalentamiento de la economía, a los que respondió el Banco de Inglaterra con sucesivas elevaciones de su tipo principal de intervención, hasta situarlo en el 6 % en febrero de 2000. No obstante, la tasa de inflación (medida por el IPC excluyendo los intereses de hipotecas) se mantuvo, en todo momento, en el entorno del 2 %, satisfaciendo así el objetivo de inflación establecido por las autoridades británicas.

II.2.2. Las economías emergentes

La recuperación de la actividad en las economías desarrolladas vino acompañada, durante el pasado año, de la superación de la crisis en los países con mercados emergentes que, en los ejercicios precedentes, tan gravemente les afectó. No obstante, existieron diferencias significativas en los patrones de reactivación de las principales áreas —sudeste asiático, Rusia y América Latina— como consecuencia de las diversas políticas de ajuste y saneamiento llevadas a cabo y de cómo se vieron afectadas dichas áreas por los desarrollos habidos en los mercados mundiales de materias primas y por la expansión del comercio mundial.

En contraste con la intensa recesión que siguió a la crisis financiera iniciada en el verano de 1997, los países del *sudeste asiático* experimentaron en 1999 una notable recuperación económica, aunque, en muchos casos, sin conseguir retornar a las elevadas tasas de crecimiento registradas con anterioridad a la crisis. Así, el PIB de Corea del Sur creció un 10 %, mientras que los de Malasia, Singapur, Tailandia y Filipinas lo hicieron a ritmos situados entre el 3 % y el 5,5 % (véase cuadro II.2). Por su parte, Hong-Kong, que mantuvo su estricto régimen cambiario (*currency board*) durante la crisis y atravesó una fuerte recesión en 1998, mostró en 1999 una expansión del 2 %. En el área, tan solo Indonesia, sumida en convulsiones políticas, experimentó un crecimiento negativo (-0,5 %) durante el pasado año.

La reactivación observada, que vino, en general, acompañada de tasas de inflación reducidas, fue debida, fundamentalmente, a tres factores: al buen comportamiento del sector exterior, como consecuencia, con la excepción de Hong-Kong, de la intensa depreciación de las divisas que tuvo lugar tras los episodios especulativos ocurridos durante el verano de 1997 (véase gráfico II.3); al tono moderadamente expansivo de las políticas fiscales instrumentadas, que sirvieron para contener la caída de la demanda interna en un momento en el que se manifestaban presiones deflacionistas en algu-

nos países; y, finalmente, a la normalización de las condiciones en los mercados financieros, que permitió la reducción de los tipos de interés de las emisiones de deuda en moneda doméstica y extranjera (véase gráfico II.4), lo que favoreció la recuperación del consumo y la inversión. No obstante, resulta destacable que los flujos netos de financiación al área continuaran siendo negativos en 1999, en unas circunstancias en las que tuvieron lugar avances significativos, pero desiguales, en el saneamiento y reestructuración de los sistemas financieros nacionales.

China también se vio afectada positivamente por la normalización general de las condiciones económicas y financieras en el sudeste asiático. Así, el PIB se expandió en 1999 un 7 % como consecuencia, fundamentalmente, de la recuperación de los mercados de exportación, de las ganancias de competitividad derivadas de la revalorización, en la segunda parte del año, de los tipos de cambio de sus principales rivales comerciales y del mantenimiento de tasas de inflación negativas. No obstante, la demanda interna mantuvo un pulso débil a pesar de las medidas fiscales expansivas adoptadas. La continuidad de la fase actual de crecimiento parece depender, en gran medida, de la aceleración del proceso de privatización, liberalización y apertura de la economía, a la que debe contribuir, en buena lógica, el ingreso previsto de China en la Organización Mundial del Comercio.

En *Rusia*, la evolución económica fue sensiblemente mejor de lo esperado. Así, el PIB aumentó en 1999 un 3,2 %, y el incremento de los precios se moderó en el conjunto del año, si bien la tasa anual de inflación fue todavía del 86 % (véase cuadro II.2). No obstante, la recuperación parece ser el efecto coyuntural de la fuerte reducción de las importaciones, atribuible, en parte, a la devaluación del rublo experimentada en 1998 y, sobre todo, al incremento del valor de las exportaciones rusas de petróleo derivado del aumento del precio internacional del crudo. La extrema debilidad de la demanda interna, particularmente del consumo, propiciada por la reducción de los salarios reales y el incremento del paro, constituye, en la actualidad, el principal obstáculo para la continuidad de la fase expansiva.

Como resultado de la recuperación de la actividad, el déficit público se redujo de forma sustancial, hasta situarse en el 1,7 % del PIB en 1999. Asimismo, Rusia ha alcanzado recientemente acuerdos con los acreedores privados pertenecientes al Club de Londres sobre la reestructuración de una parte del elevado endeudamiento contraído por la Unión Soviética, estando en estos momentos abiertas también las negociaciones con el Club de París, que agru-

Países con mercados emergentes: principales indicadores macroeconómicos

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB (a):							
Asia							
Corea del Sur	5,5	8,3	8,9	6,8	5,0	-6,7	10,7
Tailandia	8,4	9,0	8,9	5,9	-1,8	-10,4	4,2
Indonesia	7,3	7,5	8,2	8,0	4,5	-13,2	0,2
Malasia	9,9	9,2	9,8	10,0	7,5	-7,5	5,4
Rusia	-10,4	-11,6	-4,2	-3,4	0,9	-4,5	3,2
Latinoamérica	4,1	5,0	1,7	3,6	5,4	2,1	0,1
Argentina	6,3	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,0
Brasil	4,9	5,9	4,2	2,7	3,6	-0,1	0,8
Chile	7,0	5,7	10,6	7,4	7,6	3,4	-1,1
Méjico	2,0	4,5	-6,2	5,1	6,8	4,8	3,7
INFLACIÓN:							
Asia							
Corea del Sur	4,8	6,2	4,5	4,9	4,4	7,5	0,8
Tailandia	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6	8,1	0,3
Indonesia	9,7	8,5	9,4	7,9	6,6	58,4	20,5
Malasia	3,5	3,7	3,4	3,5	2,7	5,3	2,7
Rusia	874,7	307,4	197,4	47,6	14,7	27,7	85,9
Latinoamérica	202,6	202,5	34,4	21,4	13,0	9,8	8,8
Argentina	10,6	4,2	3,4	0,2	0,8	0,9	-1,2
Brasil	2.103,3	2.123,7	60,3	15,8	6,9	3,2	4,9
Chile	12,7	11,4	8,2	7,4	6,1	5,1	3,3
Méjico	9,8	7,0	34,8	35,3	20,8	15,9	16,6
SALDO PÚBLICO (b):							
Asia							
Corea del Sur	1,3	1,0	1,3	1,0	-0,9	-4,0	-2,9
Tailandia	2,1	1,9	3,0	2,5	-0,9	-2,5	-3,0
Indonesia	-0,7	0,0	0,8	1,2	-0,7	-1,9	-2,3
Malasia	-2,6	3,3	2,2	2,1	4,0	-1,0	-4,1
Rusia	-9,4	-10,4	-5,4	-7,0	-7,0	-5,0	-1,7
Latinoamérica	-0,2	-0,8	-1,9	-1,7	-1,6	-3,2	-4,1
Argentina	-0,8	-1,8	-2,3	-3,2	-2,0	-2,1	-3,8
Brasil	-58,1	-44,3	-7,1	-5,9	-6,3	-8,1	-10,0
Chile	1,8	2,5	3,9	3,1	2,5	0,1	-2,0
Méjico	0,7	-0,1	-0,9	-0,3	-1,4	-1,2	-1,6
SALDO CUENTA CORRIENTE (b):							
Asia							
Corea del Sur	0,3	-1,0	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6,1
Tailandia	-5,1	-5,6	-8,1	-8,1	-0,9	12,7	9,1
Indonesia	-1,3	-1,6	-3,2	-3,4	-2,3	4,2	3,6
Malasia	-4,5	-6,1	-9,5	-4,6	-4,8	12,9	18,4
Rusia	3,4	3,2	2,2	2,8	0,9	0,9	10,8
Latinoamérica							
Argentina	-3,4	-4,3	-1,9	-2,4	-4,1	-4,9	-4,3
Brasil	-0,1	-0,3	-2,6	-3,0	-4,2	-4,3	-4,1
Chile	-5,7	-3,1	-2,1	-5,1	-4,9	-5,7	-0,1
Méjico	-5,8	-7,1	-0,6	-0,7	-1,9	-3,7	-2,9
DIFERENCIAL DE EURO BONOS RESPECTO AL DÓLAR (P.B.):							
Asia							
Corea del Sur	—	95	70	70	800	380	106
Indonesia	—	511	506	335	575	1.022	534
Malasia	—	—	—	—	—	—	152
Rusia	—	—	—	—	498	5.525	1.739
Latinoamérica							
Argentina	—	—	—	451	477	657	503
Brasil	—	—	—	—	—	1.117	513
Méjico	—	—	—	383	391	574	312

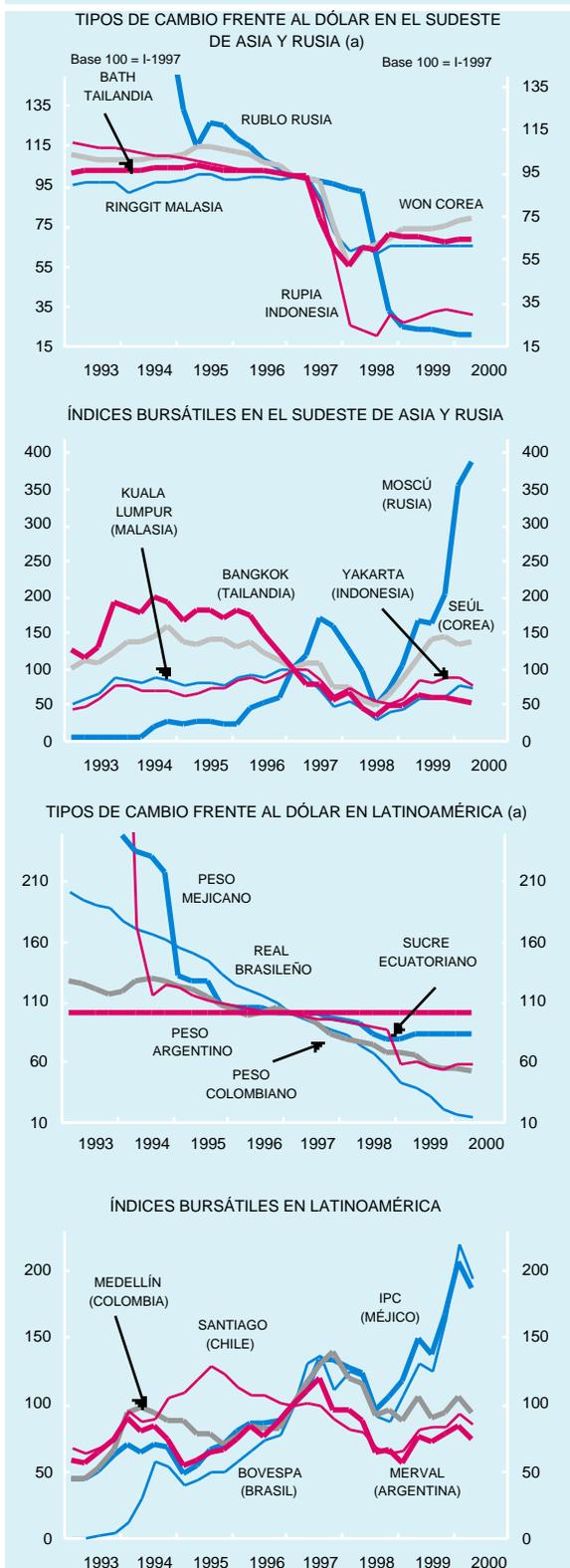
Fuentes: FMI y Russian European Centre for Economic Policy.

(a) Tasa de variación.

(b) Porcentaje sobre el PIB. Total Administraciones Públicas.

GRÁFICO II.3

Mercados emergentes: tipos de cambio y Bolsas



Fuentes: FMI y Reuters.

(a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar, y viceversa.

pa a los acreedores públicos. No obstante, en la economía rusa subsisten graves deficiencias estructurales que impiden la ampliación de las bases impositivas y comprometen la utilización de cuantiosos fondos públicos para el mantenimiento de empresas inviables, lo que dificulta sensiblemente los avances en la consolidación fiscal.

En 1999, las economías de los países de *América Latina* acusaron el efecto contractivo de las turbulencias financieras y cambiarias que se desencadenaron a raíz de los problemas por los que atravesó una gran parte de las economías emergentes en los dos años precedentes. Las crisis financieras del sudeste asiático en 1997 y de Rusia en 1998, en un contexto de desequilibrios profundos en algunas economías latinoamericanas, provocaron una reducción intensa y generalizada de los flujos de capitales hacia esta área geográfica y un fuerte endurecimiento de las condiciones de financiación de su elevada deuda exterior, junto con ataques especulativos contra las monedas de los países que mantenían regímenes de tipo de cambio fijo. Así, la crisis del real brasileño, en enero de 1999, recrudeció las tensiones financieras en la zona, al tiempo que agravó las dificultades crónicas de balanza de pagos en los principales socios comerciales de Brasil. Al clima general de inestabilidad financiera se unió, en la primera parte del año, la continuidad de la tendencia descendente de los precios de las materias primas, que alcanzaron, en algunos casos, mínimos históricos en ese período. Por último, el deterioro de la competitividad frente a los países del sudeste asiático, fuertes importadores de las materias primas latinoamericanas, y el escaso dinamismo de la actividad en estos países en los primeros meses de 1999 afectaron sensiblemente a las exportaciones de la región. El resultado de todos estos factores fue la sucesión de tasas interanuales de crecimiento muy reducidas o negativas en la primera parte del año en los países más importantes del área, con la excepción de Méjico, que mantuvo una expansión moderada a lo largo de todo 1999 (véase cuadro II.2).

A partir del segundo semestre de 1999 se observaron indicios, cada vez más claros, de recuperación de la actividad en la mayor parte de los países. En estas circunstancias, los tipos de interés de la deuda pública y privada se redujeron sensiblemente (véase gráfico II.4) como consecuencia del clima de mayor estabilidad que se respiraba en los mercados financieros internacionales, de la adopción de algunas reformas estructurales, en particular de naturaleza presupuestaria, y, en ciertos países (Brasil, Chile y Colombia), de la flexibilización del régimen cambiario. Esta relajación de las condicio-

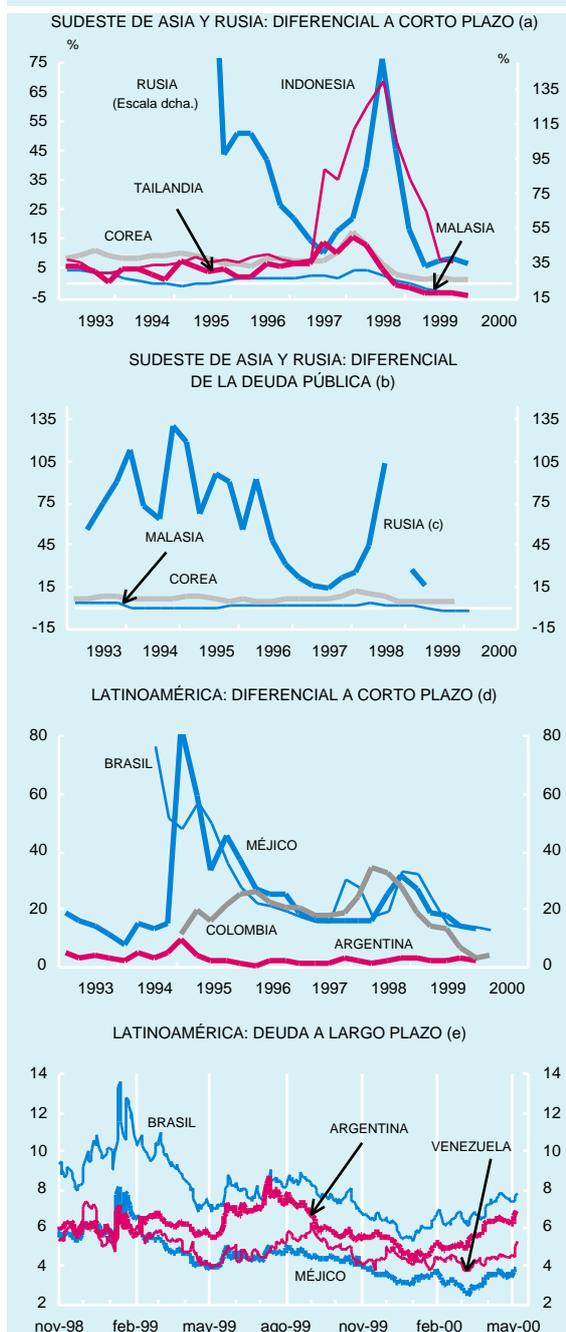
nes financieras favoreció, en particular, a la inversión privada, que parece haber recobrado recientemente un cierto impulso tras la fuerte caída sufrida en el primer semestre de 1999. Por otra parte, el incremento de los precios de las materias primas en los mercados internacionales proporcionó cierto alivio a la balanza comercial de los países exportadores. Todo ello permitió que, con la excepción de Colombia, Ecuador y Venezuela, el resto de las economías de mayor tamaño del área tuvieran un crecimiento positivo en el último trimestre de 1999, inaugurando una etapa de reactivación que, de acuerdo con los indicadores más recientes, ha cobrado vigor en los meses transcurridos de 2000.

No obstante, la enorme dependencia que gran parte de estas economías tienen de la financiación obtenida en los mercados internacionales, como consecuencia de sus déficit públicos y comerciales crónicos, constituye un elemento de vulnerabilidad muy importante, cuya desactivación exige adoptar reformas ambiciosas de los mercados, introducir mecanismos eficaces de contención del gasto público y de ampliación de las bases impositivas, y llevar a cabo políticas macroeconómicas que permitan atajar las presiones inflacionistas latentes en la mayor parte de los países de la región tras la generalización de los regímenes de tipo de cambio flexible.

En lo que respecta a las economías más importantes de la zona, Brasil salió de la recesión de 1998 con relativa celeridad —en 1999 creció un 0,8 %—, beneficiándose de las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del real, que cayó más de un 30 % frente al dólar a lo largo del pasado año. A su vez, logró mejorar las condiciones de financiación de la deuda exterior de modo notable, en parte como consecuencia de la buena acogida que tuvieron en los mercados sus esfuerzos por reducir el déficit público y por contener el efecto inflacionista de la devaluación mediante la adopción de un esquema de política monetaria basado en el establecimiento de objetivos directos de inflación. En Argentina, por el contrario, la combinación de unos tipos de interés elevados derivados, en gran medida, de la especulación contra el régimen de *currency board*, y las pérdidas de competitividad asociadas a la devaluación del real, originaron una caída del PIB en torno al 3 % y el descenso de los precios de consumo. No obstante, hay que destacar que, a partir de la segunda parte del pasado año, la atenuación de los problemas comerciales con Brasil en el marco de MERCOSUR, la propia recuperación de su principal socio comercial y la mayor estabilidad de los mercados financieros internacionales facilitaron la recuperación de la demanda interna, particularmente de la inver-

GRÁFICO II.4

Mercados emergentes: diferenciales de tipos de interés frente al dólar



Fuentes: FMI, Reuters, *Financial Times* y estadísticas nacionales.
 (a) Corea: certificados de depósitos a tres meses. Indonesia, Malasia, Tailandia, Rusia: interbancario un día. Moneda nacional para todos los países.
 (b) Corea: bonos hipotecarios. Malasia: letras tres meses. Rusia: bonos GKO. Moneda nacional para todos los países.
 (c) Suspensión de la negociación de agosto de 1998 a febrero de 1999, y desde julio de 1999.
 (d) Argentina: interbancario quince días. Brasil: SELIC un día. Colombia y Méjico: interbancario tres meses. Moneda nacional para todos los países.
 (e) Bonos a treinta años emitidos en dólares, salvo Venezuela (bono Brady).

sión y del sector exterior, lo que augura unas perspectivas más favorables para el presente año. En Méjico, finalmente, a pesar de la crisis por la que atravesó la región en la primera parte de 1999, la actividad económica sostuvo un tono firme a lo largo del año, alcanzando el PIB un incremento del 3,7 %. Esta fortaleza vino ligada al mantenimiento de la fase marcadamente expansiva de la economía de Estados Unidos, país con el que Méjico mantiene estrechos lazos comerciales en el marco del Tratado de Libre Comercio. Méjico, como el resto del área, se benefició, además, de la reducción del coste financiero de su deuda exterior. No obstante, en lo que respecta a la inflación, en 1999 tuvo lugar un cierto deterioro, si bien al final del año los aumentos de los precios comenzaron a moderarse, continuando esta tendencia en los primeros meses de 2000.

Por último, en *África* la actividad económica mostró en 1999 una evolución menos dinámica que en otras áreas geográficas, expandiéndose el PIB agregado de la región un 2,5 %. Esta moderada cifra de crecimiento fue resultado, entre otros factores, de la escada pluviosidad registrada en el año y del reducido nivel de los precios internacionales de gran parte de los productos de exportación. No obstante, la recuperación de la cotización de las materias primas metálicas y energéticas, a pesar de la contención del precio de los productos agropecuarios, facilitará, previsiblemente, la aceleración de la actividad en el presente año, en un contexto en el que numerosos países de la zona han logrado avances significativos en el terreno de la estabilidad macroeconómica.

II.3. LAS CONDICIONES ECONÓMICAS EN EL ÁREA DEL EURO

Según los datos provisionales publicados por Eurostat, el PIB de la economía del área del euro creció a una tasa del 2,4 % en términos reales en 1999, inferior en tres décimas a la del año anterior. A pesar del menor aumento medio del PIB, la senda por la que transcurrió la actividad económica fue netamente ascendente, superándose, a partir del segundo trimestre, los síntomas de desaceleración que se habían hecho patentes al final de 1998. La demanda exterior fue el elemento impulsor de la actividad, manteniendo la demanda interna un tono más débil como consecuencia de la menor acumulación de existencias y de la moderación del ritmo de avance del consumo privado. Por su parte, el empleo aumentó un 1,6 %, lo que permitió disminuir la tasa de paro, mientras que la inflación se mantuvo en niveles reducidos, aunque experimentó un incremento gradual como consecuencia de la elevación del

precio del petróleo en los mercados internacionales (véase recuadro II.2), en un contexto de debilidad del tipo de cambio del euro.

Por lo que respecta a los componentes de la demanda, el consumo privado redujo su tasa de crecimiento hasta el 2,5 %, desde el 3 % observado el año anterior. No obstante, según las estimaciones de la Comisión Europea, el aumento del consumo fue superior al de la renta disponible, por lo que se produjo un deterioro de la tasa de ahorro de las familias. La caída de la tasa de ahorro vino propiciada por la revalorización de la riqueza que tuvo lugar al hilo de los aumentos de los índices bursátiles, por el reducido coste real del crédito destinado al consumo y por la mejora de las expectativas de los consumidores.

La formación bruta de capital fijo creció, por su parte, un 4,9 %, cuatro décimas por encima del aumento experimentado en 1998, y algo más de dos puntos superior al incremento medio de los cinco ejercicios precedentes (véase cuadro II.3). El dinamismo de la inversión en capital fijo resulta especialmente notable, dado el fuerte carácter procíclico de esta variable con respecto al PIB, si bien su aceleración se debió, fundamentalmente, al avance de la inversión pública. La inversión privada, en cambio, a pesar de los bajos tipos de interés reales prevaletentes y de los aumentos de la rentabilidad del capital experimentados en los últimos años, moderó ligeramente su expansión con respecto a 1998 como consecuencia del menor impulso de la demanda final. La variación de existencias, finalmente, tuvo una aportación positiva de una décima porcentual al crecimiento del PIB, sensiblemente menor que la correspondiente al año anterior.

En 1999, las exportaciones de bienes y servicios se vieron muy condicionadas por el desarrollo de la reciente crisis financiera internacional y por su posterior superación. En el conjunto del año, crecieron un 4,4 %, frente al 6,9 % de 1998, aunque mostraron un claro perfil de mejora ocasionado por la rápida reactivación económica en el resto del mundo y por las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios aumentaron un 6 % en 1999, muy por debajo del 9,4 % correspondiente a 1998. A lo largo del año, las compras al exterior mostraron un perfil ascendente —aunque menos pronunciado que el de las exportaciones—, en línea con el avance de la demanda final, a pesar de la aceleración de los precios de importación. La evolución descrita de los flujos comerciales, junto con el deterioro de la relación real de in-

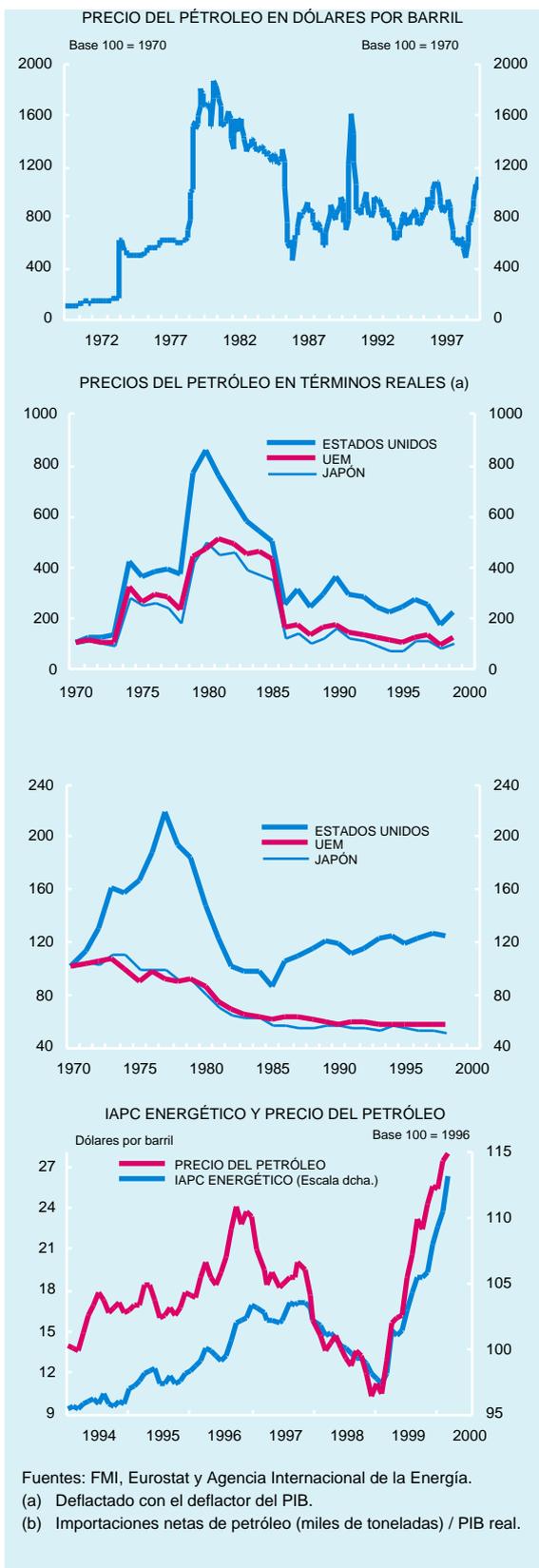
Evolución reciente de los precios del petróleo

A partir de los últimos meses de 1998 y hasta marzo de 2000, los precios del petróleo expresados en dólares/barril experimentaron una notable subida, alcanzando un nivel desconocido desde mediados de 1985, con la excepción del repunte que tuvo lugar a finales de 1990, como consecuencia de la Guerra del Golfo. Esta evolución contrasta con la seguida en los dos años anteriores, cuando los precios del petróleo mostraron una trayectoria descendente, llegando a reducirse en un 50 % entre diciembre de 1996 y diciembre de 1998. La reciente elevación de los precios en el mercado del crudo fue la consecuencia de la reacción de los principales exportadores mundiales ante la merma significativa que estaba registrando su principal fuente de ingresos como consecuencia de la debilidad de la demanda mundial. Entre marzo de 1998 y marzo de 1999 comenzaron a aplicar una política de racionamiento de la producción, que llegó a ser de 4,5 millones de barriles/día (un 6 % de la producción mundial diaria media de 1998) a partir de este último mes.

A finales de marzo de 2000, los países de la OPEP decidieron elevar la producción en un 7 %, con la intención de estabilizar el precio del crudo —cesta OPEP— en una banda de 22-28 \$/barril. Sin embargo, aunque tras el acuerdo el precio del petróleo se redujo hasta situarse a mediados de abril en torno a los 22 \$/barril, se volvió a recuperar en las semanas siguientes, hasta cotizar alrededor de los 30 \$/barril a finales de mayo. El aumento de la producción por parte de la OPEP, en un contexto de fortaleza de la demanda superior a la prevista, parece haber resultado insuficiente para estabilizar el precio del crudo en torno al punto central de la banda de referencia durante el segundo trimestre del año. En cuanto a la evolución del precio del petróleo en el tercer trimestre, no es descartable que el aumento estacional de la demanda propicie un nuevo incremento del coste del crudo, salvo que la cantidad ofertada se revise al alza en la medida necesaria, tanto por los países de la OPEP, que tienen previsto reunirse el 21 de junio para valorar la situación del mercado y tomar una decisión al respecto, como por los demás productores no pertenecientes a este cártel.

La subida del precio del crudo no ha ejercido, hasta la fecha, efectos contractivos importantes para las economías occidentales. De hecho, como se observa en el gráfico, el precio del crudo en términos reales, a pesar del crecimiento experimentado en 1999, ha venido descendiendo paulatinamente desde mediados de los años ochenta, situándose en el área del euro y Japón en un nivel comparable con el prevaleciente con anterioridad a la crisis del año 1973. Por otra parte, la dependencia del petróleo —medida por la *ratio* entre las importaciones de petróleo y el PIB— de los países no productores más importantes se ha reducido cerca de un 50 % desde el año 1970, si bien en Estados Unidos, país productor aunque no exportador neto, la dependencia del crudo importado ha aumentado en un 25 % durante el mismo período.

No obstante, el encarecimiento del crudo ha ocasionado un importante repunte de la tasa de inflación. Así, en el área del euro el componente energético del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se ha incrementado, entre marzo de 1999 y marzo de 2000, más de un 15 %, siendo este el principal causante del aumento, de más de un punto porcentual, que ha registrado la inflación en el mismo período. A pesar de ello, la transmisión de la subida del precio del petróleo al IAPC ha sido, al menos hasta el momento, menos intensa que en el pasado reciente. Así, según se observa en el gráfico, el ascenso continuado del precio del crudo entre 1994 y 1997 produjo, en términos proporcionales, un efecto total sobre el subíndice energético superior al observado en los últimos meses. Esta menor incidencia, además de reflejar la ligera disminución del peso de los combustibles líquidos en el IAPC en los últimos años, podría ser indicativa de la existencia de desfases en la repercusión, en algunos países, del encarecimiento del petróleo sobre los precios de venta al público de sus derivados. Por otra parte, es probable que el impacto indirecto de la subida del precio del crudo sobre la tasa de inflación a través del incremento de los costes de producción no se haya manifestado todavía en su totalidad —tal y como parece reflejar el diferencial positivo entre el crecimiento de los precios industriales y el IAPC—, si bien la moderación salarial, en caso de perdurar, contribuiría a reducir la importancia cuantitativa de estos efectos.



**Principales indicadores macroeconómicos del área del euro
(Tasas de variación interanual)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999			
							I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO:										
Producto interior bruto	2,4	2,2	1,4	2,3	2,7	2,4	1,9	2,0	2,5	3,1
Demanda interna	2,2	2,0	1,0	1,7	3,4	2,9	2,9	2,9	3,0	2,6
Consumo privado	1,3	1,8	1,5	1,5	3,0	2,5	2,8	2,4	2,4	2,5
Consumo público	1,2	0,6	1,8	0,8	0,9	1,4	1,5	1,3	1,6	1,4
Formación bruta de capital fijo	2,6	2,5	1,1	2,1	4,5	4,9	4,0	5,5	5,1	4,9
Exportaciones	8,6	7,8	4,3	10,3	6,9	4,4	0,6	2,3	5,5	9,1
Importaciones	8,0	7,4	3,2	8,8	9,4	6,0	3,8	5,2	7,0	8,0
Contribuciones al crecimiento del PIB (a):										
Demanda interna	2,1	2,0	1,0	1,6	3,3	2,8	2,9	2,9	2,9	2,6
<i>Variación de existencias</i>	0,6	0,3	-0,5	0,2	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,2
Demanda externa	0,3	0,2	0,4	0,6	-0,6	-0,4	-1,0	-0,9	-0,4	0,5
PRECIOS Y COSTES:										
Precios de consumo (media anual)	2,7	2,5	2,2	1,6	1,1	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5
Precios de consumo (DIC/DIC)	2,6	2,5	1,9	1,5	0,8	1,7	—	—	—	—
Costes laborales unitarios	0,1	1,5	2,0	0,7	0,0	1,1	1,6	1,6	0,8	0,4
Remuneración por asalariado	2,8	3,4	3,1	2,4	1,4	1,9	1,7	2,1	2,0	2,1
CUENTAS DE LAS AAPP (c):										
Gastos totales	—	50,9	51,0	49,6	48,6	48,4	—	—	—	—
Gastos corrientes	—	46,5	47,1	46,1	45,0	44,7	—	—	—	—
<i>Gasto por intereses</i>	—	5,5	5,6	5,1	4,7	4,3	—	—	—	—
Inversión pública	—	2,7	2,6	2,4	2,4	2,5	—	—	—	—
Ingresos totales	—	45,9	46,7	47,1	46,6	47,2	—	—	—	—
Déficit (-)/superávit (+) primario	—	0,6	1,4	2,5	2,7	3,1	—	—	—	—
Déficit (-)/superávit (+)	—	-5,0	-4,3	-2,6	-2,0	-1,2	—	—	—	—
MERCADO DE TRABAJO:										
Empleo total (b)	-0,5	0,5	0,4	0,7	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	—
Paro (d)	11,6	11,3	11,6	11,6	10,9	10,0	10,3	10,0	9,9	9,7

Fuentes: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

(a) Puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB.

(b) Estimación para 1999.

(c) Porcentaje del PIB.

(d) Porcentaje de la población activa.

tercambio, contribuyeron a la reducción del superávit por cuenta corriente desde 60,3 mm de euros en 1998 a 43,2 mm euros en 1999.

Con respecto a la distribución de las tasas de crecimiento entre los países integrantes de la UEM, el pasado año supuso una moderada reducción de su dispersión (véase cuadro II.4). En este sentido, conviene tener en cuenta que las divergencias existentes son el resultado de, al menos, tres factores: la diversa exposición comercial a las economías emergentes afectadas por las turbulencias financieras recientes, los efectos retrasados de la convergencia de tipos de interés y de los ajustes realizados en las políticas fiscales para cumplir los criterios de Maastricht y las diferentes tasas de crecimiento potencial. De esta forma, los países con un menor dinamismo económico continuaron sien-

do Italia y Alemania, cuyo sector exterior se resintió significativamente tras la crisis. Además, en Italia la atonía de la actividad pudo reflejar el importante esfuerzo de consolidación fiscal realizado en el período precedente. En Alemania, por su parte, la menor relajación relativa de las condiciones monetarias con respecto al área en su conjunto pudo contribuir al escaso crecimiento de su demanda interna. Por el contrario, países como Irlanda y, en menor medida, España, cuyos PIB se expandieron muy por encima de la media del área, registraron los efectos de una reducción de los tipos de interés nominales y reales muy pronunciada y de un crecimiento potencial superior al del conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Hay que destacar, por último, que la evolución de los últimos indicadores disponibles muestra una disminución adicional de la dispersión entre los rit-

Países de la UEM: crecimiento anual del PIB

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Bélgica	3,0	2,5	1,0	3,5	2,7	2,5
Alemania	2,3	1,7	0,8	1,5	2,2	1,5
España (a)	2,3	2,7	2,3	3,8	4,0	3,7
Francia	1,8	1,8	1,2	2,0	3,4	2,7
Irlanda	5,8	9,5	7,7	10,7	8,9	8,3
Italia	2,2	2,9	1,1	1,8	1,5	1,4
Luxemburgo (a)	4,2	3,8	2,9	7,3	5,0	5,0
Holanda	3,2	2,3	3,0	3,8	3,7	3,5
Austria (a)	2,4	1,7	2,0	1,2	2,9	2,1
Portugal	2,5	2,9	3,2	3,5	3,5	3,1
Finlandia	4,0	3,8	4,0	6,3	5,0	3,5
UEM	2,4	2,2	1,4	2,3	2,7	2,4

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y estadísticas nacionales.

(a) Los datos correspondientes a 1994 y 1995 se han calculado según el SEC-79.

mos de expansión económica de los países miembros en el año en curso, que resulta coherente con el agotamiento de los efectos derivados del proceso de convergencia y con la normalización de la situación económica y financiera en los mercados emergentes.

A pesar de la desaceleración del PIB y del incremento de los costes, el ritmo de generación de empleo en la zona del euro se elevó hasta el 1,6 %, una décima más que en 1998. En consecuencia, el avance de la productividad aparente del trabajo se redujo notablemente, alcanzando un incremento medio del 0,9 %, si bien este fue aumentando a medida que transcurría el año. Este patrón de crecimiento, más intenso en empleo que el habitual en Europa, puede estar relacionado con la moderación de los costes salariales nominales y reales observada en los últimos años (véase gráfico II.5), con el desarrollo de los sectores de servicios, más demandantes de mano de obra, y, en menor medida, con la introducción de reformas estructurales en los mercados de trabajo.

Por ramas productivas, la creación de empleo se concentró en el sector servicios, en donde trabaja ya más del 65 % de la población ocupada del área, mientras que en la industria manufacturera se produjo una destrucción neta de puestos de trabajo. La expansión del empleo y la suave desaceleración de la población activa favorecieron el descenso del número de desempleados, de forma que la tasa de paro se situó, en media del año, en el 10 %, un nivel todavía muy elevado, que deja traslucir la permanencia de imperfecciones estructurales notorias en los mercados de trabajo del área. Por categorías, el desempleo más elevado correspon-

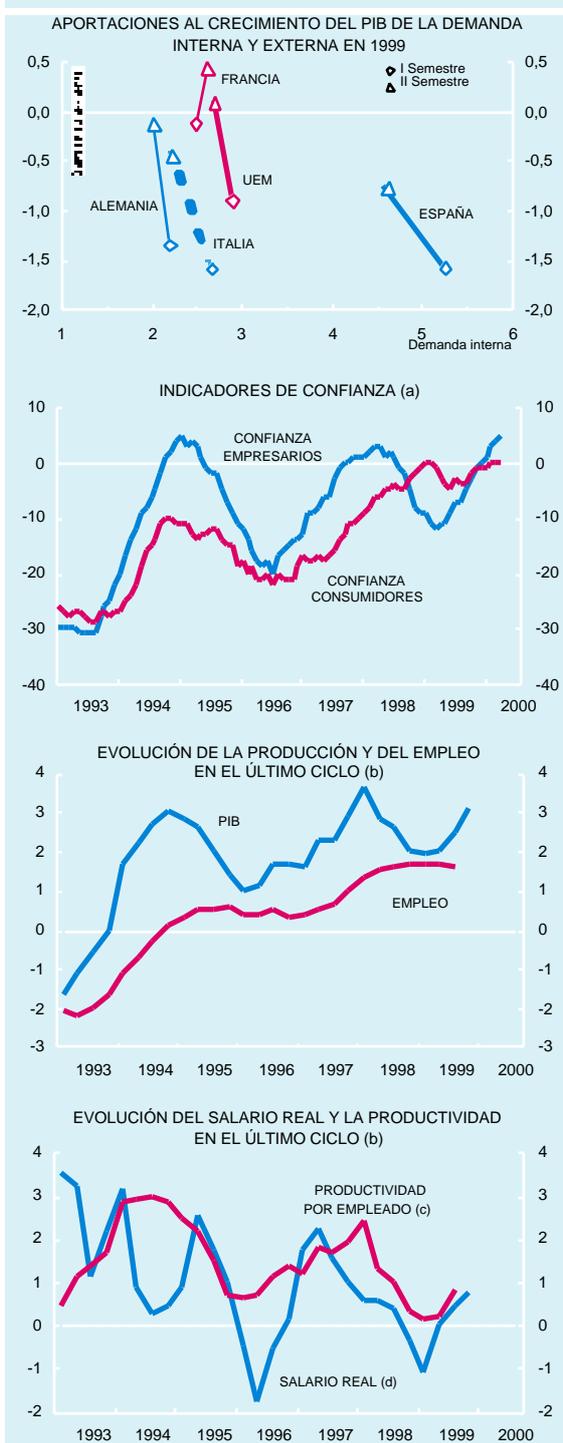
dió a la población menor de 25 años, los parados de larga duración y la población femenina. Por último, cabe destacar que la dispersión de la tasa de paro volvió a reducirse en 1999, aunque siguió reflejando el desigual avance de los países miembros en la aplicación de reformas laborales eficaces.

Según se desprende de la evolución de la mayor parte de los indicadores de precios, en el año 1999 tuvo lugar un empeoramiento relativo de la situación inflacionista en la UEM, debido, fundamentalmente, a la subida del precio del petróleo y a la depreciación del tipo de cambio del euro, que alcanzó, aproximadamente, un 8 % en términos efectivos nominales a lo largo del año pasado. Todos los componentes del deflactor de la demanda final presentaron un perfil de aceleración, siendo este más pronunciado en el caso de los precios de los factores importados que en el de los costes interiores. Entre estos últimos, el coste laboral unitario se incrementó el pasado año más que en 1998, ya que, por una parte, la remuneración por asalariado aumentó cuatro décimas más que en el año precedente y, por otra, la evolución de la productividad aparente se ralentizó. A su vez, el elevado incremento de los impuestos indirectos netos provocó que el excedente bruto de explotación por unidad de producto —partida residual— moderara su tasa de crecimiento, señalando la contracción de los márgenes.

La tasa de variación media del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue del 1,1 % en 1999. Aunque esta cifra coincide con la del año anterior, encubre, sin embargo, un marcado repunte de las tasas interanuales, desde el 0,9 % en diciembre de 1998 al 1,7 %

GRÁFICO II.5

UEM: composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo, el salario real y la productividad a lo largo del ciclo

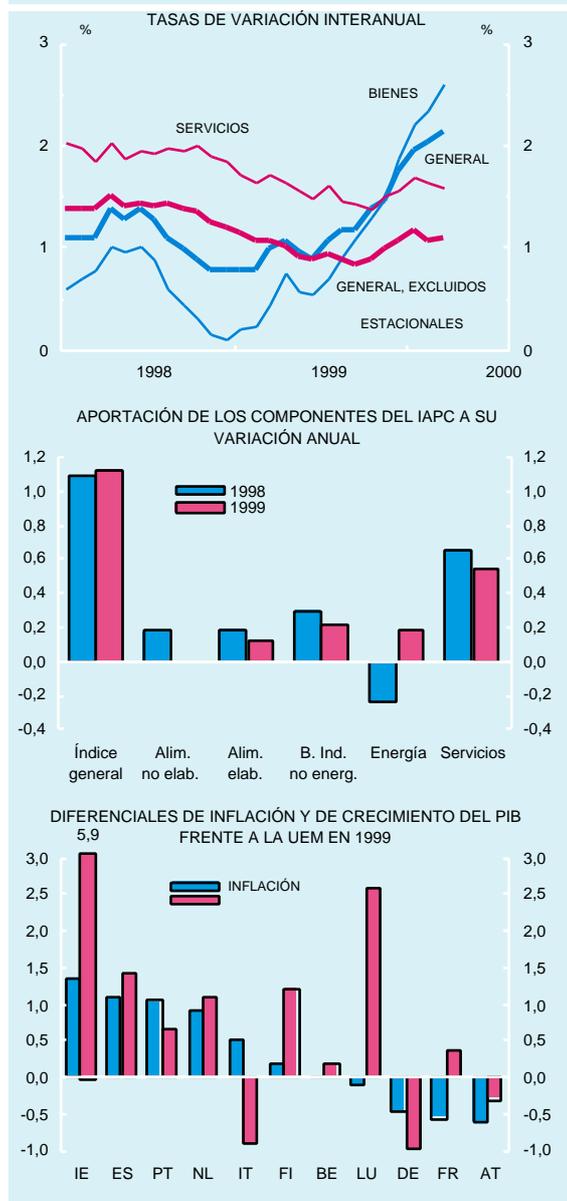


Fuentes: Banco de España, Banco Central Europeo, Comisión Europea y estadísticas nacionales.

- (a) Saldo de respuestas.
- (b) Tasas de variación interanual.
- (c) Diferencia entre variación del PIB y del empleo.
- (d) Diferencia entre variación de remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

GRÁFICO II.6

UEM
Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

en diciembre de 1999, que ha continuado en los meses transcurridos de 2000, hasta alcanzar el 1,9 % en abril. Según se observa en el gráfico II.6, tan solo el componente de bienes energéticos de consumo aumentó, por término medio, su contribución al crecimiento del IAPC general de la zona, mientras que la evolución del índice que excluye los alimentos estacionales y la energía, que sirve para aproximar la inflación subyacente, experimentó una clara mejoría con respecto al año precedente, alcanzando un incremento del 1 % en 1999, frente al 1,4 % en 1998. No obstante, este indicador mostró también un cierto deterioro en la última

parte del año como consecuencia del encarecimiento en moneda nacional de los bienes importados y de la traslación de los incrementos de los costes de producción —ligados a la evolución de los precios de las materias primas y del tipo de cambio— al precio de los bienes de consumo producidos en el área del euro. Dentro del IAPC, los precios de los bienes crecieron un 0,8 %, dos décimas más que en 1998, y los de los servicios, un 1,5 %, cuatro décimas menos que el año anterior, con lo que el diferencial de inflación se redujo en 0,6 puntos porcentuales. Las caídas de precios desencadenadas por los procesos de desregulación de algunos mercados, particularmente los de telecomunicaciones, contribuyeron favorablemente a la moderación del componente de servicios del IAPC.

Junto a la evolución agregada que se acaba de analizar, en 1999 se observó un aumento de la dispersión de las tasas de inflación nacionales, siendo, en el conjunto del área, los países que experimentaron crecimientos del PIB más elevados los que, en general, tuvieron mayores tasas de inflación (véase gráfico II.6). Esta correlación positiva entre producción y precios, aunque podría estar reflejando un proceso de convergencia real y de productividad de los países menos desarrollados con respecto a la media europea, es probable que sea también el resultado de presiones excesivas de demanda en algunos países.

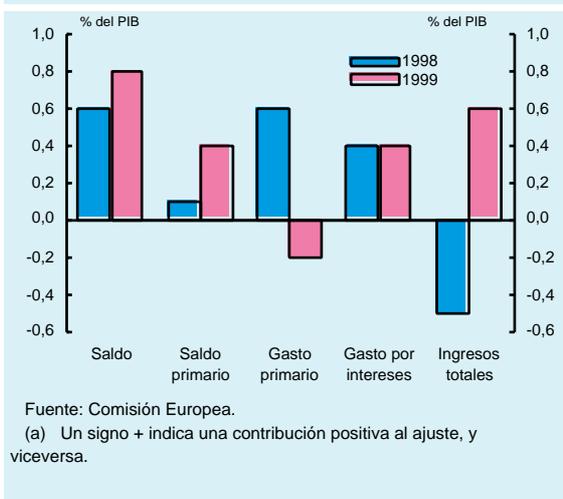
En relación con el futuro, la evolución de la inflación en el área del euro se vería favorecida si se confirmaran las expectativas de mantenimiento de los precios del petróleo en torno a niveles más moderados y de recuperación de la productividad, y también si las demandas salariales no incorporasen los factores transitorios que más han incidido sobre el incremento de los precios en los últimos meses. No obstante, si se consolida la depreciación del tipo de cambio del euro y se confirma el mayor dinamismo esperado de la actividad, no puede descartarse que el rebrote de la inflación se prolongue más de lo esperado.

II.4. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DEL ÁREA DEL EURO

En el año 1999, los desequilibrios presupuestarios de los países del área siguieron moderándose, al situarse el déficit de las Administraciones Públicas en el 1,2 % del PIB, ocho décimas menos que en el año anterior, y descender marginalmente la *ratio* entre deuda pública y PIB desde el 73,1 % en 1998 hasta el 72,3 % en 1999. Ahora bien, aunque la reducción del déficit fue significativa, la composición de este ajuste no resultó ser tan favorable,

GRÁFICO II.7

UEM: Composición del ajuste presupuestario en 1998 y 1999 respecto a los ejercicios precedentes (a)



puesto que la mitad de la mejora del saldo presupuestario fue debida a la disminución de los pagos por intereses, por lo que el saldo primario tan solo mejoró en cuatro décimas del PIB. Además, en contraste con el año anterior, la aportación del gasto primario al ajuste resultó negativa en 1999, de modo que fue el crecimiento de los ingresos en proporción del PIB lo que permitió el incremento del superávit primario (véase gráfico II.7). Este comportamiento de los ingresos, mucho mejor que el previsto, no resulta fácilmente conciliable con la desaceleración de la actividad económica en el conjunto de 1999, ni con la adopción, en numerosos países, de reformas impositivas orientadas a la disminución de la presión fiscal. Una posible explicación, difícil de contrastar, residiría en el afloramiento de bases impositivas y en el aumento del grado de cumplimiento de las obligaciones fiscales, que podrían venir inducidos por una mayor eficiencia en la gestión de los impuestos. En cualquier caso, puesto que es difícil discernir en qué medida la buena evolución de la recaudación puede ser algo transitorio o de naturaleza más permanente, resultaría imprudente extrapolar mecánicamente, en los planes presupuestarios, la proporción de ingresos obtenidos en 1999 por unidad de producto a los ejercicios venideros. Por lo tanto, es muy probable que la continuidad del proceso de consolidación fiscal requiera avanzar con más decisión en la mejora del saldo primario a través de la contención del gasto corriente.

El objetivo más importante de la política fiscal en los últimos años ha sido la corrección de los importantes desequilibrios presupuestarios surgidos a comienzos de la década anterior que, al conducir a fuertes aumentos del endeudamiento público, dificultaban el mantenimiento

Indicadores de aspectos estructurales

	UEM		Estados Unidos		UE-15	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
Dispersión nivel de precios, excluidos impuestos (a)	13,7 (1997)	...	...	11,0	15,0 (1997)	15,0 (1998)
Productividad del trabajo (variación)	1,4	0,9	2,2	2,4	1,3	0,9
Gasto en I+D (% del PIB)	...	1,8	2,8	...	1,8	1,8
Inversión pública (% del PIB)	2,4	2,5	2,7	3,2	2,2	2,3
Tasa de paro (%)	10,9	10,0	4,5	4,2	9,9	9,2
Tasa de desempleo de larga duración (b)	...	...	14,1	12,3	50,1	...
Tasa de participación (población activa/población en edad laboral)	65,4	65,6	67,1	67,1	67,3	63,4
Tasa de ocupación (empleo/población en edad laboral)	57,9	58,7	64,1	64,3	60,3	61,0
Variación del empleo (%)	1,5	1,6	2,1	1,5	1,5	1,5
Saldo AAPP (% del PIB)	-2,0	-1,2	-0,1	0,5	-1,5	-0,7
Cuña fiscal (% del salario bruto)	...	...	...	26,1	...	37,2

Fuentes: CE, OCDE y estadísticas nacionales.

(a) Coeficiente de variación de los índices de nivel de precios (UE = 100).

(b) Para la UE: parados más de 12 meses, en % del paro total. Para Estados Unidos: parados más de 27 semanas, en % del paro total.

de un entorno macroeconómico estable. Sin embargo, a pesar de los avances realizados, el proceso de ajuste dista de haber concluido, particularmente en lo que respecta a la reducción de la deuda, sobre todo si se tiene en cuenta el reto que puede suponer para las finanzas públicas en el futuro el envejecimiento de la población. A su vez, a medida que se ha ido progresando en el proceso de consolidación presupuestaria, la atención se ha ido centrandó, cada vez más, en el análisis de la estructura de las cuentas públicas, con objeto de determinar la composición que mejor puede potenciar el crecimiento sostenido y la creación de empleo.

En concreto, parece existir un amplio consenso sobre la necesidad de contener el gasto corriente y favorecer el aumento de la inversión pública, así como acerca de la conveniencia de reducir, en la mayor parte de los países (véase cuadro II.5), la llamada «cuña fiscal» o margen que separa el coste del trabajo para el empresario del salario neto percibido por el trabajador, con objeto de facilitar la participación y el empleo. En el último año, la inversión pública en el área del euro se incrementó en algo más de un 7 % en términos nominales, tras dos años de crecimientos muy reducidos. Avances adicionales parecen necesarios, particularmente en aquellos países con menor dotación de infraestructuras, siempre que conlleven un equilibrio de otros capítulos del gasto. Por su parte, en lo que se refiere a la «cuña fiscal», la

mayor parte de los estados ha adoptado o planea adoptar, de acuerdo con sus programas de estabilidad, rebajas de las cotizaciones sociales o reducciones de impuestos sobre las rentas salariales. En ocasiones, sin embargo, las reformas fiscales planeadas no vienen acompañadas de medidas presupuestarias compensatorias, por lo que pueden suponer, al menos en el corto plazo, una ralentización del proceso de consolidación fiscal, que resulta particularmente inadecuado para los países que poseen una deuda pública elevada o se encuentran muy adelantados en el ciclo económico.

Con respecto a las políticas estructurales, a lo largo de 1999 tuvieron lugar algunos avances en la liberalización y promoción de la integración de los mercados de productos y factores, que deben contribuir al aumento del producto potencial y del empleo. Hasta el momento, los progresos más significativos han tenido lugar en los mercados de bienes y servicios y en los mercados de capitales, permaneciendo más rezagada la adopción de medidas que permitan un funcionamiento más eficaz del mercado laboral, a pesar de que los países que más han avanzado en este campo han cosechado resultados muy positivos en términos de creación de puestos de trabajo.

En los últimos años, el proceso de consolidación del mercado único de bienes y servicios se ha visto favorecido por la reducción de las ayudas estatales y otros obstáculos administrativos a la competencia transfronteriza, obser-

vándose una paulatina disminución de la dispersión entre los niveles de precios nacionales. Las medidas de liberalización han sido particularmente efectivas en los sectores de telecomunicaciones —donde han supuesto un abaratamiento notable de los precios— y, en menor medida, en los de electricidad y gas. En sectores como el agua, el ferrocarril, los servicios postales y la distribución, los avances han sido mucho más limitados. Por su parte, como consecuencia de la introducción del euro, los mercados de capitales europeos han aumentado sensiblemente su grado de integración, al eliminarse el riesgo de tipo de cambio y desaparecer prácticamente los costes de transacciones asociados a los cambios entre monedas. No obstante, subsisten obstáculos que impiden el desarrollo pleno del mercado único en el ámbito financiero, tales como la diversidad de los sistemas de regulación financiera y del tratamiento fiscal del ahorro y las dificultades legales o administrativas existentes para que determinados tipos de emisores e inversores puedan captar financiación, en el primer caso, o adquirir activos, en el segundo, fuera de sus países.

En el mercado de trabajo, las medidas de reforma y flexibilización adoptadas han tendido a dar prioridad a las políticas activas o de carácter preventivo, que contribuyen a elevar la tasa de participación y a reducir el desempleo de los jóvenes, las mujeres y los parados de larga duración. En determinados países, se ha combinado este enfoque con la revisión de las políticas pasivas tradicionales; en particular, en lo que se refiere a la duración de las prestaciones por desempleo y a los criterios de elegibilidad. No obstante, solo unos pocos países han revisado sistemáticamente los programas de subsidios, tanto los de paro como los de enfermedad o los relacionados con las jubilaciones anticipadas, cuya utilización espúrea como sustitutos del subsidio de desempleo desincentiva la participación laboral. En el ámbito de la organización del trabajo, las políticas aplicadas se han dirigido, en general, a facilitar el empleo a tiempo parcial, observándose progresos más lentos en la implantación de fórmulas de distribución flexible del tiempo de trabajo anual. En algún caso, se han dispuesto recientemente medidas de reducción de la jornada laboral, cuyos efectos sobre el empleo, los costes salariales y la productividad resultan, en estos momentos, muy inciertos, aunque no cabe descartar que terminen incidiendo de forma desfavorable sobre dichas variables. Por último, en la mayor parte de los países persisten aspectos de la legislación laboral que penalizan sensiblemente la contratación estable frente a la eventual.

Un aspecto en el que la economía europea se encuentra rezagada en relación con Estados

Unidos es el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones, y su introducción en los procesos productivos y en los intercambios comerciales (véase cuadro II.5). A pesar de que, en los últimos años, todos los países han aplicado políticas de fomento de los gastos en I+D, estas resultan insuficientes para garantizar la plena incorporación de la economía europea al nuevo entorno tecnológico. Habida cuenta de la importancia que los avances en este campo tienen para el desarrollo económico —tal y como parece reflejar la experiencia de Estados Unidos—, el reciente Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 ha identificado una serie de políticas que deben permitir progresos en el campo de la producción y la difusión de las nuevas tecnologías y la plena integración de los mercados de telecomunicaciones para finales de 2001. Estas medidas incluyen: la eliminación de los obstáculos económicos y legales que impiden una utilización más intensa de la red, la adaptación de los procesos de educación y formación a los avances informáticos y la reducción de las barreras administrativas que dificultan la creación de empresas innovadoras.

II.5. LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN Y LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESPAÑA

II.5.1. La estrategia de la política monetaria única

El 1 de enero de 1999 el euro se constituyó como la moneda única de 11 países europeos e inició su andadura la política monetaria del Eurosistema, culminando así un proceso que se inició en 1989 con la aprobación, en la Cumbre Europea de Madrid, del Informe Delors. En los últimos años, este proceso ha exigido acometer un intenso trabajo preparatorio, con objeto de definir la estrategia de política monetaria única y los instrumentos necesarios para llevarla a cabo eficazmente.

El satisfactorio trabajo preparatorio realizado y la convergencia nominal alcanzada por los países integrantes de la zona del euro no evitaron que la puesta en funcionamiento de la política monetaria única se enfrentara, a principios de 1999, a los retos derivados de la creación de la nueva moneda y su aceptación por los mercados, y de la puesta en funcionamiento del marco operativo que, a partir del 1 de enero, iba a regir la instrumentación de la política monetaria única.

Por otra parte, al comienzo de 1999 el seguimiento de las condiciones económicas, mo-

netarias y financieras en el área del euro por parte del Eurosistema se hacía especialmente complicado, por cuanto la elaboración de indicadores y la construcción de series históricas de las variables agregadas relevantes para la zona se enfrentaban a obstáculos considerables. En particular, aunque a principios de 1999 ya se habían realizado grandes avances en la homogeneización de las fuentes estadísticas de la información procedente de los estados miembros, resultaba imprescindible seguir progresando en la construcción de bases de datos referidas al área y mejorar la rapidez y eficiencia en los procesos de transmisión de dichos datos dentro del Eurosistema. Asimismo, los cambios estructurales que suponía la creación de la UEM podían afectar a las relaciones observadas en el pasado entre las distintas variables macroeconómicas, lo que exigía especial cautela en el análisis de los resultados de los modelos de comportamiento estimados para la zona.

Los elementos de la estrategia de política monetaria única se perfilaron definitivamente a finales de 1998, según se expuso detalladamente en el último *Informe anual* del Banco de España. El objetivo de la política monetaria —la estabilidad de precios— se definió como un aumento, en términos interanuales, del IAPC del área del euro inferior al 2 %. Esta definición excluía, por igual, la inflación y la deflación por incompatibles con el objetivo de estabilidad. Además, se indicó que dicho objetivo tenía una orientación de medio plazo, lo que suponía reconocer que, en el corto plazo, existen factores que pueden provocar movimientos erráticos y transitorios de los precios, a los que la política monetaria no debe reaccionar, y también que, aun cuando la política monetaria intente compensar perturbaciones genuinamente inflacionistas, sus efectos no son inmediatos, sino que se dejan sentir con cierto retraso sobre la evolución de los precios.

De acuerdo con los principios que caracterizaban la estrategia elegida, el BCE anunció que sus decisiones de política monetaria se tomarían en función de la valoración global y continuada de un conjunto amplio de indicadores económicos monetarios y financieros, capaces de suministrar información sobre la evolución futura de los precios. Sin embargo, dada la naturaleza esencialmente monetaria de la inflación en el medio y largo plazo, se otorgó un papel predominante a los agregados monetarios.

Tras los análisis realizados en el seno del BCE sobre las propiedades relativas de distintos agregados monetarios, se consideró que la variable que presentaba las mejores cualidades era el agregado monetario M3 (véase para su definición el *Informe anual* del Banco de España

correspondiente a 1998). Para este agregado, además, se estableció un *valor de referencia* para su crecimiento a medio plazo, compatible con la estabilidad de precios, que se situó en el 4,5 %. A finales de 1999, dicho valor de referencia fue reconsiderado y mantenido en ese nivel, estableciéndose, además, que, a partir de entonces, su nivel se examinaría anualmente. Según se puso de manifiesto a lo largo de 1999, confirmando así lo establecido a finales del año anterior al exponer los principios básicos que debían regir la política monetaria única, el valor de referencia anunciado no constituyó un objetivo, ni las desviaciones del crecimiento monetario respecto al mismo, por sí solas, condujeron a una respuesta automática por parte de la autoridad monetaria.

Junto a la información relativa al crecimiento monetario, el Eurosistema utiliza un conjunto adicional de indicadores para evaluar los riesgos inflacionistas en cada momento. Entre estos indicadores se encuentran variables financieras —como el tipo de cambio, los tipos de interés a largo plazo, la curva de rendimientos o la evolución bursátil— e indicadores no financieros —como la información procedente de distintos precios y costes, variables de política fiscal, expectativas de inflación, etc.— que, en general, sirven para valorar los diversos factores que condicionan la tendencia previsible de los precios.

II.5.2. Las decisiones de política monetaria en 1999

A lo largo de 1999, el Eurosistema condujo la política monetaria única en el marco de la estrategia adoptada, tomando en consideración los diversos riesgos que afectaron a la estabilidad de precios en la zona. Así, los primeros pasos de la política monetaria única se dieron en un entorno de desaceleración de la actividad económica en los países industrializados, mientras que, posteriormente, la progresiva mejora de la situación económica internacional incidió de forma importante en el balance de riesgos para los precios que el BCE fue realizando durante el año. El BCE explicó públicamente el carácter de la política aplicada a través de numerosos comunicados e intervenciones de sus órganos rectores y, periódicamente, expuso su valoración de la situación económica, monetaria y financiera en la zona en relación con el objetivo de mantener la estabilidad de precios. Las decisiones adoptadas sobre el tono de la política monetaria se tradujeron en movimientos en los tipos de las operaciones principales de financiación y de las facilidades permanentes de crédito y de depósito.

Aunque el nuevo esquema de control monetario entró en vigor el 1 de enero de 1999, en el mes previo se anunciaron los tipos de interés de la primera operación principal de financiación, que se realizó el día 4 de enero, y de las facilidades permanentes de crédito y depósito, con el fin de hacer la transición a la política monetaria única lo más suave posible y de despejar incertidumbres en los primeros días de vida del euro. El tipo de interés de la primera operación principal de financiación se fijó en el 3 %, nivel al que ya habían convergido a finales de 1998 los tipos de intervención aplicados por los bancos centrales nacionales integrantes del Eurosistema.

A comienzos de 1999, y hasta aproximadamente el mes de mayo, tanto en el contexto internacional como, en particular, en el seno del área monetaria común, la mayoría de los indicadores fue confirmando la firmeza de la desaceleración de la actividad económica que se vislumbraba ya desde el otoño. Junto a otros factores, esta situación ayudó a mantener las expectativas de inflación en torno a niveles reducidos, con un balance de riesgos para la estabilidad de precios que se inclinaba hacia la posibilidad de que tuviese lugar un proceso deflacionista, a pesar de que, ya entonces, no todos los indicadores apuntaban en la misma dirección. En efecto, existían algunos factores, como el dinamismo en el ritmo de expansión de los agregados monetarios y crediticios, las subidas en el precio del petróleo y el comienzo de una tendencia a la depreciación del euro, que, a partir de entonces, fueron objeto de un especial seguimiento por parte de las autoridades. Sin embargo, ante el predominio de las presiones bajistas sobre los precios y la ausencia de síntomas claros de mejora de las perspectivas internacionales, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir, el 8 de abril, en 0,5 puntos porcentuales el tipo de las operaciones principales de financiación, que se situó en el 2,5 %.

A partir del mes de mayo, los indicadores disponibles sobre las perspectivas económicas comenzaron a mostrar indicios de recuperación, al tiempo que las presiones inflacionistas fueron haciéndose más nítidas, al hilo del progresivo afianzamiento de la reactivación en el área monetaria común y del mantenimiento en niveles elevados de los precios del petróleo. Desde entonces, esta situación fue consolidándose, lo que provocó que la valoración de la situación económica que periódicamente iba realizando el Consejo de Gobierno del BCE apuntase, cada vez con más claridad, hacia posibles tensiones de precios en el futuro.

En su reunión del 4 de noviembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar

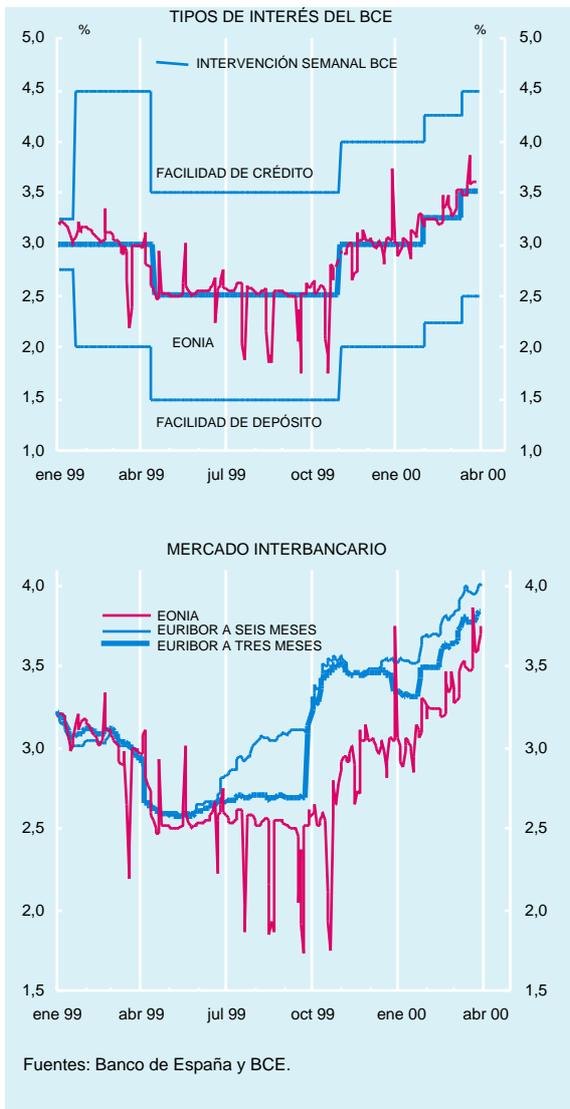
en 50 puntos básicos el tipo de la subasta semanal, situándolo en el 3 %, medida que contribuyó, además, a mitigar la incertidumbre que existía en los mercados financieros sobre la evolución de los tipos de interés en el proceso de transición hacia el año 2000. No obstante, con posterioridad a esta medida, los riesgos para la estabilidad de precios persistieron e, incluso, se acrecentaron. En particular, la existencia de desviaciones continuadas al alza de M3 respecto a su valor de referencia a medio plazo, la trayectoria alcista de los precios del petróleo, el debilitamiento persistente del euro respecto al dólar y las subidas de precios superiores a las esperadas en el área alertaron a la autoridad monetaria sobre los peligros para la estabilidad de precios en la zona. En consecuencia, los días 3 de febrero, 16 de marzo y 27 de abril del año 2000, el Consejo de Gobierno del BCE incrementó, de nuevo, sus tipos de intervención por una cuantía de 25 puntos básicos en cada ocasión, hasta situar, en aquella última fecha, el tipo de las operaciones principales de financiación en el 3,75 %. Las tres elevaciones de tipos oficiales que han tenido lugar en los últimos meses se insertan en una línea de tensionamiento gradual de la política monetaria, dentro de un tono relativamente acomodatante, con el fin de asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios en las nuevas condiciones coyunturales.

II.5.3. Las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro y en España

Las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro durante 1999 fueron relativamente holgadas: los tipos de interés nominales y reales se mantuvieron en niveles históricamente bajos, el euro mostró una tendencia a la depreciación en términos efectivos, los agregados monetarios y crediticios crecieron a ritmos elevados, y se observaron aumentos significativos de los precios de los activos bursátiles. En líneas generales, esta pauta fue común a todos los países integrantes del área, como consecuencia, en parte, del satisfactorio proceso de integración de los mercados monetarios. Sin embargo, las diferencias en los mecanismos de transmisión monetaria —debido a factores estructurales propios de cada economía—, los diferenciales de inflación y las distintas situaciones cíclicas de los países de la UEM hicieron que el grado de holgura monetaria y financiera variase según los estados miembros. En el caso español, en particular, los tipos de interés reales, sobre todo los de corto plazo, se situaron en niveles inferiores a la media del área, y la financiación otorgada al sector privado mos-

GRÁFICO II.8

Tipos de interés del Eurosistema



tró un ritmo de expansión muy superior al observado en la zona.

Los tipos de interés de los mercados monetarios en el área durante 1999 se caracterizaron, en general, por mantener una gran estabilidad, excepto durante algunos episodios ligados a la anticipación de variaciones en los tipos de intervención por parte del BCE y al aumento de la incertidumbre asociada al efecto 2000 (véase gráfico II.8). Debe destacarse también que los tipos de interés de los mercados monetarios nacionales fueron muy similares, de forma que el euro, desde su creación, contó con un mercado monetario único a escala europea.

Los tipos de interés a largo plazo en el área, al igual que los correspondientes a otros países industrializados, interrumpieron en 1999 la ten-

dencia bajista que habían mostrado desde 1996 (véase gráfico II.2). Así, después de alcanzar niveles mínimos a principios del año 1999, iniciaron una tendencia al alza que les ha llevado en torno al 5,5 % en los primeros meses del año 2000. Estos movimientos respondieron a una combinación de factores internos y externos cuya importancia relativa varió a lo largo del año. En efecto, los movimientos en los tipos de interés a largo plazo estuvieron influidos, en gran parte, por las perspectivas de crecimiento en la economía mundial, especialmente en Estados Unidos y en los países de la zona del euro, de manera que, a medida que las expectativas de crecimiento fueron revisándose al alza, los tipos a más largo plazo también aumentaron (véase recuadro II.3). En el conjunto de 1999, los tipos de interés a diez años se incrementaron alrededor de 150 puntos básicos en el área, mientras que en Estados Unidos lo hicieron en 180 puntos básicos. Como consecuencia de ello, el diferencial de tipos de interés entre los tipos en Estados Unidos y la UEM, aunque registró movimientos de signo contrario a lo largo del año, aumentó, en términos netos, respecto a los niveles mantenidos en 1998, y se situó en torno a los 100 puntos básicos a finales del pasado año.

El tipo de cambio del euro experimentó durante 1999 una depreciación en términos efectivos nominales del 8 % entre el primer y el cuarto trimestre de 1999, lo que supuso un encarecimiento de los precios de los productos importados. La depreciación fue más intensa en la primera parte de 1999, mientras que en el segundo semestre la mejora de las perspectivas económicas en el área contribuyó a estabilizar el tipo de cambio. Sin embargo, en los primeros meses del año 2000 el euro volvió a registrar movimientos a la baja, que llegaron a situarlo en niveles inferiores a 0,90 dólares, aunque a finales de mayo inició una senda de sensible recuperación.

Durante 1999, los movimientos en los tipos de interés a largo plazo fueron bastante homogéneos en los distintos países del área, aunque persistieron pequeños diferenciales entre los mismos, sin que, en general, mostraran variaciones significativas. Estos diferenciales pudieron deberse tanto a la distinta evaluación crediticia del emisor como a aspectos relacionados con el funcionamiento y el tamaño de los mercados de deuda pública nacionales. En el caso español, el tipo a diez años se situó, en diciembre de 1999, en el 5,7 %, habiéndose mantenido durante el ejercicio un diferencial medio respecto a Alemania muy estable, en torno a los 23 puntos básicos.

Los cambios observados en los tipos de interés a diversos plazos dieron lugar a variacio-

La evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro

Durante 1999, el tipo de interés nominal a largo plazo en la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública a diez años, ha seguido una trayectoria creciente (ver gráfico). Para entender esta evolución, es útil emplear la aproximación que explica el tipo de interés nominal como la suma del tipo de interés real a largo plazo y la inflación esperada (y una prima asociada a diferentes tipos de riesgo, como, por ejemplo, el asociado al error en las expectativas de inflación). Para las autoridades monetarias es muy importante conocer la contribución de estos componentes, ya que, si la trayectoria creciente viniera explicada por mayores expectativas de inflación, indicaría la posible presencia de riesgos para la estabilidad de precios.

A menudo, la evolución de los tipos de interés nominales a largo plazo se explica en función de cambios en las expectativas de inflación, entendiendo que el tipo de interés real (y las primas de riesgo) es una variable de carácter más estructural y, por tanto, evoluciona de forma más estable. No obstante, no parece razonable descartar *a priori* que cambios en el tipo de interés real a largo plazo puedan desempeñar también un papel importante.

El tipo de interés real a largo plazo se determina a partir de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos y refleja el coste de uso del capital y la compensación por el aplazamiento del consumo en el tiempo. Existen varias alternativas para estimar los tipos de interés reales. La primera consiste en observar la evolución de los tipos de interés *ex-post*, que corrigen el tipo nominal por la inflación media realizada. Esta estimación no se puede realizar para el año 1999, ya que actualmente se desconoce cuál será la inflación realizada a largo plazo. La segunda alternativa, empleada con frecuencia, es el cálculo del tipo de interés *ex-ante*, que se basa en la estimación de la inflación esperada a partir de modelos de series temporales, econométricos o encuestas de opinión; así como de las posibles primas de riesgo. Ahora bien, si estos métodos aproximaran bien las expectativas de inflación a largo plazo, sería posible conocer de forma directa su contribución a la evolución de los tipos de interés nominales. Por último, la tercera opción, la más adecuada en este caso, se apoya en los precios de los bonos indicados. La rentabilidad de estos activos es una aproximación del tipo de interés real, aunque incluye errores de medida debidos a la existencia de primas de liquidez, la presencia de desfases entre la inflación realizada y la compensada por el bono, y al método de cálculo de la rentabilidad a partir de los precios de mercado. Para la zona del euro, los únicos bonos indicados disponibles son los franceses(1).

La rentabilidad de los bonos indicados franceses (ver gráfico) se ha mantenido estable durante el primer trimestre de 1999, y, tras una pequeña caída, ha continuado una tendencia creciente. En conjunto, la rentabilidad ha crecido alrededor de 50 puntos básicos a lo largo del año.

Dadas las dificultades asociadas a las estimaciones anteriores de los tipos de interés reales, es importante complementarlas con la evolución de los factores que, de acuerdo con la teoría económica, son sus determinantes básicos. Hay que destacar, en primer lugar, que estos factores son múltiples, especialmente en economías abiertas. Y, en segundo lugar, que el actual grado de integración en los mercados de capitales ha llevado a pensar que podría existir un único tipo de interés real mundial y que las diferencias entre países responderían a primas por riesgo país y a expectativas sobre la evolución de los tipos de cambio. Sin embargo, la evidencia empírica disponible(2) sugiere que, aunque los tipos de interés reales están muy ligados a factores internacionales, la situación económica doméstica es muy importante.

En el contexto económico actual, destacan tres factores importantes que podrían explicar la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en la zona del euro. El primer factor, que tiene un carácter global, es el desarrollo e implantación de nuevas tecnologías, que están generando expectativas de aumento de la productividad futura. Según diversos estudios empíricos, este hecho podría generar un aumento de los tipos de interés reales a largo plazo como consecuencia de la disminución del ahorro presente en respuesta a las expectativas de mayor renta futura y al deseo de una senda de consumo suave. El segundo factor, cuya relevancia es creciente, es la evolución demográfica. El paulatino envejecimiento de la población en la zona del euro reduce la proporción de población activa, lo que disminuiría el ahorro, elevando así los tipos de interés reales a largo plazo. Por último, el tercer factor relevante es la reducción sostenida del déficit y la deuda pública en la zona del euro que, *ceteris paribus* y al contrario que los factores anteriores, podría generar una caída de los tipos de interés reales.

Conviene destacar, en todo caso, que, dado el carácter estructural de estos factores económicos, los tipos de interés reales deben evolucionar de una forma suave en el tiempo. Este movimiento suave, sin embargo, no se observa en la evolución de la rentabilidad de los bonos indicados y, por tanto, hay que poner ciertas cautelas sobre la interpretación de los movimientos a corto plazo en los precios de estos activos, que pueden responder en buena parte a los errores de medida comentados anteriormente.

En definitiva, la combinación de estos factores económicos y de la evolución de la rentabilidad de los bonos indicados franceses parecen indicar que, si bien se ha producido un alza en los tipos de interés reales en el área del euro, las mayores expectativas de inflación (y primas de riesgo) han desempeñado también un papel relevante en la evolución de los tipos de interés nominales a largo plazo en la zona. La evolución del precio del petróleo y el tipo de cambio del euro probablemente ha contribuido al repunte de las expectativas de inflación.

(1) Véase recuadro 2 del *Boletín mensual del BCE* de febrero de 1999 para más información sobre estos activos.

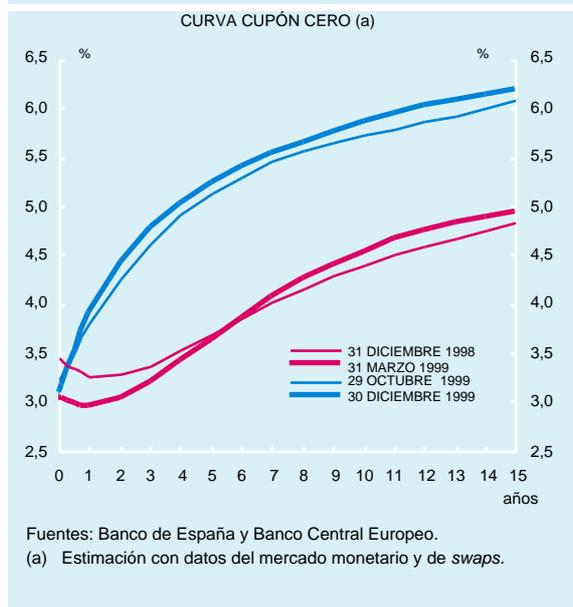
(2) F. Breedon, B. Henry y G. Williams, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, nº 2.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro



GRÁFICO II.9

Tipos de interés en la zona del euro



nes en la pendiente y la posición de la curva de rendimientos del área (véase gráfico II.9). De esta forma, la pendiente de la curva cupón cero, medida a través de la diferencia entre los rendimientos de la deuda a diez años y los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, aumentó en 1999, lo que puede interpretarse como el resultado de las mejores perspectivas de crecimiento y de los riesgos al alza sobre los precios que, simultáneamente, se fueron observando.

Los movimientos en la curva de rendimientos se trasladaron al resto de los tipos de interés relevantes en las decisiones de gasto de los agentes, como es el caso de los tipos bancarios. En general, los tipos del crédito bancario a empresas no financieras y familias en el conjunto de la UEM tendieron a disminuir en los primeros seis meses del año, para elevarse posteriormente cuando, en la segunda parte del ejercicio, se conjugaron el aumento de los rendimientos de la deuda a largo plazo y las expectativas de incrementos en los tipos de interés oficiales. No obstante, a comienzos de 2000 los tipos del crédito bancario en la UEM continuaban situándose, en general, en niveles inferiores a los observados en 1998. Por último, cabe señalar que, aunque existe cierta heterogeneidad en las operaciones a las que hacen referencia los tipos de interés bancarios en cada país, puede decirse que los tipos del crédito a empresas no financieras y familias en España tendieron a situarse por debajo de la media del área. Además, al depender menos de la evolución de los tipos a largo plazo, los tipos de inte-

rés del crédito bancario en España disminuyeron más que los europeos en la primera mitad de 1999.

Según se señaló anteriormente, en la zona del euro la evolución descrita de los tipos de interés nominales hizo que los tipos de interés reales a largo plazo se mantuvieran durante la primera parte del año por debajo de los correspondientes a 1998, aunque con posterioridad aumentaron conforme las perspectivas económicas en la zona fueron mejorando. Por su parte, los tipos de interés reales a corto plazo, debido a la disminución de los tipos nominales a corto plazo y al aumento de la inflación observada, experimentaron durante el pasado año una disminución respecto a los de 1998. En España, la mayor tasa de inflación hizo que los tipos reales fueran inferiores a los del conjunto de la UEM, lo que contribuyó, junto con el elevado crecimiento de la financiación otorgada al sector privado, a configurar unas condiciones monetarias y financieras relativamente más holgadas, en un contexto en el que el crecimiento económico fue también superior al de la zona del euro.

Por lo que respecta a la evolución de los mercados bursátiles en la zona, esta guardó poca relación con la trayectoria de los rendimientos en los mercados de bonos, respondiendo, fundamentalmente, a la mejora de las expectativas de crecimiento y al aumento de los beneficios esperados. En general, las bolsas europeas siguieron la tendencia alcista, no exenta de cierta volatilidad, que se observó en el resto de los países industrializados, y que en Europa se manifestó de forma particularmente acentuada (véase gráfico II.10). Así, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, que incluye los principales valores europeos, se situó en diciembre de 1999 un 40 % por encima del nivel observado a finales de 1998; revalorización que es superior a la observada para el mismo período en el índice estadounidense Standard and Poor's (19 %) y similar a la del japonés Nikkei 225 (37 %).

La evolución bursátil descrita generó, durante el pasado año, una revalorización de la riqueza de las economías domésticas de la zona que, según se ha comentado con anterioridad en este capítulo, pudo afectar a las decisiones de ahorro e inversión de los agentes, así como, probablemente, a la propia composición de las carteras. Sin embargo, como cabía esperar, estos procesos no fueron homogéneos en todos los países del área. Así, en España las ganancias bursátiles fueron, en general, inferiores a las observadas en el resto de los mercados europeos, mostrando el Índice General de la Bolsa de Madrid, a lo largo del ejercicio, una revalorización del 16 %, inferior tanto a la ob-

GRÁFICO II.10

Índices de los mercados bursátiles

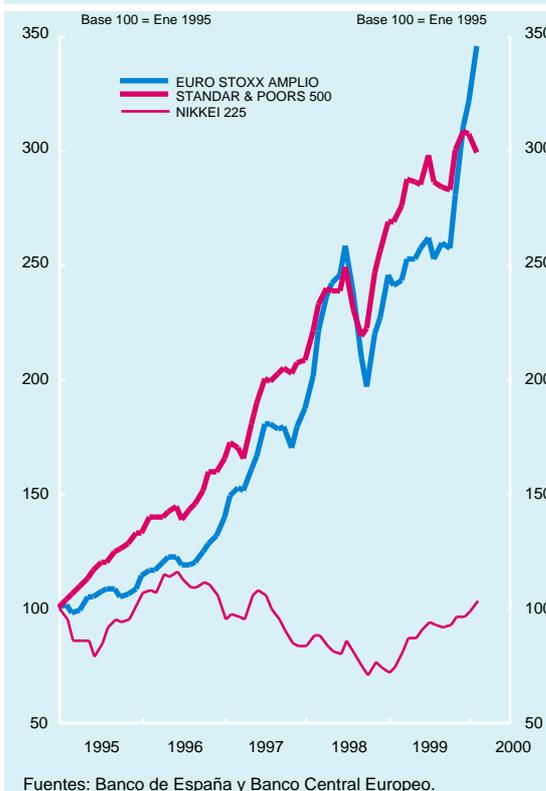
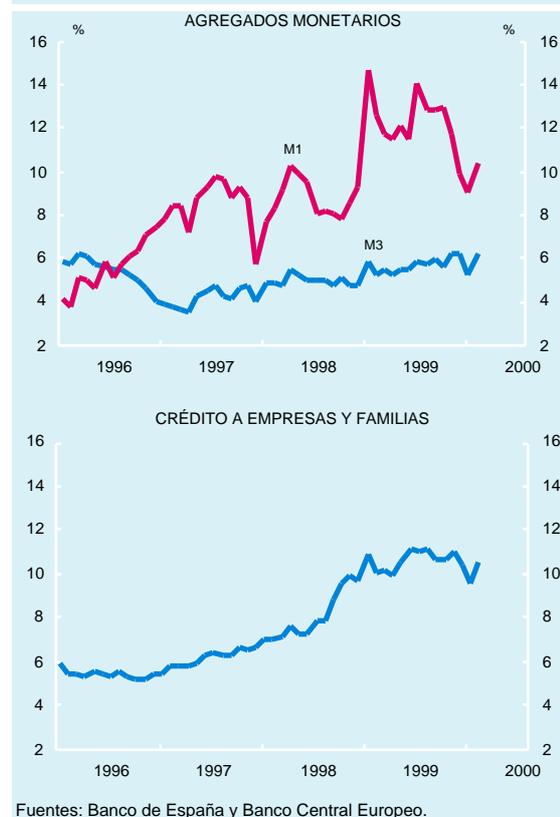


GRÁFICO II.11

Agregados monetarios y crediticios en la zona del euro. Tasas de variación interanuales



servada en 1998 (37 %) como a la del área monetaria común (40 %).

En el entorno descrito, los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro mostraron en 1999 una acentuación de las tendencias ya observadas en el conjunto de los países miembros durante el año anterior, con un crecimiento monetario superior al 5 % y una fuerte aceleración de la financiación otorgada al sector privado de la economía, que creció, en términos interanuales, a tasas superiores al 10 % (véase gráfico II.11). El relativamente bajo coste de oportunidad de mantener activos financieros líquidos contribuyó a aumentar el ritmo de expansión de los agregados monetarios más estrechos, sobre todo en aquellos países europeos con mayores ritmos de actividad económica. A su vez, la mejora de las perspectivas económicas a lo largo del año y los bajos costes del endeudamiento, en términos nominales y reales, estimularon, entre otros factores, una aceleración del crédito concedido a empresas no financieras y familias, que también se vio alentado por el incremento del precio de los activos inmobiliarios y por la intensa actividad de adquisiciones y fusiones de empresas. Dado el

ritmo de crecimiento moderado y estable de la financiación a las Administraciones Públicas, esta situación se tradujo en una expansión elevada de la financiación total a los sectores residentes en el conjunto del área.

El crecimiento monetario en la zona del euro, definido como la tasa interanual de avance del agregado M3, se mantuvo en 1999 y durante los cuatro primeros meses de 2000 por encima del 4,5 % que constituía el valor de referencia establecido. A principios de 1999, las fuertes tasas de expansión registradas se atribuyeron, en parte, a un efecto escalón, de naturaleza transitoria, asociado a la introducción del euro y a la puesta en marcha del nuevo esquema de política monetaria, así como a ciertos trasvases entre activos, debidos a factores de naturaleza estructural en algunos países del área. No obstante, a lo largo del año las desviaciones respecto al crecimiento monetario de referencia no solo persistieron, sino que se hicieron más significativas, en un contexto de clara mejoría de las perspectivas económicas. Por su parte, los datos de los agregados monetarios correspondientes al primer cuatrimestre de 2000 han confirmado el elevado ritmo de crecimiento mone-

tario en la zona, lo que sugiere que la pauta de comportamiento de M3 ha obedecido, no tanto a aquellos factores especiales, sino, sobre todo, a un proceso de expansión genuino y más permanente de la liquidez.

Por el lado de las contrapartidas del agregado monetario M3, la expansión monetaria fue compatible con un elevado ritmo de crecimiento de la financiación a las empresas no financieras y a las familias, que se mantuvo en tasas interanuales en torno al 11 %-12 %. Resulta de interés señalar que, pese al aumento de los tipos de interés bancarios que tuvo lugar en la segunda mitad del año, el ritmo de expansión del crédito siguió siendo elevado en dicho período, lo que sugiere que el impacto restrictivo del encarecimiento del crédito fue compensado por la mayor demanda vinculada a la mejora de las perspectivas económicas en la UEM y, posiblemente, a la financiación de parte de las salidas de capital.

La financiación a las Administraciones Públicas mantuvo, durante 1999, una expansión interanual reducida y muy estable, en torno al 1,1 %, fruto de la disminución de las necesidades de financiación del sector público en el área. Los otros pasivos a más largo plazo de las IFM en la zona, no incluidos en la definición de M3, mostraron un mayor dinamismo, en particular, en la segunda parte del año, relacionado, probablemente, con los movimientos al alza observados en los tipos de interés a más largo plazo. Finalmente, dado que el incremento de los activos de las IFM frente a los residentes en la zona fue superior al de los pasivos frente a dicho sector, las IFM tuvieron que financiar ese desfase mediante el endeudamiento neto en el exterior. En consecuencia, la posición neta de las IFM del área frente al exterior se redujo durante 1999 en 166 mm de euros.

El carácter holgado de las condiciones de liquidez en el área se reflejó, en términos generales, en todas las economías nacionales, aunque fue más o menos acentuado dependiendo

de los ritmos de crecimiento económico de cada país y de las diferencias en sus mecanismos de transmisión monetaria. En España, estas condiciones tendieron a ser relativamente más expansivas, lo que vino reflejado en unos ritmos de avance de la liquidez y, sobre todo, de la financiación más elevados que en el conjunto del área. No obstante, conviene señalar que las definiciones de agregados monetarios y crediticios relevantes para el conjunto de la zona del euro no siempre resultan las más apropiadas para caracterizar el tono de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes en el ámbito de cada país.

En el caso español, los denominados Activos Financieros Líquidos, que incluyen los medios de pago —efectivo y depósitos a la vista—, otros depósitos a cualquier plazo, las adquisiciones temporales, los valores bancarios y las participaciones en fondos de inversión del mercado monetario y de renta fija que se encuentran en manos de las empresas no financieras y de las familias, son los que parecen mostrar una relación más estable con el gasto y constituyen una medida de liquidez representativa, dadas las características de la economía. Este agregado mostró un crecimiento anual relativamente moderado en 1999, si bien los medios de pago registraron un fuerte dinamismo, que se tradujo en ritmos de crecimiento interanuales en torno al 17 % durante buena parte del año. Además, tuvo lugar una significativa aceleración de la financiación obtenida por las empresas no financieras y familias residentes en España, con tasas de incremento interanuales cercanas al 20 % durante la segunda mitad de 1999. Así pues, en España, con un perfil cíclico expansivo más acusado que en otros países del área y con un diferencial de inflación positivo respecto a la media de la zona, las condiciones monetarias y financieras durante 1999 fueron relativamente más laxas que en el conjunto de la UEM, tanto en lo referente a los niveles de los tipos de interés como al ritmo de expansión de la liquidez y de la financiación otorgada a los agentes.

CAPÍTULO III

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

III.1. INTRODUCCIÓN

La economía española alcanzó durante su primer año de participación en la Unión Económica y Monetaria (UEM) resultados muy positivos en términos de crecimiento y de creación de empleo. Según las primeras estimaciones publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el producto interior bruto (PIB) registró en 1999 un incremento del 3,7 %, solo ligeramente inferior al estimado para 1998, a pesar de la incidencia de la crisis económica internacional sobre la actividad. Esta incidencia fue especialmente significativa en el inicio del año, pero se fue corrigiendo con rapidez, a medida que se recuperaba el entorno exterior a la zona del euro y las propias economías de la UEM fueron reaccionando ante el impacto beneficioso de esa recuperación. Por su parte, la demanda interna mantuvo un fuerte dinamismo durante todo el año, que se moderó ligeramente en los últimos meses, registrando un incremento próximo al 5 % por segundo año consecutivo.

El avance experimentado por la demanda interior tuvo su origen en la fortaleza del gasto de los hogares y de las empresas, en tanto que las Administraciones Públicas (AAPP) imprimieron a su demanda final un tono moderado, acorde con los planes trazados por el Gobierno. El gasto de consumo e inversión de las familias tendió a intensificarse en el conjunto del año, apoyado en unas condiciones monetarias y financieras holgadas, en el mantenimiento de tasas elevadas de creación de empleo y en el aumento de la riqueza, así como en el impulso proporcionado por la reforma de la imposición directa. Por su parte, la inversión productiva de las empresas, según las estimaciones disponibles, mantuvo una evolución más estable, siempre con tasas elevadas, pero sin mostrar síntomas de aceleración, en un entorno que ha permanecido propicio a la ejecución de planes de inversión, dada la pujanza de la demanda y el nivel reducido de los tipos de interés.

La fortaleza del gasto interior y la recuperación progresiva de las exportaciones no solo imprimieron un fuerte dinamismo a la actividad interna de la economía, sino que vinieron acompañados también de un empuje sustancial de las compras en el exterior y de una ampliación significativa del déficit comercial. Ello motivó que la economía presentara, por primera vez desde 1994, una necesidad de financiación, estimada inicialmente en el 0,6 % del PIB. Aunque la economía española ha sido capaz de beneficiarse intensamente de la recuperación de la demanda exterior, estos resultados indican que presenta todavía un elevado grado de dependencia importadora y alertan sobre la necesidad de mantener y mejorar su capacidad competitiva.

En cualquier caso, el dinamismo de la producción en 1999 se tradujo en una fuerte creación de empleo y en una notable corrección de la tasa de paro. Un elemento fundamental para obtener este resultado fue, sin duda, la moderación que siguió caracterizando a la evolución de los salarios, que permaneció básicamente anclada en las expectativas de estabilidad que ha generado la pertenencia a la UEM. Los menores costes de despido, y las rebajas de las cotizaciones sociales, introducidos a través de los contratos de fomento del empleo estable, permitieron recortar adicionalmente los costes de contratación de ciertos tipos de trabajadores, impulsando también la generación de empleo.

El comportamiento de los salarios fue un elemento importante para contener el aumento de la inflación, en un año en el que hubo diversos factores que presionaron al alza sobre los precios. El principal fue el encarecimiento del crudo de petróleo y, en menor medida, de otras materias primas importadas, que se tradujo en un crecimiento fuerte de los precios de importación y en un alza significativa de los costes de producción. El avance de los precios de importación también se vio alentado por la depreciación

Principales agregados macroeconómicos

Tasas de variación real

	% PIB 1999	1996	1997	1998	1999	1999 (a)			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
Gasto en consumo final de los hogares (b)	59,6	2,0	2,9	4,1	4,4	4,6	4,6	4,5	4,2
Gasto en consumo final de las AAPP	17,0	1,3	2,7	2,0	1,8	2,7	2,6	1,7	0,3
Formación bruta de capital fijo	24,3	2,0	5,0	9,2	8,3	9,5	8,8	8,0	7,0
<i>Construcción</i>	15,2	-1,0	2,3	7,0	8,3	9,3	8,6	8,1	7,1
<i>Bienes de equipo y otros</i>	9,1	8,3	9,9	13,0	8,4	10,0	9,0	7,9	6,8
Variación de existencias (c)	0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Demanda nacional	101,2	1,8	3,2	5,0	4,9	5,3	5,2	4,9	4,2
Exportaciones de bienes y servicios	29,1	10,3	15,1	7,1	8,5	6,4	7,9	8,7	10,7
Demanda final	130,3	3,4	5,6	5,4	5,7	5,6	5,8	5,7	5,7
Importaciones de bienes y servicios	30,3	8,1	12,8	11,1	12,6	12,6	13,5	12,7	11,8
Producto interior bruto	100,0	2,3	3,8	4,0	3,7	3,6	3,7	3,8	3,9
PRO MEMORIA:									
Demanda exterior neta (c)	-1,2	0,5	0,6	-1,0	-1,2	-1,6	-1,5	-1,1	-0,4

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales de variación sobre las series ciclo-tendencia.

(b) Incluye el gasto en consumo final de las instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares.

(c) Aportaciones al crecimiento del PIB.

ción del euro. Por otra parte, la expansión de la demanda propició que el encarecimiento de los costes no salariales se trasladara a los precios finales y que los márgenes empresariales se ampliaran. El resultado fue un aumento de la tasa de inflación, que en términos de crecimiento medio anual del índice de precios de consumo (IPC) pasó desde el 1,8 % en 1998 al 2,3 % en 1999, y la apertura del diferencial de inflación con la zona del euro. No obstante, la ampliación del diferencial se concentró en el primer trimestre del año, estabilizándose posteriormente.

En definitiva, en el primer año de pertenencia a la UEM la economía española ha mantenido los estándares de estabilidad macroeconómica que le abrieron el acceso a la Unión Monetaria, logrando correcciones adicionales de algunos de los desequilibrios que aún permanecen, como el déficit público, y manteniendo acotado el incremento de su tasa de inflación, inducido por el encarecimiento de la energía. Simultáneamente, ha experimentado altas tasas de crecimiento de la actividad y del empleo, que le han permitido avanzar en el proceso de convergencia real con la zona del euro. Sin embargo, el deterioro del déficit comercial y la persistencia del diferencial de inflación ponen de manifiesto la necesidad de vigilar la expansión de la demanda global y de imprimir una mayor flexibilidad a la oferta de la economía, eliminando los obstáculos de carácter estructural que impiden la ampliación de su potencial de crecimiento.

III.2. LA DEMANDA

Como se acaba de señalar, el ritmo de avance elevado que registró el producto en 1999 descansó, como en los dos años anteriores, en la pujanza de la demanda interna, que creció un 4,9 % en términos reales, según el cierre provisional de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) (véase cuadro III.1). La fortaleza de la demanda nacional, en un entorno de expectativas favorables generadas por la introducción de la moneda única, que también ha supuesto el mantenimiento de unas condiciones financieras relativamente holgadas, se asentó, en gran medida, en el dinamismo del gasto en consumo final de los hogares, que acentuó su ritmo de avance hasta el 4,4 %, frente al 4,1 % observado en 1998. La formación bruta de capital fijo, por el contrario, registró una desaceleración, que refleja cierta contención de la inversión en equipo, tras la notable expansión que había mostrado en el ejercicio precedente, mientras que el gasto en construcción aumentó su tasa de crecimiento en el promedio de 1999, si bien presentó también un perfil de desaceleración a lo largo del año.

Por su parte, la demanda exterior neta acentuó ligeramente su carácter contractivo, como consecuencia de la debilidad que mostraron las ventas al exterior al comienzo del ejercicio, en un entorno internacional adverso, y restó 1,2 puntos porcentuales al crecimiento del producto. No obstante, tanto las exportaciones como las

**Consumo y formación bruta
de capital fijo por sectores institucionales (a)**

	% PIB		Tasas de variación real			
	1995	1999	1996	1997	1998	1999
Hogares (b)						
Gasto en consumo final	59,8	59,6	2,0	2,9	4,1	4,4
Formación bruta de capital fijo (c)	4,6	5,2	9,1	-0,7	8,0	11,0
Empresas						
Formación bruta de capital fijo (d)	13,7	15,8	3,9	7,5	9,4	8,1
<i>Construcción</i>	7,3	7,5	-0,4	5,6	5,1	7,2
<i>Equipo</i>	6,4	8,3	8,7	9,5	13,6	9,0
Administraciones Públicas						
Gasto en consumo final	18,1	17,0	1,3	2,7	2,0	1,8
Formación bruta de capital fijo	3,7	3,3	-13,6	2,6	10,2	5,1
<i>De la cual:</i>						
<i>Construcción</i>	3,0	2,5	-18,0	-1,0	11,0	6,0
PRO MEMORIA:						
Formación bruta de capital fijo	22,0	24,3	2,0	5,0	9,2	8,3
<i>Construcción</i>	14,8	15,2	-1,0	2,3	7,0	8,3
<i>Equipo</i>	7,2	9,1	8,3	9,9	13,0	8,4

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Datos en términos reales.

(b) Incluye el gasto de las instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares.

(c) Inversión interna residencial.

(d) Inversión productiva privada; incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

importaciones intensificaron su ritmo de avance en 1999, dando lugar a un nuevo aumento en el grado de apertura de la economía española, que alcanzó niveles superiores a los observados en la mayoría de los países del área del euro. La composición de la demanda fue cambiando a lo largo del año: a medida que se fueron superando los efectos de la crisis económica internacional y el entorno internacional se hizo más favorable, las ventas al exterior fueron cobrando un mayor dinamismo, propiciando una disminución de la aportación negativa de la demanda externa, que compensó la moderada pérdida de impulso registrada por la demanda nacional.

III.2.1. Demanda nacional

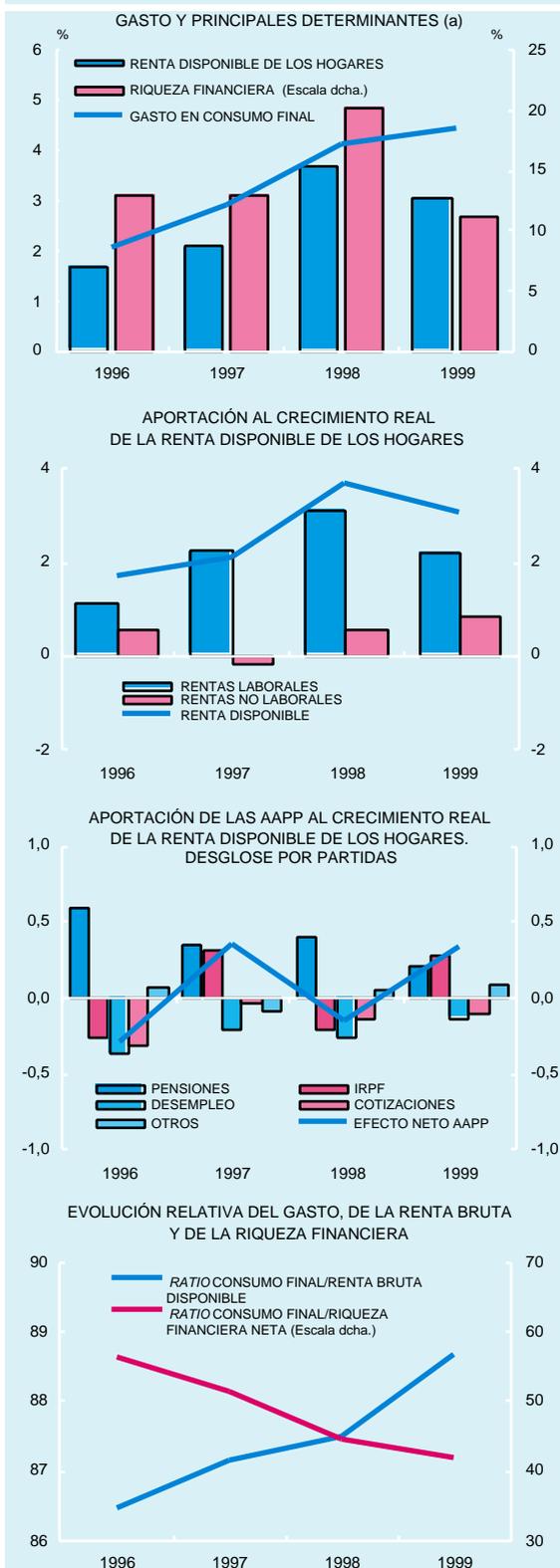
En el cuadro III.2 se presentan los principales componentes de la demanda nacional, clasificados desde la óptica de los agentes que realizan el gasto, cuya evolución se ha estimado a partir de los agregados de la Contabilidad Nacional, utilizando información complementaria. En el cuadro se puede apreciar la expansión del gasto de las familias en 1999, tanto en la vertiente de consumo como en la de inversión residencial, al haberse intensificado notablemente sus tasas de crecimiento. Por su parte, el gasto de las empresas, estimado a partir de

los datos provisionales del INE, continuó registrando tasas de crecimiento elevadas, aunque algo inferiores a las observadas en el ejercicio precedente, debido a la desaceleración de la inversión en equipo. Finalmente, la demanda de las Administraciones Públicas mantuvo el tono de contención que la ha caracterizado en los años recientes, apreciándose una desaceleración de la inversión pública en términos reales. En conjunto, la participación de la demanda de las AAPP en el producto interior bruto disminuyó en 1999, mientras que el gasto de las empresas y familias continuó incrementando su importancia relativa.

El gasto en consumo final de las familias creció un 4,4 % en términos reales, en 1999, frente al 4,1 % observado en el ejercicio precedente. No obstante, el proceso de paulatina aceleración que venía mostrando este componente del gasto desde principios de 1997 se detuvo a lo largo del año, observándose una ligera desaceleración en el último trimestre. El clima de confianza elevado que predominó en los hogares españoles a lo largo del año, el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables y los efectos derivados de las ganancias de riqueza de los últimos años contribuyen a explicar el fortalecimiento que registró el consumo de los hogares en el promedio del año, a pesar de que la renta disponible real de

GRÁFICO III.1

Consumo final de los hogares



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasas de variación real.

las familias creció a un ritmo algo inferior al de 1998.

En efecto, se estima que en 1999 la renta disponible de las familias aumentó un 3,1 %, en términos reales, frente al 3,7 % observado en 1998. Esta desaceleración reflejó, principalmente, el incremento registrado por la tasa de inflación de los precios de consumo, ya que en términos nominales el avance de la renta disponible fue incluso superior al del año precedente. En la parte central del gráfico III.1 aparecen representadas las aportaciones de algunos de los principales componentes de la renta disponible a su tasa de crecimiento real. La menor aportación de las rentas laborales en 1999 fue consecuencia del proceso de moderación salarial y del menor dinamismo del empleo, en relación con 1998. No obstante, cabe mencionar que la pérdida de capacidad adquisitiva de los salarios derivada del aumento de los precios por encima de la tasa prevista ha tenido, en parte, un carácter transitorio, ya que un porcentaje elevado de los asalariados estaba sujeto a convenios colectivos con cláusulas de salvaguarda, que les protegen de las desviaciones de la inflación en relación con la tasa tomada como referencia en el convenio.

En este sentido, aunque los asalariados percibieron los pagos derivados de estas cláusulas a comienzos del año 2000, algunos hogares podrían haber mantenido una pauta de consumo más estable, anticipando sus gastos con cargo a estas rentas. Frente al menor dinamismo de las rentas salariales, la contribución de las AAPP al crecimiento de la renta de las familias alcanzó valores positivos en 1999, como consecuencia del impacto de la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) (véase recuadro III.1). Asimismo, las rentas relacionadas con las actividades empresariales que realizan los hogares por cuenta propia mantuvieron un comportamiento expansivo. Finalmente, la aportación de las rentas relacionadas con la retribución del ahorro siguió siendo negativa —aunque de magnitud inferior a la observada el año anterior—, ya que el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos se tradujo, por un lado, en unos menores ingresos procedentes de las tenencias de activos financieros y, por otro, en un nuevo aumento del endeudamiento de las familias y de los pagos correspondientes.

El fortalecimiento del gasto de consumo de los hogares, a pesar de la desaceleración de la renta disponible real, propició un descenso de la tasa de ahorro, que pudo quedar situada ligeramente por debajo del 12 % de la renta disponible. La disminución de la tasa de ahorro de las familias en 1999, que se añade a los recor-

La reforma del IRPF

El 1 de enero de 1999 entró en vigor la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), que introdujo una profunda reforma de la estructura y contenido de este impuesto. A continuación se detallan sus principales novedades y se describen los primeros datos disponibles sobre los resultados de la recaudación en el ejercicio de 1999:

- El nuevo impuesto grava la renta del contribuyente una vez deducida la cuantía de un mínimo vital, que se fija en 550.000PTA anuales con carácter general, y puede ampliarse en función de las circunstancias personales y familiares del contribuyente.
- Suprime la distinción entre base imponible regular e irregular, integrándose ambas en una base general del impuesto, que incluye, por tanto, los rendimientos de capital a corto y largo plazo, y las ganancias y pérdidas patrimoniales de corto plazo. Las ganancias y pérdidas patrimoniales a largo —las generadas en un plazo superior a dos años se integran y compensan entre sí en una base especial única. El mínimo exento se aplica a reducir, por este orden, la base imponible general y la especial del impuesto, sin que ninguna de las dos bases pueda resultar negativa. Además, se admite la compensación de bases liquidables generales y especiales negativas con las bases liquidables generales y especiales positivas, respectivamente, que se obtengan en los cuatro años siguientes. No existe, sin embargo, la posibilidad de compensación entre la base general y la especial.

En relación con la base imponible general, los rendimientos del trabajo se incluyen minorados en unas cuantías que oscilan entre las 500.000 PTA y las 375.000 PTA anuales. Los rendimientos de capital a corto plazo se integran en su totalidad, y los de largo plazo, previa aplicación de un coeficiente reductor, variable en función del tipo de rendimiento. Para las pérdidas patrimoniales a corto plazo se fija un límite a la compensación con rendimientos del ejercicio (10 % de la base imponible general procedente de estos).

- Establece una nueva y única tarifa, aplicable a la base liquidable general, que sustituye a la individual y a la conjunta anterior, reduciendo tanto el tipo mínimo, que pasa del 20 % al 18 % (sin mínimo exento), como el máximo, que se reduce desde el 56 % hasta el 48 % (para rentas superiores a 11.000.000 de pesetas). El número de tramos disminuye de ocho a seis. Por su parte, la base liquidable especial se grava a un tipo único del 20 %.
- La Ley mantiene las deducciones por vivienda habitual, por actividades económicas, por donativos y por inversiones en bienes de interés cultural (con el límite conjunto del 10 % de la base liquidable), por rentas obtenidas en Ceuta y Melilla, por cantidades depositadas en cuenta vivienda y por doble imposición de dividendos e internacional. La deducción por inversión en vivienda habitual se fija en el 15 % de las cantidades satisfechas en el período, con una base máxima de deducción de 1.500.000 PTA, y se elimina la imputación del rendimiento presunto de los bienes inmuebles y la deducción en la base por los intereses de los préstamos que financien estos inmuebles. Los contribuyentes que hubieran adquirido su vivienda habitual antes del 24 de abril de 1998, serán compensados en el caso de que el nuevo régimen les sea desfavorable.

Esta reforma del IRPF supone una reducción de la presión fiscal media, que, en su primer año de vigencia, afectó a la recaudación a través, básicamente, de la reducción de las retenciones, ya que la cuota diferencial y las devoluciones de 1999 respondieron todavía a la normativa anterior. La recaudación del IRPF del Estado, en términos de caja, creció un 2,1 % en 1999, lo que supone una caída de su peso en el PIB de 0,3 puntos porcentuales (véase tabla adjunta). Por componentes, las retenciones del trabajo aumentaron un 3,6 %, pese a la disminución de los tipos de retención derivada de la reforma del impuesto. No obstante, debe tenerse en cuenta que las cifras de retenciones correspondientes a 1998 y 1999 no son estrictamente comparables, dado que, en 1999, se contabilizaron en esta rúbrica en torno a 192 mm de pesetas correspondientes a ingresos por deudas pendientes de la Seguridad Social y las Comunidades Autónomas (CCAA), frente a algo más de 30 mm de pesetas en 1998, y que la disminución de los tipos de retención en 1999 se aplicó exclusivamente a once meses en el caso de las grandes empresas y a tres trimestres en el caso de las PYMES y profesionales. Si se elimina el primero de los factores, la tasa de crecimiento de las retenciones sigue siendo positiva, aunque se reduce al 0,4 %, lo que podría estar reflejando, principalmente, el crecimiento del número de asalariados. Por su parte, las retenciones de capital presentan una disminución del 19,1 %, que se explica tanto por la evolución de los tipos de interés como por la reducción del tipo de retención de los rendimientos de los depósitos bancarios, de los valores de renta fija y de los pagarés, del 25 % al 18 %. Debe tenerse en cuenta también que la recaudación de 1999 se vio influida por el establecimiento de una retención sobre las ganancias de los fondos de inversión, por la que se recaudaron 90 mm de pesetas. Por último, debe considerarse que la retención sobre los arrendamientos de inmuebles —que se recoge en el cuadro adjunto bajo la rúbrica «cuota diferencial y otros»— entró en vigor en marzo de 1998. Por tanto, si para efectuar una comparación más homogénea con el ejercicio anterior se ajusta la recaudación de 1999 por las deudas pendientes de la Seguridad Social y las CCAA, y las retenciones sobre los arrendamientos de inmuebles y sobre las ganancias de los fondos de inversión, la recaudación por IRPF presenta un descenso del 3,6 % (0,6 puntos porcentuales de PIB). Esta cifra no debe interpretarse como el coste recaudatorio de la reforma, ya que, entre otros factores, se basa en información exclusivamente del Estado y no incluye, por tanto, la recaudación de las CCAA, ni tiene en cuenta los aumentos en la recaudación por impuestos indirectos que han tenido lugar como consecuencia de la reforma.

Recaudación del IRPF del Estado (caja)

Conceptos	1998	1999	%
Retenciones sobre el trabajo	4.956,3	5.136,0	3,6
Retenciones sobre el capital	611,4	494,7	-19,1
Retenciones fondos de inversión	—	90,2	—
Fraccionamientos de pago	412,4	400,1	-3,0
Cuota diferencial y otros	-315,4	-220,9	32,2
Participación CCAA	-672,7	-802,2	19,3
Impuesto sobre la renta	4.992,0	5.097,9	2,1

Fuente: Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos, del Ministerio de Economía y Hacienda.

tes observados en años anteriores, refleja la incidencia sobre el gasto de otros determinantes del consumo. La suavización de las condiciones monetarias continuó ejerciendo un impulso expansivo sobre la demanda de las familias, al registrar los tipos de interés reales un nuevo descenso. Asimismo, si bien las ganancias de riqueza financiera conseguidas por las familias en 1999 como consecuencia de la revalorización de los mercados bursátiles fueron inferiores a las del año anterior, el efecto acumulado de las ganancias percibidas en los últimos años volvió a ser significativo; a ello se añade el aumento de la riqueza inmobiliaria, derivada del incremento de los precios de la vivienda, que ha podido incentivar también la propensión al gasto. Todos estos factores, entre otros, incidieron en una mejora de las expectativas de los hogares: tras algunas vacilaciones, el índice de confianza de los consumidores volvió a alcanzar un nuevo máximo histórico al término del ejercicio, superando los niveles alcanzados en la fase expansiva anterior. El hecho de que el patrón de crecimiento seguido por la economía española en los años recientes haya estado caracterizado por una elevada generación de empleo y por una mayor estabilidad de los puestos de trabajo entre los tramos más jóvenes de la población, ayuda a explicar esta mejora de la confianza de los hogares.

El efecto de la caída de los tipos de interés reales fue especialmente significativo en el caso de los bienes de consumo duradero. El consumo de estos bienes —en particular, de los automóviles— ha registrado un dinamismo extraordinario durante los cuatro últimos años, si bien al término de 1999 comenzaron a apreciarse síntomas de desaceleración. Por otro lado, en 1999 el consumo de servicios presentó un comportamiento expansivo, mientras que el gasto en alimentos mantuvo un tono débil.

La inversión residencial, el otro componente del gasto de las familias, registró un fortalecimiento adicional en 1999, y se estima que alcanzó una tasa de crecimiento real en torno al 11 %, frente al 8 % estimado para el año anterior. Este dinamismo refleja la notable expansión de la adquisición de viviendas nuevas, ya que el gasto en rehabilitación y reforma se desaceleró, evidenciando su comportamiento contracíclico respecto a la construcción de obra nueva. La fortaleza de la demanda de viviendas en los dos últimos años se ha fundamentado en el mantenimiento de ritmos elevados de crecimiento de la renta disponible real de las familias y en el descenso de los tipos de interés hipotecarios, que en el conjunto de 1999 disminuyeron en torno a un punto porcentual, a pesar de la senda ascendente que iniciaron en la segunda mitad del año. El crecimiento significa-

tivo de la riqueza financiera de los hogares en los últimos años también podría haber repercutido positivamente sobre la demanda de vivienda, así como los factores demográficos, aunque su incidencia en 1999 debió de ser inferior a la observada en años anteriores, ya que la formación de nuevos hogares atenuó su ritmo de avance.

En conjunto, los factores mencionados contribuyeron a mantener unas buenas condiciones de acceso de las familias a la compra de vivienda en 1999, a pesar del notable aumento que experimentó su precio relativo (véase gráfico III.2). En efecto, la presión ejercida por la demanda en el mercado inmobiliario se tradujo en un fuerte incremento de los precios de la vivienda en 1999, a pesar del elevado volumen de iniciación de viviendas (superior a las 500.000 unidades), que no se había observado desde la década de los setenta. No obstante, resulta complejo determinar cuál ha sido el impacto del encarecimiento relativo de la vivienda sobre la demanda global, ya que, por un lado, supone un freno para la demanda por motivos de residencia, pero, por otro, la expectativa de revalorización incentiva su compra como activo alternativo en el que materializar la riqueza. Este último segmento de la demanda se ha visto impulsado, adicionalmente, por el descenso de las rentabilidades de los activos financieros (véase la parte inferior del gráfico III.2). En cualquier caso, la tensión en los precios se trasladó al mercado de vivienda usada, donde a partir del segundo trimestre se registró una aceleración de los precios todavía más intensa, que refleja la insuficiencia de la oferta de vivienda nueva en relación con la demanda existente. Además, la evolución de los precios fue muy desigual por áreas geográficas, con un aumento superior a la media en las zonas costeras, debido al aumento tanto de la demanda de no residentes como de la demanda de segunda vivienda por parte de residentes.

En 1999, la demanda final de las AAPP siguió condicionada por el compromiso de contención del gasto público. El mayor ajuste recayó, de nuevo, sobre el gasto de consumo, que continuó la senda de moderación iniciada en años precedentes, mientras que la inversión mantuvo un ritmo de crecimiento más elevado, aunque notablemente inferior al registrado en 1998. Según las cifras publicadas por el INE, el consumo público creció un 1,8 % en términos reales (frente a un 2 % el año anterior), mientras que en términos nominales este crecimiento fue del 5,5 % (un 4,7 % en 1998). La diferente evolución en pesetas corrientes y en términos reales está asociada a la aceleración experimentada por la remuneración por asalariado, así como a una fuerte expansión de las com-

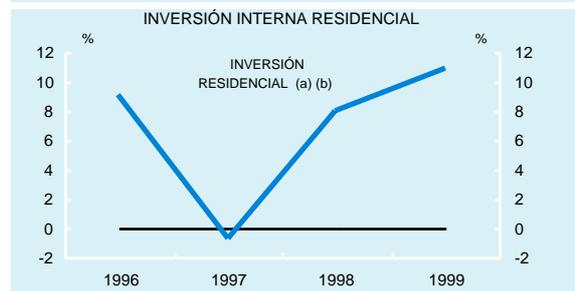
pras netas de bienes y servicios. Por su parte, la desaceleración de la inversión pública fue especialmente relevante en las Corporaciones Locales, que habían realizado un esfuerzo inversor más intenso en 1998, mientras que la Comunidades Autónomas mantuvieron el tono expansivo de su gasto. Atendiendo al tipo de inversión, se registró una desaceleración tanto en bienes de equipo como en construcción; la evolución de esta última refleja, en parte, la fuerte caída registrada por las licitaciones oficiales en 1999, que ha sido más importante en obra civil que en edificación pública.

Durante 1999 la formación bruta de capital fijo de las empresas registró una ligera desaceleración, en comparación con el ejercicio precedente, aunque su crecimiento —que se estima en el 8,1 %, en términos reales— acabó superando las previsiones que tenían algunos empresarios a principios del año, muy condicionadas por el deterioro de las expectativas de demanda que había generado la crisis internacional. La evolución de la inversión productiva privada en 1999 se explica por la expansión de la demanda final, por la posición financiera saneada y la alta rentabilidad de las empresas, y por el comportamiento favorable del coste relativo del capital. De hecho, según la encuesta semestral de inversiones que realiza el Ministerio de Industria y Energía (MINER) entre las empresas industriales, los factores que más incidieron sobre la inversión en 1999 fueron los dos primeros.

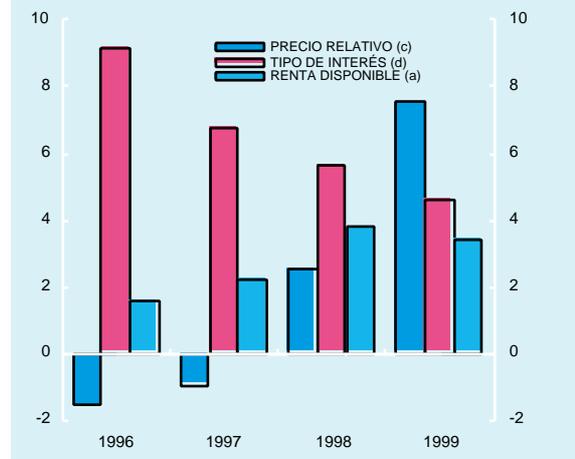
Como se observa en el gráfico III.3, en 1999 se mantuvo la fortaleza de la demanda dirigida a las empresas, en particular de su componente interior, mientras que las ventas en el exterior mostraron un menor dinamismo en el conjunto del año. No obstante, la demanda exterior registró un perfil de recuperación a lo largo del año, que contribuyó a incrementar la presión ejercida por el gasto en el segundo semestre. Esta mayor presión de la demanda terminó por traducirse en un aumento significativo del grado de utilización de la capacidad instalada en la industria, en la última parte del año. Aunque, en media anual, el nivel de utilización de la capacidad productiva se redujo ligeramente, al término del ejercicio alcanzó niveles muy elevados (81,2 %), incrementando las necesidades de ampliación del equipo productivo. Según la encuesta mencionada anteriormente, desde 1997 la ampliación de capital ha constituido el objetivo primordial del gasto de inversión en la industria. Asimismo, las mejoras del rendimiento —concepto que incluye la sustitución de mano de obra, la introducción de nuevas tecnologías y el ahorro de materias primas— son una motivación importante en los planes de inversión de las empresas.

GRÁFICO III.2

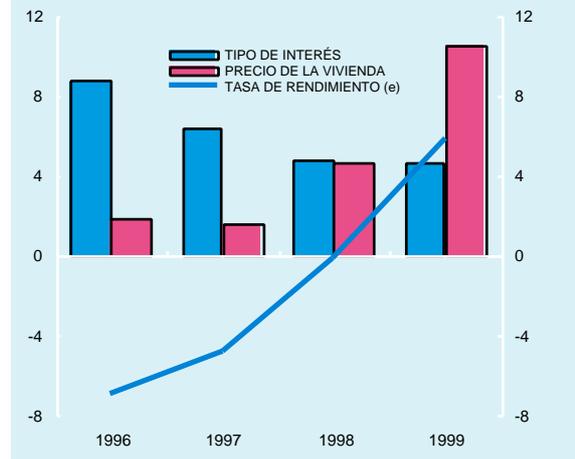
Inversión residencial



FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA POR MOTIVO SERVICIOS



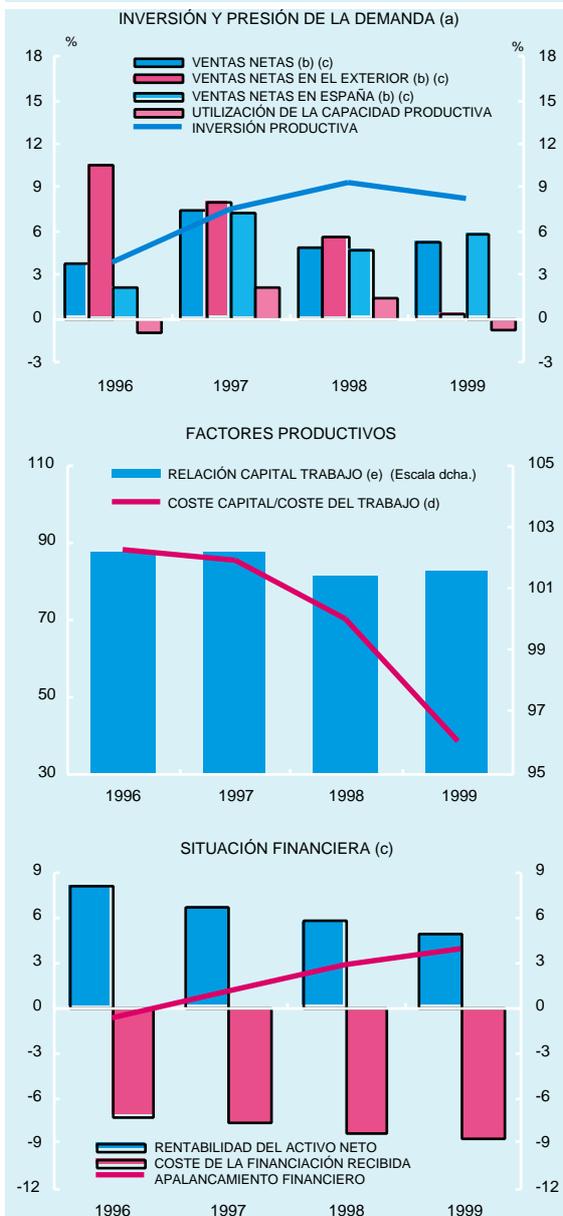
FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA POR MOTIVO INVERSIÓN



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.
 (a) Tasas de variación real.
 (b) Estimaciones del Banco de España.
 (c) Precio de la vivienda nueva con relación al deflactor del consumo privado.
 (d) Tipo de interés nominal de los préstamos hipotecarios.
 (e) Diferencia entre la tasa de variación del precio de la vivienda y el tipo de interés del activo alternativo (aproximado por la rentabilidad de los bonos y obligaciones del Estado a diez años).

GRÁFICO III.3

Inversión productiva privada



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

(a) Tasas de variación real y diferencias para el grado de utilización de la capacidad productiva instalada.

(b) Cifra neta de negocios deflactada por el deflactor de la demanda final. Para sus componentes interior y exterior se ha utilizado el deflactor de la demanda interna y de las exportaciones, respectivamente.

(c) Datos obtenidos de la CBA hasta 1998 y de la CBT para 1999.

(d) Los costes relativos miden el coste de uso del capital dividido por el coste de uso del trabajo, aproximado por la remuneración por asalariado.

(e) Relación entre el stock de capital productivo privado, obtenido a partir de una condición inicial estimada por la Fundación BBV/IVIE, y el total de ocupados en el sector privado según la Contabilidad Nacional.

La reducción de los tipos de interés que se ha registrado en los últimos años en la economía española explica, en gran medida, el descenso del coste de uso del capital en términos reales que se ha producido desde 1997, y al que en 1999 también contribuyó el aumento de la tasa de inflación. Se estima que la caída del coste de uso del capital durante el pasado año fue mayor que el descenso registrado por el coste del trabajo, en términos reales, lo que determinó una evolución de los precios relativos de los factores favorecedora de una mayor intensidad del capital en los procesos productivos. De hecho, la relación capital/trabajo registró una suave recuperación en 1999, como aparece reflejado en la parte central del gráfico III.3. Esta recuperación parece algo tímida en relación con el abaratamiento relativo del capital en los últimos años, si bien este abaratamiento puede estar sobreestimado por el indicador de los precios relativos que aparece en el gráfico, ya que este no incorpora algunas de las medidas de reducción del coste del trabajo que se han adoptado en los últimos años para favorecer la creación de empleo.

Por otra parte, el entorno financiero en el que las empresas han desarrollado su actividad en 1999 ha seguido mejorando, lo que, junto a los altos niveles de rentabilidad que han alcanzado, contribuye a explicar una evolución expansiva de la inversión productiva. Según los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT), el aumento de la *ratio* de rentabilidad en 1999 fue consecuencia de la expansión de la actividad productiva de las empresas, de la contención de los gastos de explotación, derivada de la desaceleración de los gastos de personal, y del menor crecimiento de los gastos financieros, a pesar del fuerte incremento de la financiación ajena. La elevada rentabilidad del activo y el bajo coste de los recursos ajenos dieron lugar a un aumento considerable del apalancamiento financiero —la diferencia entre ambas *ratios*— que alcanzó máximos históricos cercanos al 4 % e impulsó, a su vez, el proceso inversor. En este contexto, la apelación a la financiación ajena, concedida tanto por las entidades de crédito residentes como no residentes, continuó creciendo, aunque las empresas siguieron manteniendo una situación financiera muy saneada por la fuerte generación de recursos propios.

A pesar del comportamiento tan positivo de los principales determinantes de la inversión empresarial, las estimaciones disponibles muestran, como ya se ha señalado, una ligera desaceleración de este componente del gasto en 1999. Aunque esta desaceleración, de confirmarse, podría en parte quedar explicada por el debilitamiento de las expectativas de deman-

da al inicio del año, también parece señalar una cierta contención en la puesta en práctica de sus planes de inversión por parte de los empresarios. De hecho, la *ratio* de inversión en bienes de equipo sobre PIB ha mostrado un avance menos intenso en España que en otras economías con fuerte crecimiento en el actual ciclo expansivo. Este resultado podría reflejar que las empresas españolas han aprovechado unas circunstancias tan positivas como las actuales para profundizar en su proceso de internacionalización, a tenor del dinamismo que ha alcanzado en los últimos años la inversión directa en el exterior, de modo que su actividad inversora habría sido más importante de la que reflejan, exclusivamente, las cifras de la inversión productiva privada.

En cuanto a la desagregación por componentes de la inversión de las empresas, la construcción registró un gran dinamismo en 1999, impulsada por la inversión en nuevas superficies industriales y en locales comerciales. Asimismo la construcción de oficinas registró un aumento muy significativo, aunque representa un porcentaje poco importante del total de la construcción. El gasto en bienes de equipo, por su parte, experimentó una desaceleración a lo largo del año.

Finalmente, la variación de existencias tuvo una aportación de una décima al crecimiento del PIB en 1999, similar a la observada en el ejercicio precedente. En general, la persistencia de unos costes reducidos de mantenimiento de existencias, como consecuencia de los bajos niveles de los tipos de interés y de los precios de las materias primas no energéticas —aunque estos tendieron a incrementarse conforme avanzaba el año— podría haber propiciado un aumento de los niveles deseados de existencias en algunas industrias. Adicionalmente, el componente involuntario de las existencias debió de experimentar un aumento en la primera mitad del año, período en el que aumentó sustancialmente el porcentaje de empresarios que declaraban mantener unos niveles de existencias superiores a los deseados, como consecuencia de la debilidad de las ventas al exterior, atenuándose posteriormente. Por el contrario, en la industria del refino del petróleo tuvo lugar un descenso muy abultado de los niveles de existencias conforme avanzaba el año, debido al ascenso del precio del petróleo en los mercados internacionales.

III.2.2. Demanda exterior

En 1999, la demanda exterior neta continuó ejerciendo un notable efecto contractivo sobre el crecimiento del producto. Según las estima-

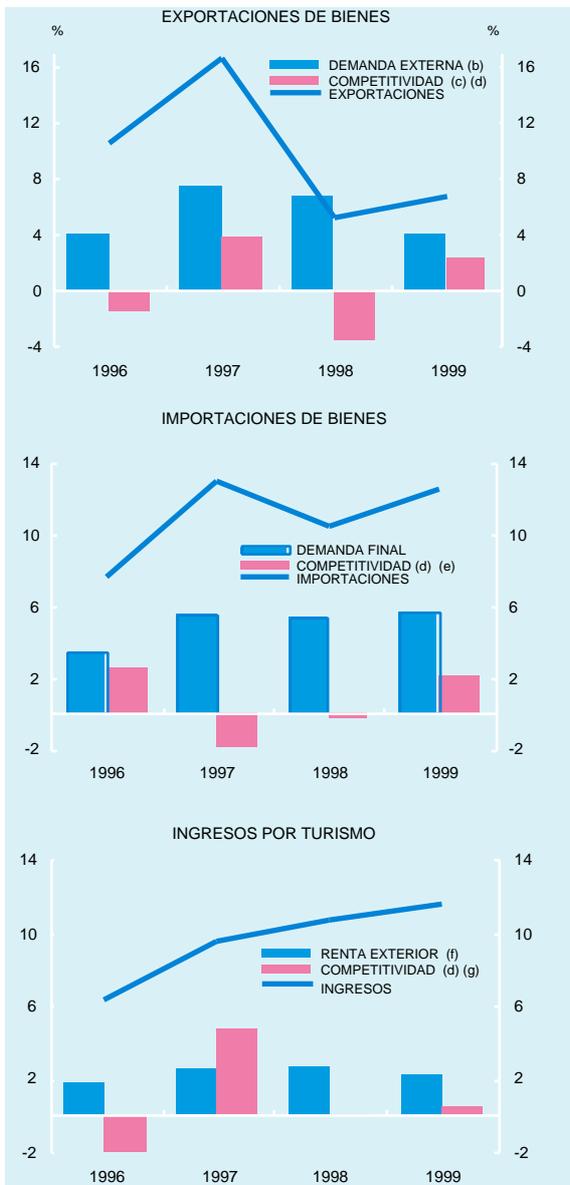
ciones provisionales de la CNTR, dicho efecto fue de 1,2 puntos porcentuales en el promedio del año, cifra algo superior a la estimada para 1998 (un punto porcentual). Esta detracción fue especialmente intensa en el primer trimestre, cuando las exportaciones —especialmente las de bienes— acusaron el impacto de la crisis económica internacional, registrando tasas de avance muy moderadas, mientras que las importaciones mantenían una fortaleza considerable. No obstante, en el transcurso del año la contribución negativa experimentó una corrección importante, a medida que las exportaciones fueron consolidando un perfil de recuperación muy acentuado, alentadas por la mejora del entorno exterior y, en menor medida, por las mejoras de competitividad registradas en algunos mercados, como consecuencia de la depreciación del euro. En el conjunto de 1999, las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 8,5%, en términos reales, mientras que las compras en el exterior aumentaron un 12,6 % (véase gráfico III.4).

Las exportaciones de bienes mostraron una acusada debilidad a comienzos de 1999, prolongando la trayectoria que habían iniciado en el segundo semestre del año anterior, en un entorno internacional adverso, caracterizado por la debilidad de la demanda de las economías del área del euro y por la fase de recesión en que se hallaban inmersos la mayoría de los países emergentes de Latinoamérica y, en menor medida, los del sudeste asiático. Sin embargo, la prontitud con que se produjo la recuperación de las economías emergentes de esta última región y la paulatina mejora de los países del área del euro propiciaron un aumento de las ventas al exterior en el segundo trimestre del año, que fue cobrando mayor vigor a medida que la mejora del clima económico se generalizaba y adquiría una mayor firmeza. De este modo, las exportaciones de bienes, que habían registrado un aumento interanual del 3,8 %, en términos reales, en el primer trimestre del año, finalizaron el ejercicio con tasas superiores al 10 %.

Como ya se ha dicho, esta recuperación de las ventas al exterior se vio favorecida también por las mejoras de competitividad alcanzadas en los mercados de fuera del área del euro, como consecuencia, principalmente, de la depreciación del tipo de cambio de esta moneda. No obstante, la evolución de la competitividad frente a las economías de la UEM, que constituyen nuestros principales socios comerciales, continuó mostrando algunos rasgos adversos, tal y como se observa en el gráfico III.5. En particular, aunque los precios de exportación mantuvieron tasas de crecimiento muy similares o incluso algo inferiores a los observados en esta

GRÁFICO III.4

Demanda exterior y principales determinantes (a)



Fuentes: FMI, OCDE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales de variación real.

(b) Media de las importaciones de los países industrializados, a precios constantes, ponderadas según la importancia de cada país en las exportaciones españolas.

(c) Inversa del deflactor de las exportaciones españolas en relación con los precios de exportación del resto del mundo, corregidos por el tipo de cambio.

(d) Los valores positivos indican una ganancia de competitividad de las exportaciones, importaciones y del sector turístico español, respectivamente; y los negativos, una pérdida.

(e) Índice de precios industriales en relación con el deflactor de las importaciones españolas.

(f) Media del PIB de los países de procedencia del turismo español, ponderados según la importancia relativa del número de visitantes.

(g) Inversa del tipo de cambio efectivo real frente a la OCDE.

área, los costes laborales unitarios registraron ritmos de avance comparativamente más elevados, propiciando una nueva comprensión de los márgenes de explotación de los sectores más expuestos a la competencia internacional. Como se comentó en el capítulo I de este Informe, la persistencia de esta situación —que podría extenderse a terceros mercados, cuando se modifique la trayectoria reciente del tipo de cambio de la moneda europea— podría limitar el dinamismo de las exportaciones, dificultando la presencia de las empresas españolas en el exterior, y favoreciendo, al mismo tiempo, una mayor penetración de los productos extranjeros en el mercado español.

Analizando la evolución desagregada de las exportaciones, la aceleración de las ventas al exterior que se produjo en el transcurso de 1999 tuvo un carácter generalizado, tanto en lo que se refiere a los principales grupos de productos como a las áreas geográficas y económicas. En concreto, las exportaciones destinadas al área del euro, que se habían mantenido prácticamente estabilizadas en los primeros meses del año, crecieron un 6,3 % en el promedio de 1999, alentadas por la reactivación de la demanda de los países de esta área, mientras que las destinadas al resto del mundo aumentaron un 2,9 %, tras registrar abultados descensos en los primeros meses.

Dentro del área del euro se aprecian ciertas discrepancias en la evolución de las ventas a Portugal y a las economías de menor tamaño, que registraron tasas de crecimiento relativamente elevadas desde el segundo trimestre del año, y las destinadas a Alemania, Francia e Italia, que únicamente adquirieron mayor firmeza al término del ejercicio. Por otra parte, las exportaciones a Estados Unidos presentaron una gran atonía durante el primer semestre del año, resultado que contrasta con la persistencia del ciclo expansivo de esta economía y con el fortalecimiento del dólar frente al euro. Las ganancias de competitividad que experimentaron los países asiáticos en los años precedentes podrían haber provocado un desplazamiento de los productos españoles que se dirigen a este mercado, ya que entre estos productos predominan algunas manufacturas de consumo y ciertos productos intermedios en cuya producción se encuentran fuertemente especializadas las economías emergentes del sudeste asiático. En cualquier caso, las exportaciones a Estados Unidos se recuperaron en la segunda mitad del año, favorecidas por las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro.

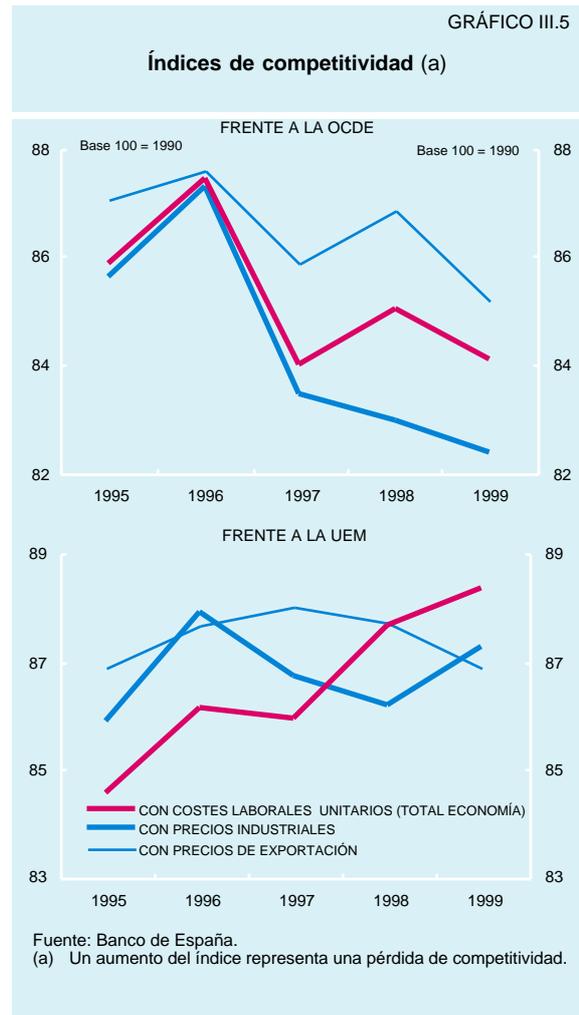
Por lo que se refiere al resto de los mercados, las exportaciones comenzaron el año registrando descensos muy abultados, aprecián-

dose posteriormente una recuperación generalizada, aunque de intensidad variable. En concreto, las ventas a los países del sudeste asiático presentaron un renovado dinamismo a partir del segundo trimestre, registrando un aumento del 8,6 % en el promedio del año. Por el contrario, las ventas a Latinoamérica disminuyeron un 2,1 % en el conjunto del año, ya que su recuperación fue más tardía. Finalmente, en el caso de la CEI y otros países del centro y este de Europa se apreciaron pautas de comportamiento muy diferenciadas entre aquellos países que en los años recientes han suscrito acuerdos comerciales con la Unión Europea (UE), donde las exportaciones españolas fueron cobrando una elevada fortaleza conforme avanzaba el año, y aquellos otros, como Rusia, donde la recuperación de las ventas ha sido más débil.

Los ingresos por turismo mantuvieron un comportamiento muy expansivo en 1999, superando incluso los excelentes resultados alcanzados en los dos años anteriores. La fuerte expansión que ha registrado este agregado en los años recientes se encuentra estrechamente ligada a la progresiva apreciación de la libra esterlina, que ha posibilitado una afluencia masiva de visitantes procedentes del Reino Unido, incrementando sustancialmente su participación en la estructura de turistas por áreas de procedencia. Asimismo, en 1999 la paulatina mejoría de la situación económica de Alemania, Francia e Italia tuvo también una influencia favorable sobre los ingresos por turismo, a lo que cabe añadir los efectos de las campañas de diversificación de la oferta realizadas en los últimos años, que están impulsando una mayor afluencia de turistas fuera de la temporada estival.

Las importaciones de bienes, por su parte, mantuvieron ritmos de avance elevados, por quinto año consecutivo, impulsadas principalmente por el vigor de la demanda interna y, en menor medida, por la ligera mejora de competitividad que registraron los productos importados en 1999. Los precios de las importaciones no energéticas se incrementaron moderadamente, a un ritmo inferior al de los bienes industriales producidos en el interior del país, aunque en los meses finales del año pudo apreciarse una aceleración, conforme se agudizaban las tensiones inflacionistas en los principales países proveedores del mercado español.

La composición de las importaciones por grupos de productos revela una pujanza extraordinaria de las compras de bienes de equipo, que superaron incluso los notables crecimientos registrados en los tres años precedentes. Este resultado, que es coherente con el desarrollo del proceso inversor que está teniendo lugar en la economía española durante la ac-



tual fase expansiva, refleja también la debilidad de la oferta española de productos tecnológicos, que hace necesario recurrir a las importaciones como vía de acceso a las tecnologías más avanzadas. Las compras de bienes de consumo no alimenticio han mostrado también un comportamiento muy expansivo en los años recientes, especialmente significativo en el caso de los automóviles. Como se comentó anteriormente, los bajos tipos de interés que prevalecen en la economía española han incidido especialmente sobre la demanda de automóviles; a ello cabe añadir el desplazamiento de las preferencias de los consumidores hacia segmentos de mayor cilindrada, de gama media o alta, en los que la oferta española está escasamente especializada. Por otra parte, las compras de productos intermedios no energéticos mostraron una trayectoria ascendente en el transcurso del año, conforme se afianzaba la recuperación de la actividad industrial, mientras que las de productos alimenticios mantuvieron tasas de crecimiento elevadas, impulsadas por los descensos que registraron sus precios durante la mayor parte del año y por la escasez de la oferta interior de estos productos. Finalmente, las

compras de productos energéticos registraron descensos muy abultados a partir del segundo trimestre del año, como consecuencia de la escalada de los precios del petróleo en los mercados internacionales, que llevó a las refinerías españolas a emplear las reservas acumuladas en años anteriores, provocando una fuerte reducción de las existencias.

Al dinamismo de las importaciones de bienes se añadió en 1999 el elevado ritmo de expansión de los pagos por turismo. El aumento de la capacidad de gasto de los consumidores españoles y el clima de elevada confianza en los hogares justifican este resultado. Además, este comportamiento se inscribe dentro de la tendencia creciente que viene experimentando la propensión a viajar de los españoles, conforme la mejora en el nivel de renta ha ido posibilitando una transformación de las pautas de consumo. Finalmente, los pagos por otros servicios volvieron a registrar ritmos de avance muy elevados.

III.3. PRODUCTO Y EMPLEO

Como se ha indicado, en 1999 la demanda nacional experimentó un crecimiento elevado, cercano al 5 %, que, junto con la progresiva aceleración de las exportaciones, dio lugar a un avance del 5,7 % de la demanda final, tres décimas superior a la del año 1998, según las estimaciones provisionales de la CNTR. La elevada pujanza de la demanda fue satisfecha mediante importaciones en mayor medida que en el año precedente, puesto que las compras en el exterior de bienes y servicios registraron un crecimiento del 12,6 %, un punto y medio superior al de 1998, mientras que el PIB se incrementó un 3,7 %, tres décimas menos que en el año precedente. Según la mayor parte de las estimaciones realizadas, la producción de la economía española se mantuvo por encima de su nivel tendencial en el año 1999, aunque la diferencia entre ambos (*output gap*) fue similar a la del año anterior. Por ramas de actividad, la desaceleración del PIB no fue generalizada, ya que, mientras que el valor añadido bruto (VAB) se redujo en la agricultura y se desaceleró en los servicios no de mercado y en la industria, en los servicios de mercado y, sobre todo, en la construcción se apreció una expansión superior a la del año precedente, siempre en términos de medias anuales.

El elevado dinamismo de la actividad vino acompañado de un fuerte ritmo de generación de empleo, que también se vio favorecido por la contención del coste laboral en términos reales, como se ilustra en el gráfico III.6. En efecto, según las estimaciones de la CNTR, el cre-

cimiento del número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo se situó en el 3,4 %, tres décimas menos que en el año precedente, mostrando un perfil de desaceleración a lo largo del año. En consecuencia, la productividad aparente del trabajo mantuvo un ritmo de crecimiento muy reducido por segundo año consecutivo (un 0,3 %), aunque fue recuperándose según transcurría el año. En cualquier caso, de acuerdo con los datos proporcionados por la Encuesta de Población Activa (EPA), que se comentan posteriormente, el fuerte avance del empleo en 1999 se tradujo en una sustancial reducción de la tasa de paro, de casi tres puntos porcentuales, de forma que dicha tasa se situó en el promedio del año en un 15,9 %.

III.3.1. La producción y el empleo en las ramas productivas

La actividad de las ramas primarias experimentó un comportamiento contractivo durante 1999. El VAB, en términos reales, se redujo un 2,1 %, resultado que contrasta con los crecimientos experimentados en los tres años anteriores. La actividad de esta rama mostró un marcado empeoramiento en el primer semestre del año y una menor caída en el segundo, lo que vino determinado por la escasa pluviosidad registrada en la mayor parte del territorio nacional, viéndose especialmente afectados los cereales y el olivar. La caída de la actividad en el sector primario se tradujo en una reducción aún más intensa del empleo (-2,8 %), lo que posibilitó una cierta recuperación de la productividad aparente del trabajo, como se observa en el gráfico III.7.

En el conjunto de 1999, la actividad industrial experimentó un modesto crecimiento, que, en términos de VAB, se cifró en un 1,8 %, tasa muy inferior al 4,8 % registrado en 1998, de forma que su contribución al crecimiento del PIB fue de solo 0,4 puntos porcentuales, frente a un punto porcentual en 1998. A lo largo del año, sin embargo, la actividad en esta rama mostró un perfil de recuperación bastante acusado, impulsada por la incidencia que tuvieron la reactivación de la economía mundial y la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar sobre las exportaciones.

El repunte de la actividad no se generalizó a todas las ramas industriales. En particular, la energía experimentó una ligera reducción en su VAB, de acuerdo con las cifras de la CNTR, si bien su producción, en términos reales, se incrementó un 3,8 %; la diferencia entre ambos resultados sería el reflejo del aumento en el volumen de sus consumos intermedios, en un año caracterizado por la sequía. El crecimiento del

VAB en las manufacturas fue del 2,3 % de media anual, con un perfil trimestral claramente expansivo, que al finalizar el año situaba su tasa de variación interanual en el 3,8 %. La recuperación de la industria manufacturera también fue desigual. Entre las ramas más dinámicas estuvieron algunas de las más tradicionales y con poco peso en el conjunto de la industria, como son cuero y calzado, y madera y corcho, destacando también el elevado crecimiento en la producción de caucho y plástico. Entre las actividades con mayor peso específico dentro de la industria española, destacó el buen comportamiento del sector químico y de la rama de papel, artes gráficas y edición, ambas con un crecimiento superior a la media y con un perfil de recuperación a lo largo del año. En sentido opuesto, fue notorio el estancamiento de la producción alimenticia, así como el modesto crecimiento de la fabricación de material de transporte, que, además, presentó un perfil de desaceleración a lo largo del año.

El empleo industrial experimentó un aumento del 3,1 % en 1999, que se tradujo en una reducción de la productividad aparente del trabajo, por segundo año consecutivo. Utilizando la información desagregada sobre el empleo que proporciona la EPA, se deduce que la caída de la productividad habría sido el resultado del comportamiento dispar de la producción y el empleo en determinadas ramas, como la textil y la de material eléctrico, donde se produjo una contracción de la producción real de forma simultánea con una expansión del empleo, y la metalurgia, donde, a pesar del reducido crecimiento de la actividad, el empleo aumentó cerca de un 8 %. La mayoría de las actividades, sin embargo, experimentaron crecimientos de la productividad aparente nulos o ligeramente positivos.

La construcción fue la actividad más dinámica durante 1999. El crecimiento medio anual del VAB de esta rama se cifró en un 8,1 %, siendo su aportación al crecimiento del PIB de 0,6 puntos porcentuales (0,4 en 1998). La actividad constructora había venido registrando un impulso creciente a lo largo de todo el año 1998, que se prolongó en la primera mitad de 1999, iniciando un proceso de suave desaceleración en el segundo semestre del pasado año. La pérdida de ritmo de la actividad constructora fue generalizada en los distintos tipos de obras, si bien fue más intensa en la obra civil que la observada en edificación, según la información de la Encuesta de Coyuntura de la Industria de la Construcción (ECIC). La fortaleza de la actividad se tradujo en un fuerte ritmo de creación de empleo, que a lo largo de 1999 se mantuvo en torno al 11 %. En consecuencia, la productividad aparente del trabajo experimentó un des-

GRÁFICO III.6

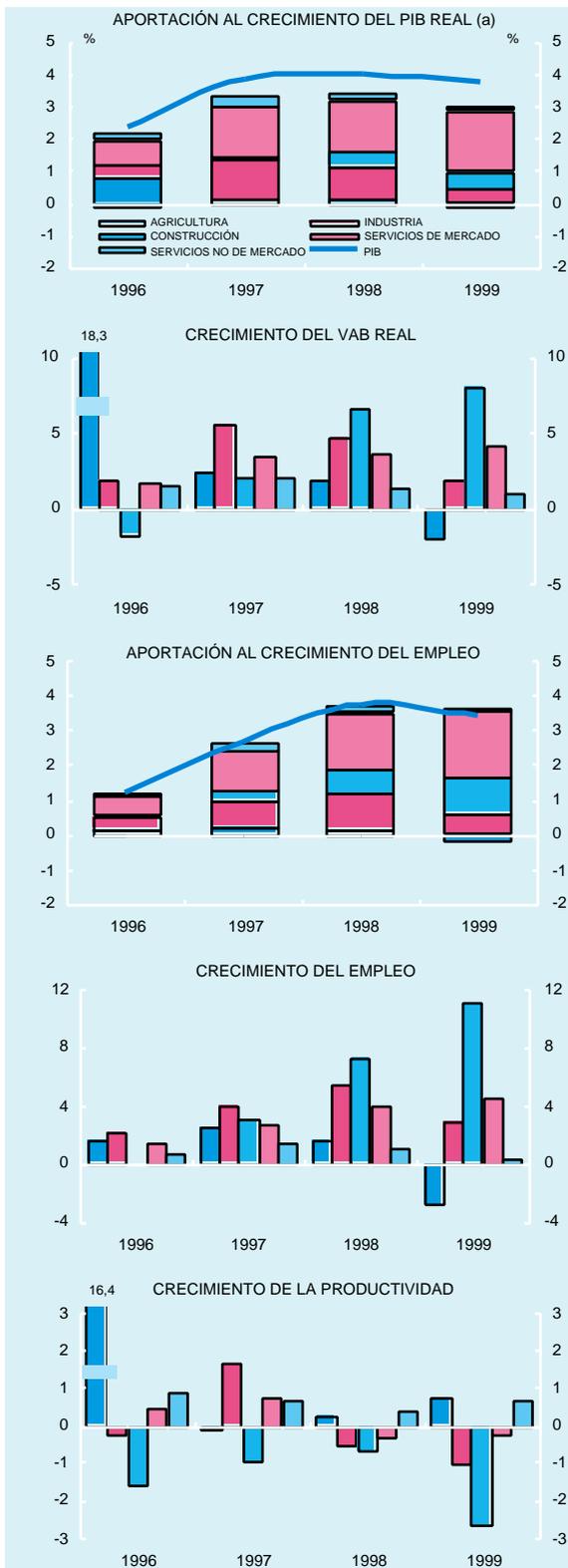
Crecimiento real y principales magnitudes del mercado de trabajo



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, de las series de ciclo-tendencia de la CNTR.
 (b) PIB a precios constantes.
 (c) Ocupados. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
 (d) Cociente entre PIB y el empleo.
 (e) Cociente entre la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.
 (f) Encuesta de Población Activa. Cociente entre los desempleados y la población activa.

GRÁFICO III.7

Valor añadido bruto, empleo y productividad



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) No se representa en el gráfico la aportación de los impuestos al crecimiento del PIB.

censo de una intensidad muy superior a la observada en los tres años anteriores. Este comportamiento podría estar, en parte, determinado por el menor crecimiento relativo de la obra civil, que se caracteriza por tener una productividad superior a la edificación. Además, debe tenerse en cuenta el fuerte crecimiento observado en los certificados de terminación de viviendas, ya que los mayores requerimientos de empleo se producen en la fase final del proceso de construcción.

El VAB de las actividades enmarcadas en el sector servicios registró en el pasado año una tasa de crecimiento del 3,5 %, cuatro décimas superior a la de 1998, con lo que su aportación al crecimiento del PIB se elevó hasta dos puntos porcentuales. El mayor dinamismo del sector terciario se concentró en los servicios de mercado, que se incrementaron un 4,2 % en el conjunto del año, mostrando un perfil de aceleración en el segundo semestre. Por el contrario, los servicios no destinados al mercado experimentaron un modesto crecimiento en 1999 (1,1 %), produciéndose una intensa desaceleración en el segundo semestre. El carácter expansivo de los servicios de mercado no fue generalizado. Las actividades que registraron mayores avances fueron las comunicaciones y, en menor medida, los servicios personales y a empresas, y la hostelería, cuyo vigoroso crecimiento fue consecuencia de la gran afluencia de turistas en el pasado año. El comercio mostró un comportamiento estable, acorde con la evolución del consumo privado. Por último, las actividades de transporte mostraron un tono de debilidad, con la excepción del aéreo, que fue algo más expansivo.

El empleo en las actividades de servicios siguió el mismo patrón que el VAB, con un aumento del 3,2 % en el agregado, levemente superior al registrado en el año precedente. Este resultado fue consecuencia de la fuerte generación de empleo en los servicios de mercado, que mantuvieron a lo largo de todo el año una tasa de crecimiento estable, en torno al 4,5 % (3,9 % en promedio en 1998), mientras que en los servicios no de mercado el empleo se desaceleró de forma continuada. La productividad aparente del trabajo presentó un perfil de moderada recuperación a lo largo del año, determinado por el comportamiento de los servicios de mercado, donde el ritmo más expansivo de la actividad en el segundo semestre no se tradujo en una correspondiente aceleración del empleo. No obstante, en el promedio de 1999 la productividad aparente del trabajo en los servicios de mercado se redujo un 0,3 %, tasa similar a la observada en 1998.

III.3.2. El empleo

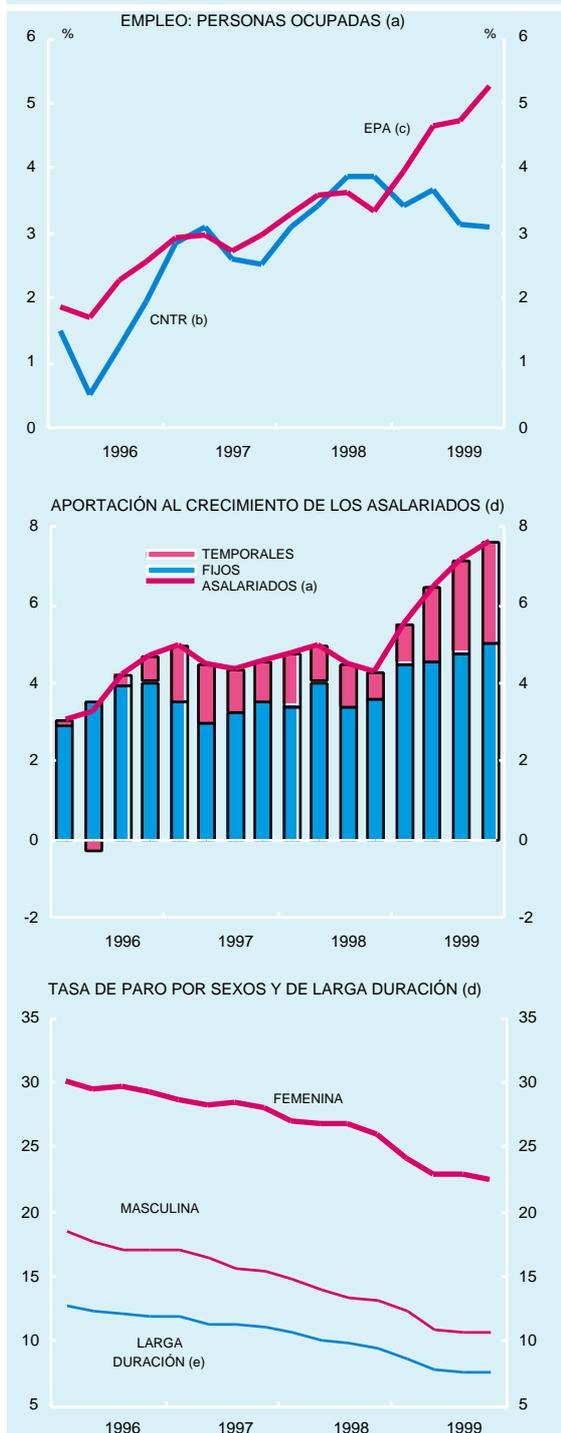
Como se ha comentado previamente, la fortaleza de la actividad y el descenso en términos reales de los costes salariales permitieron que el proceso de generación de empleo mostrara un notable dinamismo en 1999. El elevado crecimiento del empleo que reflejaron los datos de la CNTR se vio confirmado por otros indicadores, como la EPA y el número de afiliados a la Seguridad Social, que recogieron un aumento de los ocupados incluso más intenso. En concreto, según la EPA el crecimiento del número de ocupados se situó en el 4,6 %, más de un punto por encima de la CNTR (véase el gráfico III.8). Esta discrepancia, mucho más acusada que la observada en años precedentes, estuvo determinada, en gran medida, por las modificaciones introducidas en la elaboración de la Encuesta, en enero de 1999, con el objetivo de adaptarla a la nueva Encuesta de Fuerza de Trabajo Armonizada Europea (1). Como consecuencia de las mejoras introducidas en la elaboración de la Encuesta, los niveles de empleo estimados por la EPA se han aproximado en mayor medida a los obtenidos por la Contabilidad Nacional de España (CNE), aunque ello ha distorsionado temporalmente las tasas de variación de las variables de esta Encuesta.

La expansión del empleo y el aumento de la población activa (1 %), recogidos por la EPA en 1999, dieron lugar a una reducción de casi tres puntos en la tasa de paro, que se situó en el 15,9 % en 1999 (15,4 % en el cuarto trimestre). Además, la tasa de actividad de la población entre 16 y 64 años aumentó en casi un punto, hasta el 63,9 %, intensificando el proceso de convergencia hacia estándares europeos. El aumento de la participación fue especialmente importante en el colectivo de mujeres, donde aquella superó el 50 %, y entre los jóvenes. A pesar de ello, el recorte de la tasa de desempleo también fue más elevado en estos colectivos. En el caso de las mujeres, la tasa de paro se redujo en tres puntos y medio respecto a 1998, aunque aún se encuentra en el 23,3 %, sustancialmente por encima de la tasa de desempleo masculina (11,2 %). En el caso de los menores de 30 años, la tasa de paro se redujo en más de cinco puntos porcentuales, situándose alrededor del 25 %. Otros colectivos especialmente afectados por el desempleo también mejoraron su posición relativa; así, la tasa de desempleo de larga duración se redujo hasta el 8 %, pasando a representar algo menos del 50 % de todos los parados. Debe tenerse en cuenta que tanto las mujeres como los jóvenes y los parados de larga dura-

(1) En aplicación del reglamento 577/98 del Consejo de la Unión Europea, y del 1571/98 que lo desarrolla.

GRÁFICO III.8

Empleo y paro



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar.

(b) Datos brutos.

(c) Corregida del cambio censal 1995-1996.

(d) Encuesta de Población Activa.

(e) Personas que llevan más de un año en paro sobre población activa total.

ción han sido los grupos a los que se han dirigido especialmente las medidas de fomento del empleo. Por nivel de estudios, los mejores resultados se dieron entre aquellos que cuentan con estudios medios.

Tanto las cifras de la CNTR como las de la EPA muestran que, en términos netos, todos los puestos de trabajo creados en 1999 lo fueron por cuenta ajena. Según la Encuesta, el número de asalariados aumentó un 6,7 %, mientras que los autónomos se redujeron en un 2,2 %. Los asalariados con contrato indefinido experimentaron un aumento del 7 %, frente al 6 % de los temporales, por lo que continuó observándose el efecto favorable de las medidas de fomento del empleo estable, introducidas en 1997, y respaldadas por el establecimiento de bonificaciones en las cotizaciones a la Seguridad Social por la contratación de determinados colectivos de trabajadores. Este régimen de bonificaciones, que caducaba en mayo de 1999, fue prorrogado hasta el 31 de diciembre, si bien su cuantía sufrió un recorte, de distinta magnitud para cada colectivo. La duración de las bonificaciones continuó siendo de dos años, excepto para los mayores de 45 años, para los que se aplican durante toda la vida del contrato. A pesar de ello, la *ratio* de temporalidad únicamente se redujo en dos décimas, situándose en el 32,8 %, detectándose, además, un nuevo aumento en la tasa de rotación de los contratos temporales y un acortamiento de su duración media (véase recuadro III.2).

Una de las principales novedades en la normativa del mercado de trabajo en 1999 fue la nueva regulación del contrato a tiempo parcial, aprobada por el Real Decreto-Ley 15/1998, con la que se quería potenciar esta modalidad de empleo en su vertiente indefinida. En líneas generales, la nueva regulación delimita de forma más estricta tanto lo que se entiende por empleo a tiempo parcial como las posibilidades de distribución de su jornada; además, eleva el nivel de protección social de estos trabajadores y sustituye las horas extraordinarias por horas complementarias, en el contrato indefinido, eliminándolas en el contrato temporal. Adicionalmente, desde enero de 1999, se introdujeron bonificaciones en las cuotas a la Seguridad Social para los mismos colectivos que en el resto de contratos permanentes, mientras que se penalizó la contratación temporal, elevando el tipo de cotización por desempleo. Aunque los contratos a tiempo parcial con carácter indefinido aumentaron en un 34,5 % en 1999, su peso en el total de contratos fue todavía muy reducido (1,5 %). Probablemente, la moderada aceptación que parece haber tenido el nuevo contrato estable a tiempo parcial es el resultado de la excesiva rigidez que introduce la planificación

adelantada de la jornada a lo largo del año y de las horas complementarias, a pesar de que estas se han abaratado respecto a las horas extraordinarias. Según la información aportada por la EPA, el porcentaje de asalariados a tiempo parcial aumentó ligeramente en 1999, hasta el 8,2 %, aunque este incremento, sorprendentemente, se debe al crecimiento que registraron los trabajadores temporales (13,6 %), mientras que los fijos aumentaron un 1,9 %.

III.4. PRECIOS Y COSTES

En 1999, los principales indicadores de precios registraron tasas medias de crecimiento superiores a las observadas en 1998. En concreto, el IPC se incrementó un 2,3 % en media anual, frente al 1,8 % del año anterior, mientras que el crecimiento de los deflatores de la demanda final y del PIB fue del 2,5 % y del 3,1 %, respectivamente (1,6 % y 2,3 % en 1998). Gran parte del repunte experimentado por la tasa de inflación en 1999 es imputable a factores exógenos: el encarecimiento de los productos energéticos (y de otras materias primas) en los mercados internacionales, la depreciación del tipo de cambio del euro y el carácter desfavorable de las condiciones climáticas. No obstante, la pujanza mantenida por la demanda interna también facilitó las alzas de precios.

En el promedio de 1999, tanto el componente de los costes de origen interno como el asociado a los productos importados registraron una aceleración, que fue algo más marcada en el caso del segundo. Entre los costes interiores, cabe destacar la evolución diferencial que mostraron los costes laborales y el excedente unitario, ya que, mientras los primeros se desaceleraron, el segundo elevó sustancialmente su ritmo de crecimiento. La desaceleración del coste laboral unitario fue el resultado del comportamiento moderado de la remuneración por asalariado, que compensó sobradamente el reducido avance de la productividad aparente del trabajo. Por otra parte, la expansión del excedente unitario no fue generalizada, ya que tanto en la industria (la rama más expuesta a la competencia exterior y donde la actividad mostró una mayor atonía en el conjunto del año) como en la construcción se contrajo.

III.4.1. Los costes y la formación de precios

Como se apuntó previamente, el deflactor de la demanda final experimentó un crecimiento del 2,5 % en 1999, nueve décimas por encima del registrado el año precedente. Esta aceleración, que se hizo más intensa en la segun-

El efecto de las medidas de fomento del empleo estable

Desde 1996 se han ido introduciendo una serie de reformas para incentivar la contratación indefinida, delimitar los segmentos de utilización de la contratación temporal y promover el empleo estable a tiempo parcial. Las medidas para el fomento de la contratación estable se han diseñado, en su mayoría, para incidir sobre determinados colectivos de la población, donde la tasa de paro y la temporalidad son más elevados: jóvenes menores de 30 años, parados de larga duración y mayores de 45 años. Para estos colectivos se ha establecido un contrato fijo de fomento —en vigor entre mayo de 1997 y mayo de 2001— que incorpora costes de despido inferiores a los de la contratación ordinaria y que se acompaña de un sistema de bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social que permite una reducción transitoria adicional de los costes laborales. Este régimen se está aplicando también a los contratos temporales suscritos con anterioridad a mayo de 1998 que se conviertan en indefinidos, independientemente del segmento de población al que se dirijan, y a partir de dicha fecha a todas aquellas conversiones que se pacten en la negociación colectiva, aunque, en este último caso, desde enero de 2000, la aplicación de bonificaciones está realizándose de forma más selectiva (incidiendo solo sobre las conversiones que afectan a los contratos de aprendizaje, prácticas, formación o relevo).

Según los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), el avance en el empleo indefinido ha sido el elemento determinante de la expansión que viene registrando el empleo asalariado desde 1996, explicando, en 1999, algo más del 70 % del empleo neto creado. Aunque esta fuente estadística no proporciona información desagregada del número de trabajadores con contrato indefinido de fomento, una estimación preliminar indica que, de los 1.078.500 empleos indefinidos creados desde el tercer trimestre de 1997, un porcentaje muy elevado de trabajadores habría accedido a los contratos de fomento de empleo estable —en torno a un 14 % del total de asalariados con empleo fijo—, lo que significa un impacto relativamente importante de esta nueva modalidad de contratación. La información complementaria procedente de las estadísticas de contratos confirma este extremo. A partir de 1997, los contratos indefinidos empezaron a cobrar importancia, y pasaron de representar un 4 % en 1996, a suponer un 9,2 % en 1999, con una tasa de avance del 25,5 % en este último año (ver cuadro adjunto). Como se aprecia en el gráfico adjunto, detrás de estas cifras globales se encuentra un incremento sustancial de los contratos de fomento, que afecta tanto a los contratos nuevos como, sobre todo, a los de conversión. En 1999 se observa, sin embargo, una cierta ralentización en el ritmo de crecimiento de los contratos nuevos de fomento, comportamiento que se ha acentuado durante los primeros meses de 2000 y al que se ha sumado la pérdida de dinamismo, de las conversiones de contratos temporales en contratos indefinidos tras la modificación en el régimen de bonificaciones.

Por otra parte, en el período 1997-1999, la *ratio* de temporalidad solo ha experimentado un retroceso moderado —de un punto porcentual, hasta situarse en el 32,8 % en 1999—, a pesar de la intensidad con la que ha aumentado la contratación indefinida, ya que el empleo temporal ha seguido creciendo con fuerza. De hecho, según la estadística de contratos, la participación de la contratación temporal a jornada completa aumentó durante 1999, tras dos años de moderado descenso (ver cuadro adjunto). Esta evolución puede ser el resultado de cierto trasvase de empleo temporal de jornada parcial, que ha disminuido significativamente tras la entrada en vigor de su nueva regulación, que, en comparación con la situación anterior, incorpora algunos elementos más restrictivos. En cuanto al tipo de contrato temporal, se está produciendo un desplazamiento hacia los contratos de obra o servicios, que son más flexibles en lo que se refiere a la duración de la relación laboral. Pese a que el recorte en la *ratio* de temporalidad a nivel agregado ha sido escaso, conviene destacar que en el sector público la *ratio* de temporalidad aumentó 1,6 puntos porcentuales durante 1999, mientras que en el sector privado se observó un recorte algo más pronunciado, cifrado en un punto porcentual. Además, en el gráfico se aprecia cómo las mayores disminuciones se han producido en los colectivos más afectados por esta situación: los jóvenes —con una *ratio* de temporalidad del 56,2 %— y las mujeres —con una *ratio* de empleo temporal del 34,8 %—. En la actualidad, la brecha por sexos se ha reducido notablemente, mientras que siguen existiendo importantes diferencias por edades.

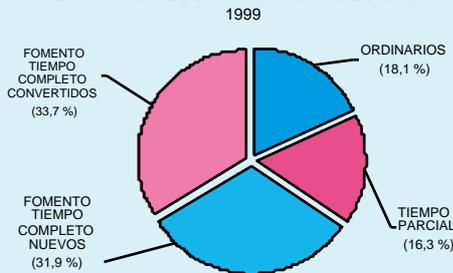
En resumen, las medidas de fomento del empleo estable instrumentadas en los últimos años han tenido efectos positivos sobre la ocupación, el desempleo y el empleo temporal en los colectivos hacia los que estas medidas se han dirigido. No obstante, el mantenimiento de una elevada *ratio* de temporalidad a nivel agregado y el agotamiento que parece detectarse en la contratación estable de fomento señalan la existencia de un margen para profundizar en las reformas emprendidas, extendiendo de forma selectiva las fórmulas de contratación de fomento, de manera que se pueda incidir en otros colectivos en los que las dificultades para encontrar empleo siguen siendo importantes y en los núcleos de empresas en los que, por su tamaño y configuración administrativa, se continúa concentrando la mayor parte del empleo temporal.

Evolución del empleo indefinido

VARIACIÓN DEL PORCENTAJE DE CADA CONTRATO CON RESPECTO AL PESO DE 1996

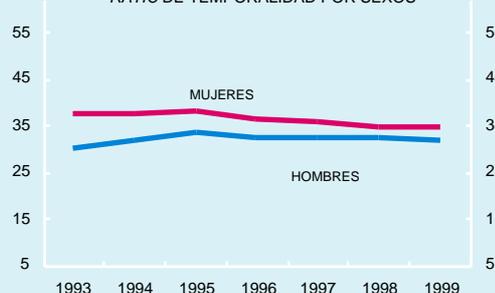


ESTRUCTURA DE LOS CONTRATOS INDEFINIDOS 1999

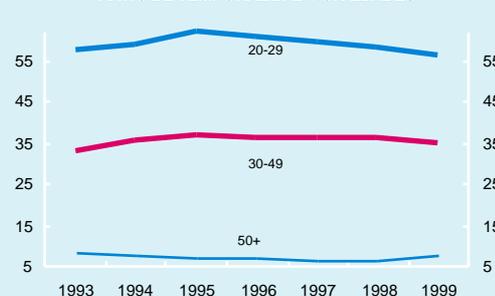


Evolución del empleo temporal

RATIO DE TEMPORALIDAD POR SEXOS



RATIO DE TEMPORALIDAD POR EDADES



Fuentes: Instituto Nacional de Empleo y EUROSTAT.

Estadística de contratos

	Estructura				Tasas de crecimiento
	1996	1997	1998	1999	1999
TOTAL CONTRATOS	100,0	100,0	100,0	100,0	13,5
Indefinidos	4,0	7,0	8,3	9,2	25,5
Tiempo completo	2,7	5,8	7,1	7,7	23,9
Ordinarios	2,4	1,6	1,5	1,7	24,0
Fomento	0,4	4,1	5,5	6,0	20,0
Nuevos	0,1	1,3	2,8	2,9	17,2
Conversión	0,3	2,8	2,7	3,1	30,8
Tiempo parcial	1,3	1,2	1,3	1,5	34,5
Temporales	96,0	93,0	91,7	90,8	12,4
Tiempo completo	78,4	74,6	72,6	74,1	15,7
Obra	29,3	27,4	27,2	29,3	22,1
Eventuales	32,3	34,4	35,3	34,4	10,5
Interinidad	10,1	7,1	5,0	5,4	20,9
Prácticas	0,8	0,8	0,8	0,7	-0,3
Formación	2,1	1,5	1,3	1,2	4,5
Otros	3,8	3,4	3,0	3,2	18,7
Tiempo parcial	17,6	18,4	19,0	16,7	-0,2

Fuentes: Instituto Nacional de Empleo y Newcronos.

CUADRO III.3
Composición de los deflatores de la demanda final y del PIB

	Tasas de variación			
	1996	1997	1998	1999
Deflactor de la demanda final	2,9	2,4	1,6	2,5
Componente interior	2,4	0,5	0,9	1,3
PIB por unidad de la demanda final	-1,0	-1,7	-1,4	-1,8
Deflactor del PIB	3,4	2,1	2,3	3,1
Componente de importación	5,2	10,8	4,7	7,3
Importación por unidad de demanda final	4,5	6,9	5,4	6,6
Deflactor de las importaciones	0,7	3,7	-0,6	0,7
Deflactor del PIB	3,4	2,1	2,3	3,1
Deflactor del VAB	3,3	1,9	2,1	2,9
Coste Laboral por unidad de valor añadido	2,9	1,8	2,8	2,6
Remuneración por ocupado	4,0	2,8	2,8	2,4
Valor añadido por ocupado	1,0	0,9	-0,1	-0,2
Excedente bruto de explotación (a)	4,0	2,0	0,6	3,6
Impuestos sobre los productos (b)	6,5	7,7	7,4	11,3
PRO MEMORIA:				
Participación de los impuestos netos en PIB	8,8	9,3	9,5	10,2
Participación de las rentas del trabajo en el VAB	66,5	66,5	67,0	66,8
CLU (con PIB por ocupado)	2,8	1,6	2,6	2,0

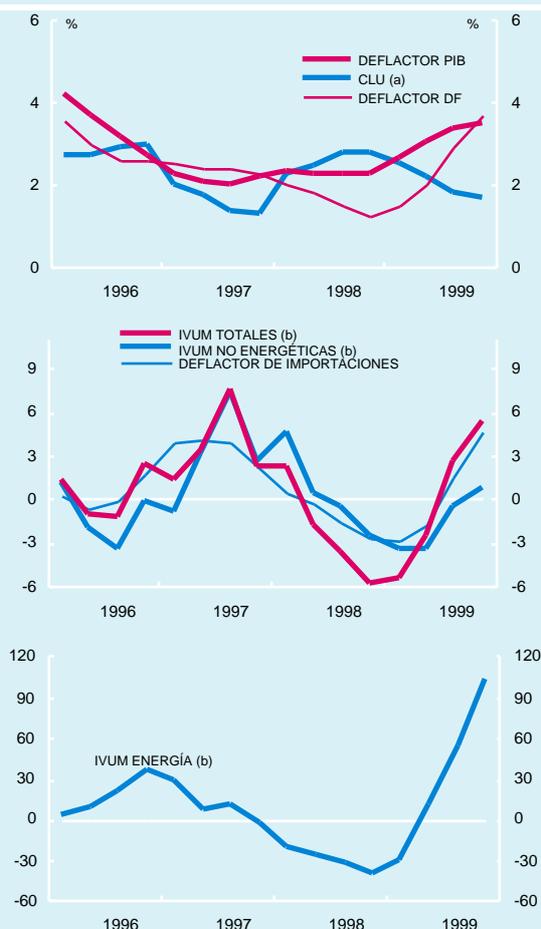
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Por unidad de valor añadido. Incluye otros impuestos sobre la producción.
(b) Netos de subvenciones y por unidad de producto.

da parte del año, al alcanzar una tasa de variación interanual del 3,3 %, fue el resultado tanto de la evolución alcista del deflactor del PIB como, sobre todo, del mayor dinamismo del deflactor de las importaciones, que, a pesar de todo, continuó mostrándose, en la media del año, más moderado que el deflactor del PIB (véase cuadro III.3). Como se puede comprobar en el gráfico III.9, el elevado vigor del deflactor de las importaciones en la segunda parte del año fue consecuencia, principalmente, de la evolución alcista de los precios del petróleo en los mercados internacionales, que dio lugar a un aumento interanual del 79,5 % del índice de valor unitario (IVU) de importación de productos energéticos desde los meses de verano, frente a la reducción del 9,8 % registrada en la primera mitad de 1999. Aunque de forma menos acusada, también los IVU de importación de los productos manufacturados experimentaron una cierta aceleración en la segunda mitad del año, mientras que los de las materias primas no energéticas se redujeron en menor medida. Estos resultados están en línea con la progresiva mejora de la actividad mundial, a lo largo del año, y con la depreciación del euro en los mercados cambiarios.

GRÁFICO III.9

Deflatores del PIB y de la demanda final
Tasas de variación interanual



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

(a) Coste laboral unitario.
(b) Índice de valor unitario de las importaciones de mercancías.

El deflactor del PIB registró una tasa de variación del 3,1 % en 1999, ocho décimas superior a la del año precedente. Como viene siendo habitual en los últimos años, el avance de este deflactor, que incorpora los impuestos netos de subvenciones que recaen sobre los productos, fue superior al del deflactor del VAB (2,9 %), que aproxima en mayor medida los precios percibidos por los productores, aunque también este último se aceleró en ocho décimas respecto a 1998. El diferencial de crecimiento entre ambos deflatores refleja la evolución de los impuestos netos por unidad de producto, que han registrado un notable dinamismo en los últimos años, y especialmente en 1999, cuando elevaron en siete décimas su participación en el PIB. Este aumento fue consecuencia, sobre todo, del fuerte crecimiento de la recaudación impositiva, a pesar de que no se produjeron alteraciones relevantes en los tipos impositivos, ni se detectaron desplazamientos hacia la demanda de aquellos productos que soportan una mayor carga impositiva.

Como se comprueba en el cuadro III.3, la aceleración del deflactor del VAB en 1999 fue consecuencia de un crecimiento más intenso del excedente bruto unitario, ya que el coste laboral por unidad de valor añadido redujo en dos décimas su tasa de variación, que quedó situada en el 2,6 %. De esta forma, la participación de las rentas del trabajo en el VAB disminuyó ligeramente, aunque sin llegar a compensar el fuerte aumento registrado el año precedente.

La desaceleración del coste laboral tuvo su origen en el menor crecimiento de la remuneración por asalariado, que pasó del 2,8 % del año 1998 al 2,4 % en 1999. En cambio, el valor añadido por ocupado se redujo en un 0,2 % por segundo año consecutivo, circunstancia raramente observada en el pasado. Como ya se señaló anteriormente, la productividad aparente del trabajo, medida con el PIB, también experimentó un bajo crecimiento en 1999 (0,3 %), que resulta anormalmente reducido en comparación con su media histórica.

El menor crecimiento de la remuneración por asalariado en 1999 se localizó exclusivamente en el agregado de ramas que constituyen la economía de mercado, ya que en los servicios no de mercado, agregado que abarca fundamentalmente a las AAPP, la remuneración pasó de crecer un 3,3 % en 1998 al 4 % en 1999. El abultado deslizamiento salarial del sector público implícito en estos datos (en principio, los sueldos de base de funcionarios se incrementaron un 1,8 %) no resulta anómalo si se compara con lo ocurrido en años precedentes, pero pone de manifiesto la necesidad de intensificar el control de esta partida del gasto, sobre todo en las Administraciones Territoriales, que es donde se concentra, en mayor medida, el fenómeno del deslizamiento.

La remuneración por asalariado en la economía de mercado se desaceleró en siete décimas durante 1999, situando su crecimiento en el 1,9 %, aunque, según transcurría el año, este menor dinamismo se fue haciendo menos marcado, en línea con el aumento de la inflación. Estimaciones muy preliminares de la evolución de las cotizaciones sociales reales e imputadas satisfechas por los empresarios en 1999, conceptos que se incluyen dentro de la remuneración por asalariado, parecen indicar que la desaceleración de los sueldos y salarios brutos fue algo mayor que la del total de la remuneración (cercana a un punto porcentual), aunque su tasa de crecimiento en 1999 también se habría situado en el 1,9 %. Este crecimiento es muy inferior al registrado por las tarifas salariales en ese mismo año (2,4 %) o por las ganancias totales por hora estimadas por la Encuesta de Salarios (2,5 %). En cualquier caso, es evidente la disminución de la deriva salarial en el sector privado, fenómeno que se asocia con el elevado peso del empleo temporal y el aumento de la rotación de estos trabajadores, con la desaparición de los complementos por antigüedad en algunas empresas y con una utilización menos intensa de las horas extraordinarias, que ya se observó en el año precedente.

Como es habitual, el crecimiento de las tarifas salariales por ramas de actividad fue muy

homogéneo en 1999, siendo más apreciables las diferencias en el incremento de las ganancias totales por hora. Así, mientras que en los servicios el crecimiento de esta variable fue del 2,2 % y en la industria del 2,7 %, en la construcción alcanzó el 4 %. Precisamente, en esta última rama fue en la única en la que se observó una ampliación de la deriva salarial, en línea con el reforzamiento de su actividad.

Cabe matizar que parte de la moderación salarial que se observó en 1999 es atribuible a que la previsión de inflación establecida inicialmente en los Presupuestos Generales del Estado (1,8 % para la tasa del IPC, diciembre sobre diciembre), que se tomó como referencia en muchos convenios colectivos y como base para determinar los incrementos salariales de los funcionarios, fue ampliamente superada por la inflación al final del año. El incumplimiento de esa previsión, motivado en gran medida por factores difícilmente previsibles cuando se aprobaron los Presupuestos, ha supuesto la activación de las cláusulas de salvaguarda incluidas en buena parte de los convenios firmados en 1999. Los pagos derivados de estas cláusulas están siendo percibidos en el año 2000 y serán contabilizados como remuneración de este año, aun cuando su origen está en la negociación salarial del año pasado.

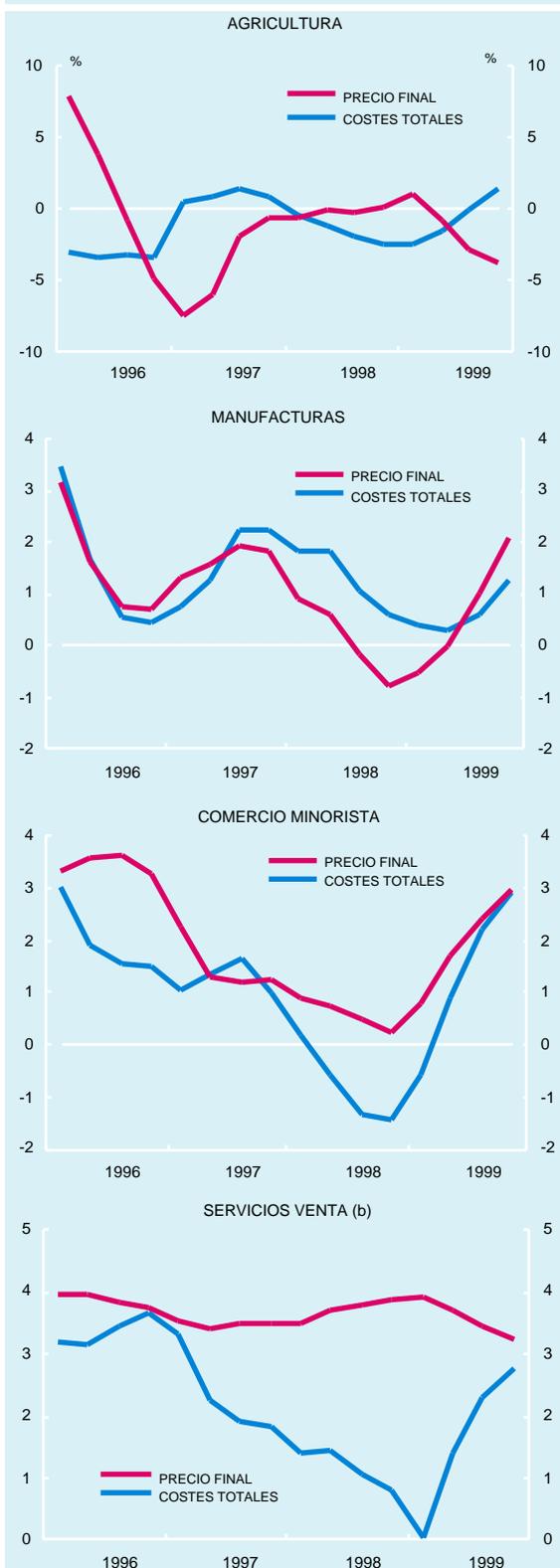
Por último, el excedente bruto de explotación por unidad de valor añadido se incrementó un 3,6 % en 1999, dando lugar a una ampliación de márgenes (véase cuadro III.3). En la estimación de esta variable se ha excluido la remuneración atribuida a los trabajadores por cuenta propia (que coincide con la remuneración por asalariado), pero se han mantenido aquellos impuestos sobre la producción netos de subvenciones que están incluidos en el valor añadido a precios básicos. Cuando se excluyen también estos impuestos netos de subvenciones, el crecimiento del excedente unitario asciende al 3,9 %. Debe tenerse en cuenta que las bonificaciones a las cotizaciones sociales destinadas al fomento del empleo estable son consideradas subvenciones a la producción. En cualquier caso, el crecimiento del excedente unitario debe de haberse visto influido por el elevado dinamismo de la demanda en los dos últimos años. Como se analiza en el apartado siguiente, esta expansión de los márgenes en el ámbito agregado no se generalizó a todas las ramas de actividad.

III.4.2. La formación de precios en las ramas productivas

El objetivo de este apartado es presentar una panorámica del proceso de formación de

GRÁFICO III.10

Formación de precios (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda.
 (a) Tasas interanuales de variación calculadas sobre la tendencia.
 (b) Excluido el comercio.

precios en las distintas ramas productivas, con la excepción de los servicios financieros y de aquellos cuya producción no se destina al mercado. Los indicadores utilizados combinan información de los precios finales sin impuestos fijados por las empresas y de los costes variables que soportan. Además, los costes variables incluyen tanto los derivados del factor trabajo como los derivados de los consumos intermedios, algo de especial interés en 1999, año en que los precios de los productos energéticos registraron aumentos considerables.

En la rama agraria, los precios finales registraron una reducción en el promedio del año 1999, que fue algo superior a la observada el año precedente. Esta disminución de los precios de venta, que fue más acusada en los bienes destinados a los mercados exteriores, se justifica tanto por la reducción de los costes variables como por la menor presión de la demanda sobre esta rama. La disminución de los costes variables en el promedio del año, que permitió un ligero aumento de los márgenes por unidad de producto, fue consecuencia de la fuerte desaceleración del coste laboral unitario, a la que contribuyó tanto una mayor moderación salarial como un aumento más elevado de la productividad. Como se observa en el gráfico III.10, a lo largo de 1999 los costes intermedios fueron acelerándose, lastrados por el encarecimiento de la energía, empujando al alza los costes totales.

Los precios finales de la energía experimentaron una aceleración considerable en 1999, al registrar una tasa de variación superior al 6%. Este aumento fue mucho mayor en los productos exportados, aunque debe tenerse en cuenta que en la producción destinada al mercado interior tiene más relevancia la electricidad —cuyos precios se redujeron como consecuencia de las medidas de progresiva liberalización del sector—, mientras que solo se exportan derivados del petróleo, cuyos precios en los mercados interiores también registraron aumentos muy elevados. Sin duda, la aceleración de los precios finales de esta rama fue consecuencia de una aceleración aún mayor de sus costes variables, cuyo componente más relevante es el crudo de petróleo importado. En el conjunto del año se apreció una compresión de los márgenes por unidad de producto.

En las ramas manufactureras, los precios finales mantuvieron estabilizado su ritmo de crecimiento en niveles moderados, si bien fueron acelerándose conforme transcurría el año, no apreciándose diferencias sustanciales entre los precios interiores y los de exportación, en el promedio del ejercicio. Este comportamiento es similar al observado para los productos equiva-

lentes en los mercados internacionales, evaluados en pesetas. Por su parte, los costes variables mantuvieron su ritmo de crecimiento en niveles superiores a los de los precios finales, por lo que el margen unitario continuó contrayéndose. Dentro de los costes variables, los costes laborales se desaceleraron, como consecuencia del menor crecimiento de los salarios. Los consumos intermedios, en cambio, se aceleraron, debido a la evolución de los precios energéticos, aunque estos productos representan solo un 4,5% de los costes variables. A nivel más desagregado, la reducción de márgenes no se extendió a todas las ramas de actividad, ya que en las de madera, material de transporte, y caucho y plásticos los márgenes aumentaron, y en la alimentación se mantuvieron estables.

La rama de comercialización es la que permite ligar los precios de consumo con los precios de producción e importación de los bienes, aproximando su diferencia el margen de comercialización. Durante 1999, los precios de venta de esta rama experimentaron un marcado aumento en su ritmo de crecimiento, en particular en el caso de los productos energéticos. Los costes de compra de estos bienes también se aceleraron, pero en menor medida, ya que los precios de importación crecieron moderadamente en el promedio del año. Esto permitió que el margen de comercialización aumentara, en un contexto de fortaleza sostenida del consumo privado. El incremento del margen de comercialización se trasladó al margen de explotación, ya que los costes laborales en que incurre esta rama crecieron por debajo de los precios de venta, aunque se aceleraron significativamente.

En la construcción, los precios registraron un fuerte aumento en su ritmo de crecimiento durante 1999, que no supuso una ampliación de los márgenes unitarios, ya que los costes variables se aceleraron en mayor medida. Esta aceleración provino de los costes laborales unitarios, tanto por el mayor aumento de los salarios como por la fuerte reducción de la productividad. Los consumos intermedios mantuvieron estabilizados sus ritmos de crecimiento, dado el peso reducido de los consumos de productos energéticos en esta rama.

Por último, los precios de los servicios de mercado mantuvieron su ritmo de crecimiento en 1999, mientras que sus costes variables se aceleraron, aunque continuaron registrando un crecimiento inferior al de los precios, por lo que el margen bruto unitario se expandió, en un marco de creciente dinamismo de la actividad. La aceleración de los costes variables provino de los consumos intermedios, ya que los costes

laborales unitarios redujeron significativamente su ritmo de crecimiento. El aumento de los costes intermedios fue muy superior al registrado en el resto de ramas (excepto en la de energía), pues el peso de los productos energéticos es el más elevado. La expansión de márgenes en los servicios no se generalizó a todas las ramas, ya que en comunicaciones y otros servicios se redujeron. Sin duda, las medidas de liberalización y la política de autorización de tarifas que se están implementando en estas ramas son las que explican este fenómeno, poniéndose así de manifiesto su eficacia a la hora de reducir las tensiones inflacionistas.

III.4.3. Los deflatores de la demanda final

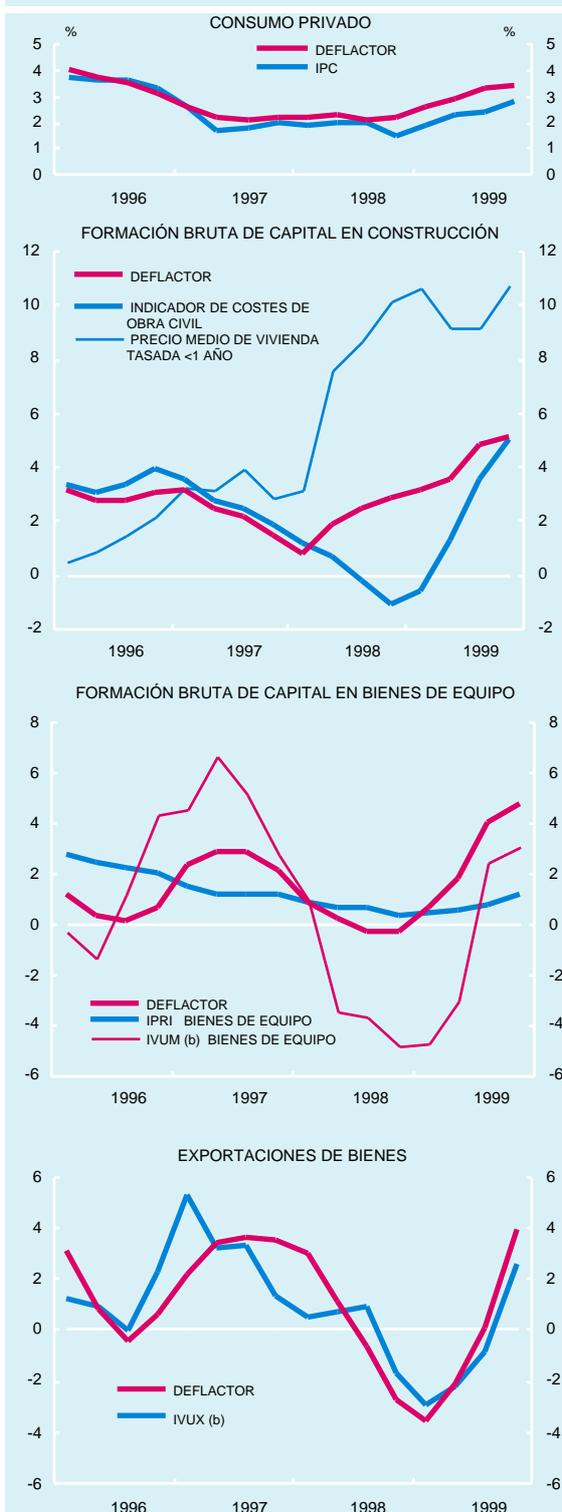
La aceleración del deflactor de la demanda final, que se ha analizado desde el punto de vista de la formación de precios en los apartados anteriores, se reflejó en la evolución de todos sus componentes por el lado del gasto, con la única excepción de las exportaciones, cuyo deflactor registró un crecimiento inferior al del año precedente, si bien también se fue acelerando a lo largo del año.

El deflactor del consumo privado registró un crecimiento del 2,8 % en 1999, ocho décimas por encima del observado el año precedente. Dicho crecimiento fue superior al del IPC (2,3 %), su principal indicador coyuntural, aunque ambos compartieron el perfil de aceleración, como se recoge en el gráfico III.11. Las diferencias entre ambas medidas de inflación en el consumo privado, habituales en los últimos años, radican en el diferente sistema de ponderación de sus componentes. En particular, las rúbricas de restauración y hostelería —que incluyen la alimentación fuera del hogar— reciben una ponderación mayor en el deflactor que en el IPC, mientras que las de alimentos, bebidas y tabaco —la alimentación dentro del hogar— tienen un peso menor. Además, los alquileres también tienen un mayor peso en el deflactor, ya que en el IPC no se incluyen los alquileres imputados a la vivienda en propiedad. Buena parte de la diferencia entre las tasas de variación de ambos índices queda explicada por el mayor crecimiento de las partidas que reciben una ponderación más elevada en el deflactor.

El crecimiento del IPC a lo largo de 1999 fue del 2,9 %, frente a la tasa interanual del 1,4 % contabilizada en diciembre de 1998. Este repunte fue consecuencia, principalmente, de las alzas de los productos energéticos y de los alimentos elaborados. No obstante, algunas de las medidas que se elaboran habitualmente para determinar la evolución subyacente de los

GRÁFICO III.11

Deflatores de la demanda final (a)



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

(a) Tasas interanuales de variación calculadas sobre la tendencia.

y exportaciones, respectivamente.

precios de consumo también mostraron una tendencia al alza a lo largo del año (véase recuadro III.3). Por otra parte, a lo largo del año se tomaron una serie de medidas gubernamentales con incidencia inmediata sobre la evolución del IPC, que aparecen recogidas en el cuadro III.4. Dichas medidas, adoptadas en el marco más general de la política de reformas estructurales encaminadas a mejorar y liberalizar el funcionamiento de la economía, tuvieron una incidencia conjunta sobre la tasa interanual del IPC que se estima en torno a las dos décimas de punto porcentual.

En 1999, el componente de precios de la energía del IPC experimentó un crecimiento medio del 3,3 % (9,4 % en el cuarto trimestre), lo cual supuso una aceleración de siete puntos porcentuales respecto al año precedente. Este aumento está en línea con el observado en los precios de producción de la energía, una vez que se tienen en cuenta las diferentes coberturas de ambos índices. En el caso de los alimentos elaborados, el crecimiento de sus precios fue del 2,1 %, en media anual, ocho décimas más que el año precedente. A lo largo del año, estos precios mostraron una aceleración que se derivó, sobre todo, del encarecimiento registrado por el aceite y el vino. En cambio, los alimentos no elaborados se desaceleraron, registrando un aumento del 1,2 %, por encima de los precios percibidos por los agricultores. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron su moderado crecimiento y los de los servicios registraron una desaceleración en su media anual de dos décimas, aunque el crecimiento de los primeros continuó siendo muy inferior (1,5 %, frente a 3,4 %). En el caso de los bienes industriales, tanto el índice de precios industriales (IPRI) de este tipo de bienes como el IVU de importación registraron una desaceleración en media anual. En el caso de los servicios, ya se hizo mención al moderado crecimiento de sus costes variables.

El deflactor del gasto en consumo final de las AAPP experimentó un crecimiento del 3,6 % en 1999, un punto más que el año precedente. Todos sus componentes registraron un cierto repunte, pero la mayor aportación provino de la remuneración de los asalariados de las AAPP, debido a los notables deslizamientos salariales, como ya se ha comentado.

El deflactor de la formación bruta de capital fijo fue, sin duda, el que más aumentó su ritmo de variación en 1999, al registrar un crecimiento del 3,7 %, frente al 1,2 % del año precedente. El crecimiento de los precios de los bienes de equipo fue algo menor (2,8 %) que el de la construcción (4,1 %), si bien su aceleración res-

La inflación subyacente en 1999

A lo largo de 1999, la tasa interanual del IPC se elevó significativamente, pasando del 1,4 % en diciembre de 1998, al 2,9 % doce meses después. Gran parte de esta subida se ha debido al encarecimiento de los productos petrolíferos que tuvo lugar a partir de la primavera del año pasado. No obstante, dado que el IPC es el indicador más utilizado para efectuar el seguimiento de la tasa de inflación de la economía, es importante determinar en qué medida ese comportamiento puede considerarse aislado y transitorio o en qué medida ha venido acompañado de un movimiento al alza más generalizado de los precios. En general, para tratar de responder a este tipo de preguntas se acude al concepto de inflación subyacente, que trata precisamente de identificar la evolución del nivel general de precios, eliminando los movimientos transitorios de los precios individuales sobre la tasa de inflación observada. Sin embargo, el hecho de que la inflación subyacente sea un concepto difícil de concretar hace que existan diversas medidas, con resultados no siempre coincidentes, que intentan aproximarla, y que sea necesario evaluarlas conjuntamente.

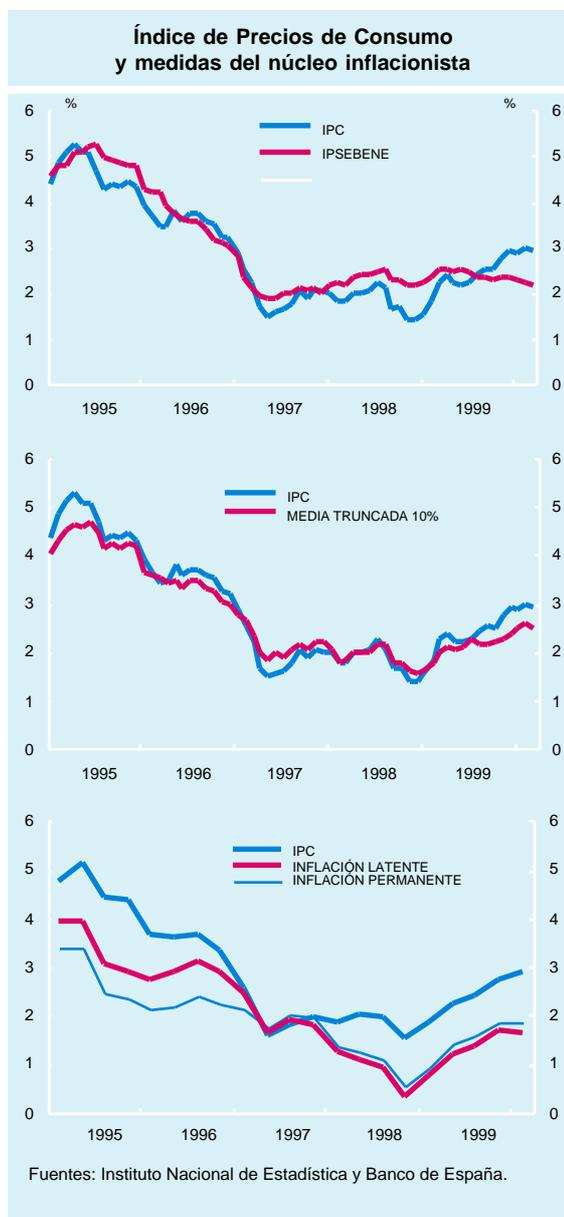
Una primera aproximación a la inflación subyacente es el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), esto es, el IPC excluidos los componentes (energía y alimentos no elaborados) que se consideran más variables. Como se puede observar en el gráfico adjunto, a lo largo de 1999 el IPSEBENE mostró un perfil casi opuesto al del IPC, especialmente en la segunda parte del año, en la que experimentó una moderada desaceleración. En su conjunto el IPSEBENE tuvo un comportamiento más estable que el IPC, permaneciendo en tasas entre el 2,2 % y el 2,5 %, lo que llevaría a concluir que la acusada aceleración del índice general fue consecuencia de movimientos aislados de algunos precios, a la baja al inicio del año y al alza a partir del tercer trimestre.

Otras medidas de inflación subyacente, sin embargo, han mostrado un perfil más próximo al del IPC a lo largo de 1999. Así, la media troncada al 10 % del IPC —que excluye las rúbricas del índice con mayores y menores alzas de precios, correspondientes a un 5 % de la ponderación del índice por cada extremo— experimentó una aceleración marcada, aunque no tan intensa como la del índice general. Un análisis detallado de las rúbricas excluidas en el cálculo de la media troncada indica que a lo largo de casi todo 1999 se han excluido la mayor parte de las rúbricas de energía (al comienzo del año, por registrar tasas de variación interanual negativas y, posteriormente, por registrarlas muy elevadas), pero, además, se han excluido también el aceite de oliva y los hoteles y otros alojamientos, cuyos precios tuvieron un fuerte componente alcista durante el pasado año, así como una serie de bienes industriales (ordenadores personales, libros, televisores) cuyos precios, por el contrario, están teniendo un comportamiento extremadamente moderado. Nótese que muchas de estas partidas no pertenecen a los componentes considerados más variables.

No obstante, se aprecia también una escasa estabilidad en las partidas excluidas tanto por la cola superior como por la inferior de la media troncada: solo una de las ocho partidas que se excluían como más inflacionistas en enero de 1999 (el vino de mesa) mantenía esa categoría en diciembre, y solo dos de las nueve excluidas como más moderadas (la carne de ave y los ordenadores personales) hacían lo propio. Sin embargo, cuatro partidas pasaron de un extremo al otro de la distribución, entre ellas, los aceites y los carburantes, como ya se ha señalado. En cualquier caso, una vez apartados estos productos, se observa que la media troncada registró una tendencia creciente a lo largo del pasado año, superando las tasas de inflación que marcaba el IPSEBENE al final del mismo.

Una forma alternativa de aproximarse a la inflación subyacente es la estimación de este tipo de medidas a partir de modelos VAR estructurales, que utilizan la información que proporcionan conjuntamente la evolución de los precios y del producto. Siguiendo la metodología establecida por Blanchard y Quah, se ha estimado un modelo conjunto del PIB y del IPC para la economía española, a partir del cual se pueden obtener dos medidas de inflación: la inflación permanente, que incorpora únicamente aquellas perturbaciones que tienen efectos permanentes sobre los precios, y la inflación latente, que incorpora aquellas perturbaciones sobre la inflación que no tienen efectos a largo plazo sobre el producto. Cabe señalar que el nivel de la tasa de inflación que marcan estas medidas está fijado arbitrariamente, siendo relevante únicamente su perfil. Como se observa en el gráfico, tanto la inflación latente como la permanente mostraron un perfil ascendente a lo largo de 1999, especialmente acusado en la primera mitad del año, indicando la incidencia de factores alcistas de carácter permanente y generalizado sobre la tasa de inflación.

En conjunto, las diferentes medidas de inflación subyacente que se acaban de analizar muestran, o bien la persistencia de tasas de inflación relativamente elevadas (IPSEBENE), o bien un movimiento al alza de la tasa de inflación a lo largo de 1999, que en parte revierte el proceso de mejora que esas mismas medidas habían mostrado en 1998 (media troncada e inflación latente y permanente).



Medidas con efectos instantáneos sobre precios aplicadas en 1999

Medida	Recorte
— Telefonía: tarifas del antiguo monopolio <ul style="list-style-type: none"> • Cuota de abono • Llamadas locales • Llamadas provinciales • Llamadas interprovinciales • Llamadas internacionales • Llamadas de fijo a móvil • Arrendamiento de líneas digitales • Interconexión teléfono móvil analógico 	En mayo, entre 5 % y 10 %. En noviembre, en media un 13 %. En junio, un 6,5 %; en noviembre, un 4,36 %. En junio, un 10,56 %; en noviembre un 17,56 %. En junio, un 6,19 %; en diciembre, un 6,68 %. En junio, entre un 6,4 % y un 15,4 %. En mayo, un 5 %. En julio, el nivel máximo en un 10 % y se suprime el límite mínimo.
— Electricidad <ul style="list-style-type: none"> • Tarifa eléctrica (consumidores domésticos) • Tarifas de acceso de terceros al transporte y distribución de electricidad 	En enero, un 2,5 %; en abril, un 1,5 %. En enero, un 25 %.
— Gas natural: revisión fórmula precios máximos	En mayo.
— Bombona de butano: precio máximo	En mayo, un 1,4 %; en octubre, un 15 % y suspensión durante un año del sistema de precios máximos.
— Medicamentos <ul style="list-style-type: none"> • Margen de distribución de los envases normales • Precio medicamentos con receta que costaban más de 558 PTA 	En mayo, del 11 % al 9,6 %. A partir del 15 de septiembre, entre un 4,6 % y un 10 %.
— Aranceles de los notarios y registradores de la propiedad en préstamos hipotecarios y de compraventa de vivienda	En abril, un 25 %.
— Costes de inscripción de las sociedades en los Registros Mercantiles	En abril, un 25 %.

pecto a 1998 fue más acusada. Esta evolución está en línea con la mostrada por sus precios de importación, ya que los precios interiores mantuvieron su ritmo de crecimiento estable. En el caso de la construcción, tanto el indicador del coste de la obra civil, que se fue acelerando en el transcurso del año, como los precios de la vivienda, que mantuvieron un elevado ritmo de crecimiento (alrededor del 10 %), justifican el fuerte avance del deflactor, por encima de otros componentes de la demanda final.

Por último, el deflactor de las exportaciones de bienes y servicios fue el único que se desaceleró ligeramente, en media anual, en 1999, al registrar un crecimiento del 0,4 %. Esta pérdida de ritmo provino del componente de bienes, ya que el deflactor de las exportaciones de servicios, integrados fundamentalmente por el turismo, acentuó su tasa de avance. De hecho, el deflactor de las exportaciones de bienes se redujo en un 0,4 %, en línea con el IVU, si bien a lo largo del año mostró un perfil de aceleración. Quizás sorprenda que, en un año en que los precios internacionales fueron algo más inflacionistas y en el que el euro se depreció significativamente, los precios de exportación no crecieron más. La explicación debe buscarse en la orientación de las exportaciones de bienes, tan-

to por las áreas geográficas en que se concentra (el área del euro) como por los productos vendidos (de tecnología media y baja), sometidos a una fuerte competencia en precio en los mercados internacionales. En el caso del turismo, el crecimiento de su deflactor estaría reflejando, en parte, la notable y sostenida pujanza de la demanda de estos servicios.

III.5. LA ACTIVIDAD DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

En los epígrafes anteriores se ha descrito la incidencia que tuvo la actividad de las AAPP sobre el comportamiento de otros sectores de la economía española en 1999 y su contribución a la evolución de la demanda, la actividad y los precios durante el pasado año. Es necesario analizar ahora cuáles han sido las consecuencias de esa actividad de las AAPP sobre las cuentas no financieras de este sector y sobre el proceso de consolidación de las finanzas públicas.

En los Presupuestos Generales del Estado para 1999 se fijó un objetivo de reducción de las necesidades de financiación de las AAPP de 0,5 puntos porcentuales de PIB (hasta al-

canzar un déficit del 1,6 % del PIB, definido sobre las cifras del anterior marco contable SEC-79). Las cifras presupuestadas se basaban en un escenario macroeconómico favorable a la reducción de las necesidades de financiación de las AAPP, en el que se preveían un crecimiento real del producto del 3,8%, sustentado en un comportamiento muy dinámico de la demanda interna, una elevada generación de empleo y un aumento de los precios de consumo a lo largo del año del 1,8%. Según las cifras provisionales disponibles, recogidas en el cuadro III.5, en 1999 las necesidades de financiación de las AAPP se situaron finalmente en el 1,1 % del PIB, frente a un déficit del 2,6 % en 1998 (medidos ambos de acuerdo con el nuevo marco contable SEC-95), con el trasfondo de un comportamiento de la economía que no se ha alejado mucho del inicialmente previsto en términos de crecimiento y empleo, aunque el incremento de los precios de consumo ha sido sustancialmente mayor.

Además del riesgo asociado a un crecimiento económico inferior al establecido en el escenario presupuestario —riesgo que, como se acaba de señalar, no se materializó en 1999—, a comienzos del pasado ejercicio existía otro elemento de incertidumbre que podía limitar la reducción programada de las necesidades de financiación de las AAPP. La reforma global del IRPF planteaba, en este sentido, algunas incertidumbres sobre sus consecuencias efectivas en términos recaudatorios. Como se detalla más adelante, en este mismo epígrafe, la información parcial disponible apunta hacia una pérdida moderada de recaudación del IRPF, en línea con las estimaciones oficiales avanzadas en el Programa de Estabilidad de diciembre de 1998.

Es importante subrayar que el cambio del esquema contable, desde el SEC-79 al SEC-95, plantea algunas dificultades a la hora de realizar comparaciones entre los resultados observados y los programados en términos de Contabilidad Nacional (véase una explicación detallada de los cambios registrados en el recuadro III.4). Con todo, si se pretende valorar los resultados observados en 1999 puede recurrirse complementariamente a la información presupuestaria, en términos de caja, para el Estado. Según esta, la liquidación del Presupuesto en 1999 se saldó con un déficit de 1.057 mm de pesetas, lo que representó una mejora, en torno a los 360 mm de pesetas, respecto a la previsión inicial, y una disminución del 5,1 % respecto a la liquidación del año anterior. Ello fue debido al comportamiento, mejor de lo esperado, de los ingresos, y en particular de los de naturaleza impositiva, dado que los pagos aumentaron ligeramente por encima de lo pre-

CUADRO III.5
Principales operaciones no financieras de las AAPP
(SEC-95)

	Porcentajes del PIB			
	1996	1997	1998	1999
Ingresos totales	39,3	39,6	39,6	40,0
Ingresos corrientes	37,9	38,2	38,3	38,8
Impuestos producción e importaciones	10,2	10,5	11,1	11,7
Impuestos renta y patrimonio	10,3	10,5	10,3	10,3
Cotizaciones sociales	13,2	13,2	13,2	13,2
Otros ingresos (a)	4,2	4,0	3,7	3,6
Ingresos de capital	1,4	1,3	1,3	1,3
Gastos totales	44,3	42,7	42,2	41,1
Gastos corrientes	39,1	37,8	37,1	35,8
Gastos en consumo final	18,0	17,6	17,4	17,1
Prestaciones sociales en efectivo	13,8	13,4	13,0	12,6
Intereses efectivos	5,4	4,8	4,4	3,7
Subvenciones	1,0	0,9	1,2	1,2
Otras transferencias	1,0	1,1	1,2	1,3
Gastos de capital	5,1	5,0	5,1	5,3
Formación bruta de capital (b)	3,2	3,2	3,3	3,4
Otros gastos	2,0	1,8	1,8	1,9
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
PRO MEMORIA:				
Saldo primario	0,4	1,6	1,8	2,5
Deuda bruta	68,0	66,7	64,9	63,5

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Incluye consumo de capital fijo.

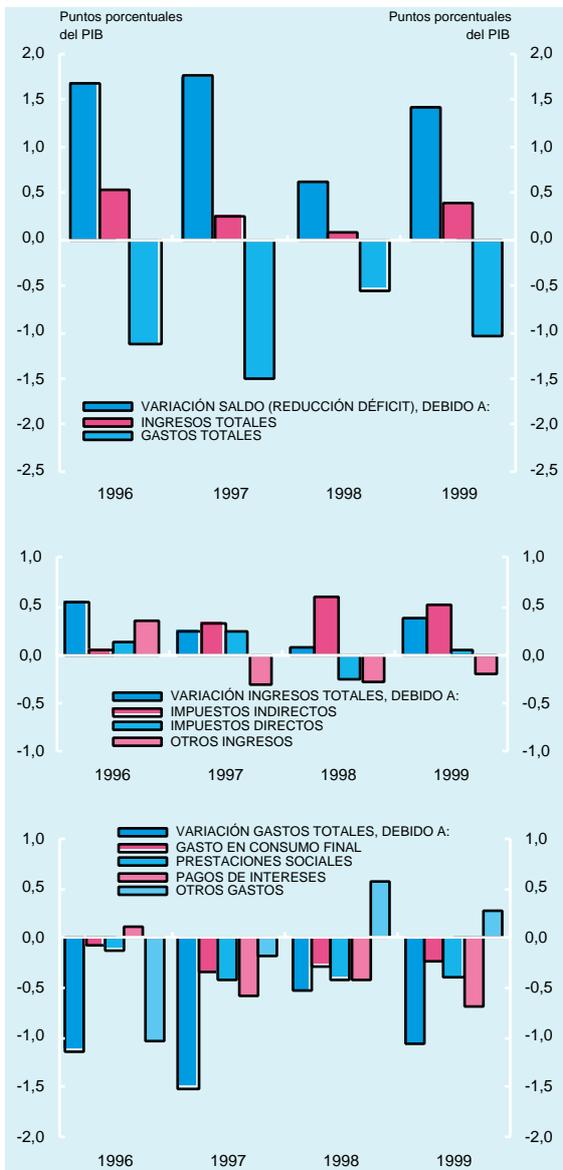
(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.

supuestado. En este sentido, hubo que constatar nuevamente un volumen relativamente importante de modificaciones de créditos de gasto en el Estado (en torno a los 875 mm de pesetas para el total de operaciones no financieras), aunque fueron algo inferiores a las registradas en 1998 y, en parte, se destinaron a las operaciones de canje de deuda que se efectuaron a lo largo del año.

Esta mejora en los resultados del pasado ejercicio se ha hecho patente también en los datos publicados en términos de Contabilidad Nacional, para el conjunto de las AAPP, a pesar de los cambios y modificaciones que ha podido ocasionar la introducción del SEC-95. Así, como se observa en el gráfico III.12, la reducción del déficit en 1999 continuó apoyándose, principalmente, en la moderación del gasto, aunque los ingresos fiscales tuvieron también un papel destacado en la disminución de las necesidades de financiación. De los 1,5 puntos porcentuales de PIB de reducción del déficit público en 1999, cuatro décimas procedieron del incremento de los ingresos totales, y el resto, 1,1 puntos porcentuales del PIB, son atribuibles a la caída del gasto total. Como los gastos de capital de las AAPP aumentaron en torno a 0,2 puntos porcentuales —en línea con los requerimientos de convergencia real de la economía española—, el descenso del gasto corriente fue de 1,3 puntos del PIB. De ellos, siete décimas resultaron del descenso de los pagos por intereses de la deuda pública, por lo que se produ-

GRÁFICO III.12

Descomposición de la variación del déficit de las AAPP (SEC-95)



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

jo también una destacable contracción del gasto corriente primario (sin contabilizar los pagos de intereses), próxima a los 0,6 puntos porcentuales de PIB.

Por el lado de los ingresos, cabe destacar el notable crecimiento de la recaudación por imposición indirecta. Los ingresos procedentes de los impuestos sobre los productos crecieron a tasas del 8,2 %, apoyados, en parte, en el avance de los impuestos sobre hidrocarburos y sobre determinados medios de transporte, reflejo del dinamismo de la matriculación de automóviles y del consumo de carburantes. Pero

fué el fuerte incremento del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), superior al 17 % —por encima de lo que justificarían sus determinantes principales: el consumo interior, las importaciones y la adquisición de viviendas nuevas—, el principal elemento que caracterizó el perfil de los ingresos fiscales en 1999. Como resultado, el aumento de los ingresos por imposición indirecta aportó, en 1999, en torno a 0,6 puntos porcentuales de PIB a la reducción del déficit. Si bien el fuerte aumento de los precios energéticos registrado el pasado año, así como la evolución del gasto en consumo de las familias, ayudarían a explicar una cierta aceleración de los ingresos fiscales ligados a los impuestos a la producción y al consumo, el fuerte crecimiento observado solo puede explicarse a partir de un cierto afloramiento de economía irregular. Esta hipótesis sería también coherente con la evolución de los ingresos por IRPF y, en especial, con el aumento observado del número de afiliados a la Seguridad Social durante el pasado año.

Respecto al IRPF, los datos disponibles muestran que durante 1999 no se ha producido una merma importante en los recursos que aporta esta figura impositiva. Ello habría sido posible, en parte, gracias a la importante generación de empleo asalariado registrado durante el pasado año y al correspondiente impacto sobre las retenciones del trabajo. La tasa agregada de crecimiento de los ingresos por imposición de la renta y el patrimonio (7,4 %) —única información disponible sobre imposición directa en Contabilidad Nacional— refleja, como ya ocurriera en otros años, un crecimiento muy fuerte del Impuesto sobre Sociedades, que habría compensado con creces el práctico estancamiento en la recaudación del IRPF. En todo caso, se estima que el efecto de la actuación de las AAPP durante el pasado año —a través del juego de prestaciones e impuestos— permitiría explicar en torno a siete décimas del crecimiento nominal de la renta disponible de las familias (un 6,4 %), frente a solo dos décimas en 1998.

Igualmente, el fuerte aumento del número de afiliados en alta a la Seguridad Social explicaría la positiva evolución de los ingresos por cotizaciones, que crecieron un 7,3 % en 1999 (frente al 6,2 % el año anterior), dado que los tipos de cotización se mantuvieron prácticamente invariables y solo aumentaron las bases de determinados grupos. En particular, el número de afiliados aumentó un 5,5 % en 1999, gracias al crecimiento de los asalariados afiliados al sistema y, dentro de estos, al fuerte incremento de los procedentes del sector de la construcción, con una tasa del 16,8 % respecto al año anterior. Adicionalmente, esta evolución de los

El SEC-95 y la medición del déficit de las Administraciones Públicas

Según se anunciaba en el recuadro IV.1 del *Informe anual* de 1998, la Notificación de marzo de 2000 del déficit y la deuda pública, dentro del Protocolo de Déficit Excesivo/ Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PDE/PEC), se ha realizado en el marco conceptual establecido por el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC-95) y disposiciones complementarias. La aplicación de estas disposiciones ha supuesto una nueva estimación del déficit y la deuda de las Administraciones Públicas españolas para los años 1995 a 1998, que difieren de las que figuraban en la Notificación remitida a la Comisión en septiembre de 1999, elaboradas en el marco del SEC-79 y disposiciones complementarias. En la Notificación de marzo de 2000 se incluían también los datos correspondientes a 1999, año para el que no se han realizado los cálculos en términos del SEC-79(1).

En el cuadro adjunto se presentan las estimaciones del déficit público para el período 1995-1998, según los dos ámbitos conceptuales. Las principales diferencias se explican por: los nuevos criterios establecidos para la imputación temporal de los intereses; el hecho de que se considere que no reducen el déficit los dividendos contables pagados por el Banco de España al Tesoro que tienen su origen en plusvalías netas; y, finalmente, por las modificaciones en la delimitación del sector de Administraciones Públicas. Estas diferencias tienen su reflejo tanto en la determinación de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas como en la de su contrapartida financiera. Es importante tener en cuenta que, en términos relativos, las *ratios* respecto al PIB de las nuevas variables están también afectadas por la revisión al alza de este agregado tras la implantación del SEC-95.

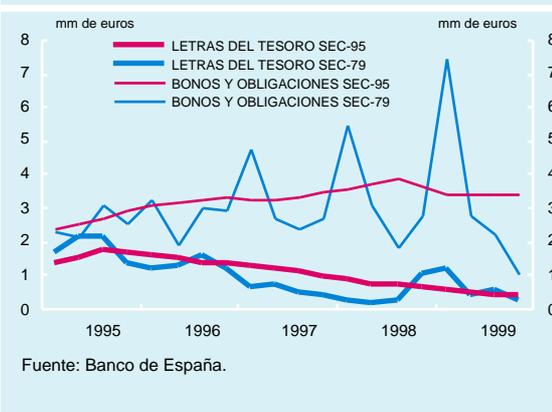
Las diferencias originadas por el distinto criterio aplicado en el registro de los *intereses* no se deben, exclusivamente, a que su contabilización se realice, o bien en el momento del devengo (SEC-95), o bien en el momento del pago (SEC-79), sino también a que, hasta ahora, no se consideraba intereses una determinada parte de la carga financiera, que ha pasado a considerarse como tal en la nueva aproximación conceptual (2). Como consecuencia de estos cambios metodológicos, en el gráfico adjunto se aprecian diferencias importantes en la evolución de la carga de intereses según el SEC-79 —donde su valor absoluto es más bajo y mucho más errático— y el SEC-95, donde el nivel es más alto y su evolución mucho más suave.

Las diferencias en la determinación del déficit público que aparecen en el cuadro debidas al nuevo registro de los *pagos del Banco de España al Tesoro* no se deben, en sentido estricto, a una diferencia conceptual entre el SEC-79 y el SEC-95, sino a que se ha producido ahora una clarificación sobre la contabilización de estas operaciones, difundida en el Manual que se cita en la nota nº 1 a pie de página. En concreto, el ajuste pretende dejar claro que, en Contabilidad Nacional, los dividendos no pueden incorporar el resultado de plusvalías o ganancias de capital realizadas, ya que estas operaciones no suponen generación de rentas, sino una distinta valoración de los activos de las unidades afectadas.

En lo que concierne a la *delimitación del sector*, los principales cambios derivados del SEC-95 se han concretado en la inclusión de unidades que se venían clasificando como empresas públicas. Su efecto sobre el déficit ha sido reducido, tal y como se refleja en el cuadro adjunto, pero su incidencia sobre la valoración de la deuda pública ha cobrado mayor entidad, suponiendo un incremento de su valor absoluto en una media de, aproximadamente, 3.000 millones de euros en cada uno de los años, desde 1995 a 1998. Sin embargo, en porcentaje del PIB, la deuda se ha reducido en cada uno de esos años entre 0,3 y 0,5 puntos porcentuales, si se compara con la calculada en el SEC-79, por el efecto del mayor valor del PIB nominal en términos del SEC-95, comentado anteriormente. El nivel de la deuda pública al concluir 1999 era del 63,5 % del PIB, frente al 63,8 % en 1995.

Por último, debe tenerse en cuenta que está en fase de discusión en el Parlamento Europeo un proyecto de Reglamento del Consejo y del Parlamento que pretende clarificar los principios de registro de impuestos y cotizaciones sociales en el SEC-95. La finalidad de este proyecto es evitar el registro de impuestos y cotizaciones no cobrados. Cuando termine el proceso legal en curso se estará en condiciones de valorar si quedan afectadas y, en caso afirmativo, en qué medida, las estimaciones ahora disponibles para el déficit.

Carga financiera por intereses. Emisiones del Estado (Emitidas originalmente en pesetas/euros)



Fuente: Banco de España.

(1) Las disposiciones complementarias al SEC-79 son el Reglamento (CE) 3605/1993 y el conjunto de Notas de Prensa difundidas por Eurostat entre 1996 y 1998, relativas a los criterios homogéneos a seguir por los países sobre aquellos casos no recogidos, o no suficientemente explícitos, en el SEC-79. Las complementarias al SEC-95 son el Reglamento (CE) Nº 475/2000, de 28 de febrero, que revisa el Reglamento (CE) 3605/1993, y el Manual sobre el déficit y la deuda pública, editado por Eurostat en enero de 2000.

(2) Concretamente, las normas complementarias al SEC-79 establecieron que no se consideraban intereses las primas/descuentos de los bonos y obligaciones, en el caso de los tramos emitidos antes de los doce meses desde la primera colocación. Tales primas/descuentos se consideraban ganancias/pérdidas de capital.

Déficit de las Administraciones Públicas según el PDE/PEC

	% del PIB				
	1995	1996	1997	1998	1999
1. Notificación de septiembre de 1999 (SEC-79)	-7,1	-4,5	-2,5	-1,7	...
2. Notificación de marzo de 2000 (SEC-95)	-6,6	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
3. Diferencias (2 - 1). Operaciones no financieras	0,5	-0,4	-0,7	-0,9	...
<i>Ajuste por diferente imputación temporal de los intereses</i>	0,1	-0,5	-0,5	-0,5	...
<i>Ajuste por diferente registro de los dividendos del Banco de España</i>	0,3	0,1	-0,1	-0,3	...
<i>Ajustes por diferente delimitación y otros ajustes</i>	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	...
<i>Efecto del cambio en el PIB</i>	0,1	0,1	0,1	0,0	...
PRO MEMORIA:					
PIB a p.m. (Directiva PNB) (SEC-79) (mm de pesetas)	71.771,2	75.953,2	80.465,0	85.591,5	...
PIB a p.m. SEC-95 (mm de pesetas)	72.841,7	77.113,4	81.782,0	86.968,5	93.068,3

ingresos por cotizaciones sociales permite explicar, en gran medida, el cambio operado en el saldo de las operaciones no financieras de la Seguridad Social, que pasó de un déficit del 0,1 % del PIB en 1998 a un superávit del 0,2 % en 1999.

Como se ha señalado, la evolución del gasto fue la principal vía de contención del déficit público en 1999 y, dentro de este, hay que destacar la reducción en los gastos asociados a pagos por intereses de la deuda pública. La política de canjes de deuda, especialmente acusada durante 1998, y el progresivo alargamiento de la vida media de la deuda durante los últimos años —a principios de 1998, esta se situaba en 3,7 años, frente a los 5,3 años de finales de 1999— dieron sus frutos, en términos de ahorro en los pagos de intereses, durante el pasado año. Como resultado, el tipo de interés medio implícito del saldo total de deuda de las AAPP se redujo notablemente en 1999, desde el 6,9 % en 1998 hasta el 6 %, situándose prácticamente un punto porcentual por debajo del crecimiento nominal del PIB. Adicionalmente, hubo que constatar que otras dos partidas contribuyeron también a la reducción del gasto total, al registrarse una pérdida de peso respecto al PIB del gasto en consumo final de las AAPP y una cierta moderación del gasto en prestaciones sociales.

Con respecto al gasto en consumo final de las AAPP, su cuantía respecto al PIB nominal se redujo de forma destacada en 1999, en torno a los 0,3 puntos porcentuales, aunque su comportamiento a lo largo del año evidenció un cierto empeoramiento respecto a lo estimado inicialmente. Así, la información disponible durante los tres primeros trimestres de 1999 apuntaba hacia un notable control de estos gastos, con tasas de crecimiento nominales relativamente bajas, próximas al 4,5 %. La incorporación, a finales de año, de la información provisional procedente de las Administraciones Territoriales elevó estas estimaciones iniciales hasta una tasa media del 5,5 %, para el conjunto de las AAPP, resultado tanto de un mayor crecimiento de las remuneraciones de asalariados como de las compras intermedias realizadas. Ello ha supuesto que, en 1999, se haya producido una aceleración de este componente del gasto —respecto al crecimiento del 4,7 % registrado en 1998—, que subraya la importancia de incrementar los mecanismos de disciplina presupuestaria y la coordinación entre el Gobierno Central y las Administraciones Territoriales.

Por último, la reducción en el gasto en prestaciones sociales (en 0,4 puntos porcentuales de PIB) se debió, principalmente, al moderado

crecimiento del número de pensiones en 1999 (1,1 %, frente al 1,5 % el año anterior) y al importante ahorro en las prestaciones por desempleo, cuyo gasto cayó en cerca de dos décimas respecto al PIB. Ello estuvo motivado por la notable reducción del número de beneficiarios (del 9,5 %), que, no obstante, fue inferior a la caída del paro registrado no agrícola (con empleo anterior), del 11,7 %. Como resultado, la tasa de cobertura neta aumentó hasta el 63,5 % (61,9 % en 1998).

Los resultados registrados durante 1999 son un buen punto de partida para avanzar, durante el año 2000, en el necesario proceso de consolidación de las finanzas públicas españolas que se deberá seguir reflejando en nuevos aumentos del superávit primario. La Actualización del Programa de Estabilidad español, presentado a principios de 2000, estableció un objetivo de déficit para ese año del 0,8 % del PIB, desde una estimación del 1,3 % para 1999, que, como ya se ha señalado, fue posteriormente revisada a la baja. El escenario macroeconómico que subyace a estos objetivos está en línea con las previsiones oficiales que sirvieron de base para la preparación de los Presupuestos del año 2000 (un crecimiento del PIB real del 3,7 %). Las previsiones existentes en la actualidad apuntan hacia un crecimiento mayor —probablemente, por encima del 4 %—, lo que deberá facilitar la consecución de los objetivos programados y permitirá avanzar con mayor rapidez de la inicialmente prevista hacia una situación de equilibrio presupuestario.

III.6. BALANZA DE PAGOS Y CUENTA DE CAPITAL DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

Como se deduce del análisis realizado en el epígrafe anterior, la reducción del déficit público en 1999 dio lugar a un aumento significativo del ahorro de las AAPP. No obstante, esa mejora del ahorro público se vio compensada por el menor ahorro de las empresas y de las familias, cuyo gasto de consumo mantuvo un elevado dinamismo a lo largo de todo el año. En consecuencia, la tasa de ahorro de la economía permaneció estabilizada en niveles próximos al 24 % del PIB. Por su parte, la intensidad del proceso inversor llevado a cabo por familias y empresas se tradujo en un aumento significativo de la tasa de inversión de la economía, que se acercó a niveles del 25 % del PIB. Es el tercer año consecutivo en el que la inversión eleva su participación en el PIB, impulsada por la dilatada fase alcista que atraviesa la economía española, que ha mantenido ritmos de crecimiento cercanos al 4 % durante

ese período. Como se observa en el gráfico III.13, el dinamismo inversor y la estabilización de la tasa de ahorro llevaron, primero, a una reducción de la capacidad de financiación de la economía en 1998 y, posteriormente, a la aparición de un saldo negativo entre ahorro e inversión y, por tanto, a una necesidad de financiación de la nación en 1999.

Las cifras de la balanza de pagos han recogido el paso de una situación de capacidad de financiación de la economía a otra de necesidad de financiación. Según esas cifras, el déficit conjunto de las operaciones corrientes y de capital ascendió a 5.414 millones de euros en 1999, lo que supone un cambio sustancial en comparación con el superávit de 3.082 millones de euros registrado el año anterior. Este resultado tuvo su origen en la progresiva ampliación que experimentó el déficit de la balanza de operaciones corrientes conforme avanzaba el año, frente a la mejora, menos intensa, del superávit de la balanza por cuenta de capital. En términos del PIB, el saldo conjunto de ambas balanzas se situó en el -1 % del PIB (2), frente al superávit del 0,6 % alcanzado en el promedio del año anterior (véanse cuadro III.6 y gráfico III.14).

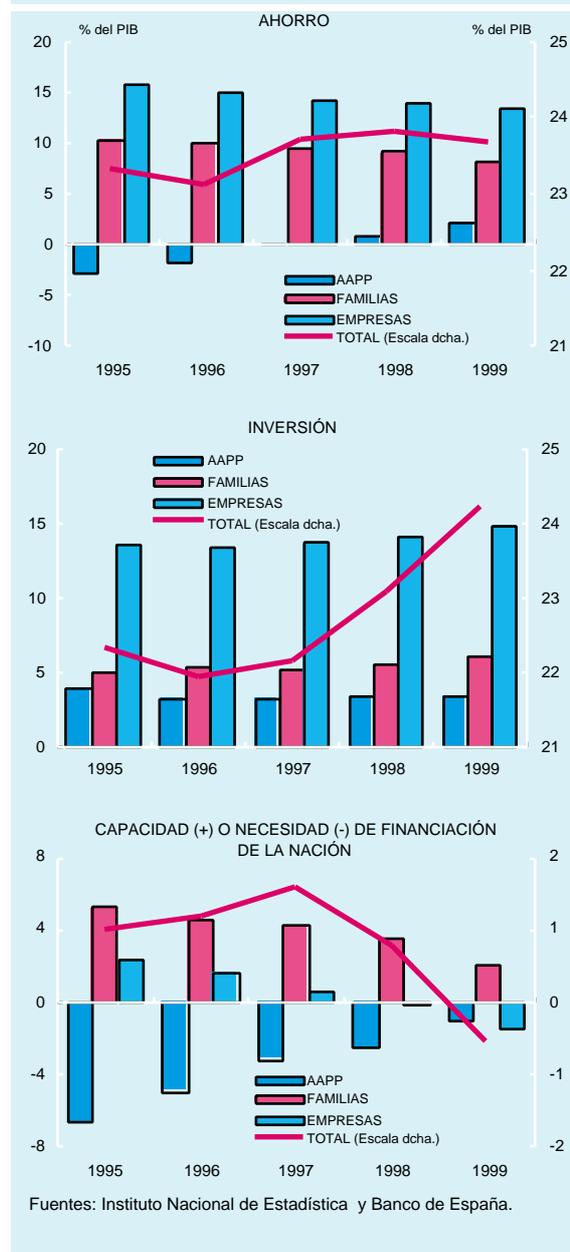
La ampliación del déficit corriente fue consecuencia del importante deterioro que registró el saldo del comercio de bienes y servicios, dadas la debilidad de las ventas de mercancías al exterior en los primeros meses del año y el mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas de las importaciones, alentadas por el dinamismo de la demanda. El diferencial de crecimiento entre exportaciones e importaciones de bienes en términos reales fue significativo, pero más aún lo fue en términos nominales, ya que en 1999 se produjo un acusado empeoramiento de la relación real de intercambio, fruto de la incidencia que tuvo el encarecimiento de la energía sobre los precios de importación. El excelente resultado registrado por los ingresos por turismo, que aumentaron un 13,7 %, y la consiguiente mejora del superávit por turismo solo pudieron compensar parcialmente la notable ampliación del déficit de mercancías.

En cuanto al resto de las operaciones corrientes, en 1999 el déficit de la balanza de rentas continuó aumentando, como en los años precedentes, debido al descenso que registraron los ingresos, mientras que los pagos presentaron ritmos de avance moderados. La caída de los ingresos por rentas de inversión se encuentra

(2) Esta cifra no coincide exactamente con la necesidad de financiación de la nación, en términos de Contabilidad Nacional, cuya estimación provisional ha sido del -0,6 % del PIB en 1999.

GRÁFICO III.13

Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación



estrechamente ligada a la disminución de los activos de reserva del Banco de España, que ha provocado un significativo descenso de los rendimientos percibidos por el sistema crediticio. Por el contrario, los ingresos del sector privado no financiero han mantenido ritmos de crecimiento elevados, en consonancia con la expansión que han registrado los activos frente al exterior de las empresas españolas. Por lo que se refiere a los pagos, los correspondientes al sistema crediticio permanecieron prácticamente estabilizados, debido al menor dinamismo de las inversiones extranjeras materializadas en depósitos a corto plazo, mientras que

CUADRO III.6

Balanza de pagos: resumen

	Porcentajes del PIB			
	1996	1997	1998	1999
INGRESOS				
Cuenta corriente	28,3	31,5	32,4	31,9
Mercancías	16,9	19,1	19,2	18,6
Servicios	7,3	7,9	8,5	9,0
Turismo	4,5	4,8	5,1	5,4
Otros servicios	2,8	3,1	3,3	3,5
Rentas	2,3	2,4	2,5	2,1
Transferencias corrientes	1,8	2,1	2,2	2,2
Cuenta de capital	1,3	1,3	1,2	1,4
PAGOS				
Cuenta corriente	28,2	31,1	32,9	34,1
Mercancías	19,6	21,5	22,8	23,6
Servicios	3,9	4,4	4,7	5,1
Turismo	0,8	0,8	0,9	0,9
Otros servicios	3,1	3,6	3,8	4,2
Rentas	3,3	3,6	3,8	3,7
Transferencias corrientes	1,4	1,6	1,6	1,7
Cuenta de capital	0,2	0,2	0,1	0,2
SALDOS				
Cuenta corriente	0,1	0,5	-0,5	-2,2
Mercancías	-2,7	-2,4	-3,5	-4,9
Servicios	3,4	3,6	3,8	3,9
Turismo	3,7	4,0	4,3	4,5
Otros servicios	-0,4	-0,4	-0,5	-0,7
Rentas	-1,0	-1,2	-1,3	-1,6
Transferencias corrientes	0,4	0,5	0,6	0,5
Cuenta de capital	1,1	1,1	1,1	1,2
PRO MEMORIA:				
Saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital	1,2	1,6	0,6	-1,0

Fuente: Banco de España.

los realizados por las AAPP experimentaron una aceleración que refleja el aumento de las adquisiciones de deuda pública por los no residentes. Por su parte, el superávit de la balanza de transferencias corrientes registró un ligero descenso, cuyo origen está en el deterioro del saldo de las AAPP, derivado fundamentalmente de un aumento de los pagos correspondientes al Recurso IVA y al Recurso-PNB —destinados, en ambos casos, a financiar el presupuesto de la Unión Europea—.

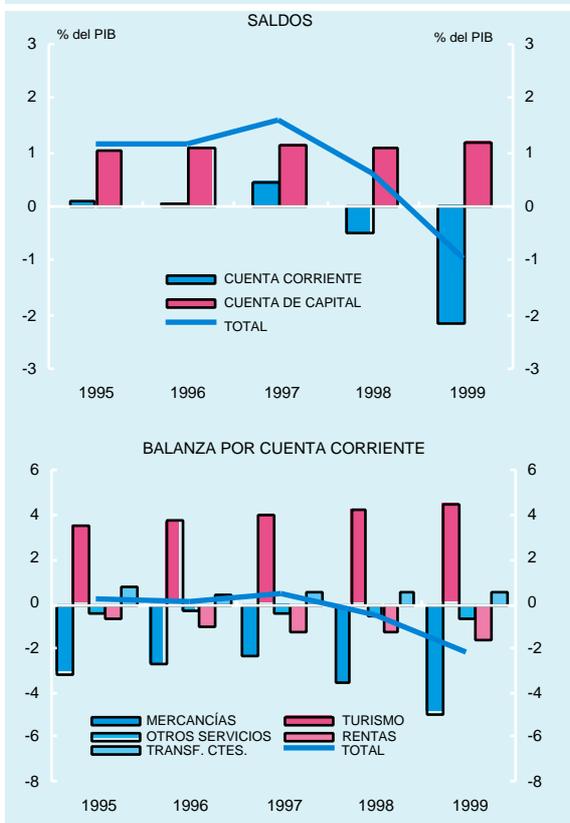
Finalmente, la cuenta de capital —que recoge, fundamentalmente, las transferencias de capital realizadas entre la UE y España— aumentó su superávit como consecuencia del notable incremento que registraron los ingresos del Fondo europeo de Desarrollo Regional (FEDER) y del Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola (FEOGA-Orientación).

El saldo negativo acumulado por las balanzas por cuenta corriente y de capital pone de manifiesto la escasez de ahorro existente en la economía para financiar la inversión realizada en 1999. Como se desprende del gráfico III.13, la información desagregada por sectores permite constatar cómo el aumento de la tasa de ahorro de las AAPP se tradujo en un notable descenso de sus necesidades de financiación, que, no obstante, resultó insuficiente para compensar la importante caída en la capacidad de financiación del sector privado. Esta evolución representa un cambio sustancial respecto a la registrada en la anterior fase expansiva. Entonces, las necesidades de financiación de las AAPP se mantuvieron prácticamente estabilizadas, aumentando incluso en algunos años, mientras que durante la fase actual se ha registrado una fuerte contención del gasto público, en el marco de las exigencias del Pacto de Estabilidad, que ha dado lugar a una reducción en porcentaje del PIB de la necesidad de financiación de las AAPP.

Por lo que se refiere al sector de empresas, el dinamismo que ha mostrado la formación bruta de capital fijo en los años recientes, junto con el suave descenso que ha experimentado la tasa de ahorro, se ha traducido en una caída continuada de su capacidad de financiación, que ha llegado a ser negativa en 1999 (en torno al -1,5 % del PIB). No obstante, la saneada posición financiera de la que partían las empresas al comienzo de la fase alcista del ciclo actual y la evolución positiva de los recursos generados les han permitido financiar la ampliación de su capacidad productiva sin deteriorar de manera significativa su necesidad de financiación, al menos hasta 1999.

GRÁFICO III.14

Balanza por cuenta corriente y balanza de capital



Fuente: Banco de España.

En cuanto a la capacidad de financiación de los hogares, en 1999 continuó la trayectoria descendente que venía registrando desde 1995, como resultado de la expansión del consumo privado por encima de la renta disponible —y de la consiguiente reducción de la tasa de ahorro de las familias— y del crecimiento de la

adquisición de viviendas. Como ya se ha señalado, la expansión de la renta disponible, el descenso de los tipos de interés, la revalorización de la riqueza financiera y el clima de confianza favorable en los hogares españoles son los factores que han sostenido sus decisiones de gasto.

CAPÍTULO IV

LOS MERCADOS, INTERMEDIARIOS Y FLUJOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

IV.1. INTRODUCCIÓN

Como se ha indicado en los capítulos anteriores, el comportamiento financiero de la economía española en 1999 estuvo estrechamente condicionado por el establecimiento y la instrumentación de la política monetaria única. Sin embargo, la existencia de dicha política no garantiza, *per se*, la homogeneidad de las condiciones monetarias y financieras en los distintos países del área, que dependen, entre otros factores, de los mecanismos a través de los cuales se transmiten los impulsos monetarios. Estos mecanismos descansan en la estructura y el funcionamiento de los diferentes sistemas financieros nacionales.

En el caso de España, a lo largo de 1999 se produjeron tres hechos importantes que influyeron en la evolución de los mercados y los flujos financieros: el propio inicio de la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM), la entrada en vigor de la reforma de la Ley del Mercado de Valores y los cambios en la fiscalidad de un buen número de activos financieros. En líneas generales, estos hechos tendieron a potenciar la competencia en los mercados y supusieron un impulso adicional para los procesos, iniciados años atrás, de desintermediación financiera y de internacionalización de las carteras de los inversores y de las fuentes de financiación de los prestatarios finales.

En este contexto, los precios de los activos cotizados en los *mercados financieros* españoles mostraron, en 1999, una evolución que ha supuesto una ruptura con respecto a las principales tendencias que se habían observado a lo largo de los últimos años. Así, al tiempo que las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública registraron un aumento en el conjunto del año, truncando la trayectoria descendente iniciada en 1995, se frenó, primero, y se reanudó, posteriormente, el proceso de revalorización generalizada en los mercados de renta variable, en un marco de comportamien-

tos sectoriales muy diferenciados. Ambos rasgos estuvieron en sintonía con los observados en los principales países de nuestro entorno.

En relación con los volúmenes negociados, hay que destacar, por un lado, el crecimiento de la negociación en los mercados de renta fija privada, inducido por un auge sin precedentes de las emisiones realizadas, sobre todo, por las entidades de crédito. Este fuerte aumento de las emisiones de renta fija privada ha permitido contrarrestar los efectos del menor crecimiento de los mercados de deuda pública y ha incrementado las posibilidades de diversificar las fuentes de financiación de los inversores finales y las carteras de los ahorradores últimos. Por otro lado, el año 1999 supuso también una drástica caída de los volúmenes negociados en el mercado de los derivados sobre renta fija, como consecuencia de la elevada sustituibilidad entre los productos ofrecidos por las distintas plazas europeas tras la llegada del euro, que favoreció una fuerte concentración de estas operaciones en los mercados británico —para los plazos cortos— y suizo-alemán —para los plazos medios y largos—.

A diferencia de lo ocurrido en los tres últimos años, los *intermediarios financieros* canalizaron, en 1999, un menor volumen relativo de fondos, como reflejo de la mayor desintermediación financiera que tuvo lugar. Sin embargo, el elemento más destacable de la actividad de las entidades de depósito fue, una vez más, el fuerte crecimiento de la financiación total concedida al sector privado residente, en un marco de fuerte dinamismo de la demanda agregada y tipos de interés relativamente bajos. Pese a la recuperación de los depósitos y al mayor recurso a los mercados de capitales nacionales anteriormente comentado, este incremento obligó a las entidades a captar un volumen importante de recursos netos en el exterior. Los márgenes de intermediación, ordinario y de explotación de las entidades, medidos en porcentaje de sus activos totales medios, volvieron a descender

en 1999, como en años anteriores, aunque el resultado antes de impuestos siguió mejorando gracias a una nueva reducción de los saneamientos y las dotaciones. Cabe destacar que el inicio de la UEM, al modificar el marco en el que operan las entidades de depósito, ha propiciado la adopción de decisiones estratégicas, entre las que destaca el impulso dado al proceso de consolidación bancaria, que se ha materializado en la aparición de dos grandes grupos bancarios (BBVA y BSCH).

El crecimiento de los recursos captados por los inversores institucionales se redujo sustancialmente como consecuencia del grado de madurez alcanzado por la industria de los fondos de inversión —sobre todo, por los FIAMM— y de la reducción, para determinados plazos y niveles de renta, de su atractivo fiscal en relación con otras alternativas de inversión, tras las últimas reformas. Por el contrario, se produjo un avance claramente superior de los fondos de pensiones y los productos de seguros, debido, fundamentalmente, a su escaso desarrollo relativo y, en el caso de los seguros, también al mejor tratamiento fiscal que en la nueva regulación reciben algunos productos, de nuevo en función de plazos y niveles de renta.

La creciente internacionalización financiera a la que se ha hecho mención en los párrafos anteriores condicionó también la evolución de los *flujos financieros entre los sectores económicos*. La economía española, tras mostrar un ahorro financiero neto positivo durante cinco años consecutivos, experimentó, en 1999, un desahorro neto de aproximadamente medio punto del PIB, como consecuencia del importante aumento de la formación bruta de capital, en un contexto en el que el ahorro bruto permaneció constante. Este desahorro neto, sin embargo, no impidió a los sectores residentes aprovechar oportunidades de inversión fuera de nuestro país, tal y como ponen de manifiesto, por ejemplo, la diversificación internacional de sus carteras y el proceso de expansión externa de las grandes empresas españolas, incluyendo la adquisición de empresas extranjeras. De hecho, las transacciones financieras con el resto del mundo experimentaron un importante aumento tanto en lo que se refiere a la captación de pasivos como a la adquisición de activos financieros.

Por sectores, el de las empresas y familias redujo a cero su ahorro financiero neto, debido, fundamentalmente, al fuerte crecimiento del gasto privado en consumo e inversión. Por su parte, las Administraciones Públicas disminuyeron un año más su desahorro financiero neto, como resultado del importante avance experimentado por su ahorro bruto, en combinación

con una expansión moderada de la formación bruta de capital. Este comportamiento, que fue bastante homogéneo para el conjunto de las administraciones que integran el sector público, permitió una nueva reducción del saldo vivo de deuda pública en términos del PIB.

IV.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS

A principios del año 1999 se produjo la redenominación en euros de las cuentas de efectivo y de valores en la contratación, cotización y liquidación de las operaciones realizadas en los mercados financieros españoles. Esta transformación, vinculada al inicio de la UEM, coincidió con la entrada en vigor de la reforma de la Ley del Mercado de Valores (Ley 37/1998), que adapta a la legislación española diversas directivas comunitarias y culmina el proceso de apertura de los mercados españoles a la competencia exterior, al consagrar el principio de libertad de establecimiento y prestación de servicios de inversión en el ámbito de los países de la UE. En 1999 también entró en vigor una reforma impositiva que equiparó el tratamiento fiscal para las personas jurídicas de los activos de renta fija emitidos por las empresas privadas —siempre que cumplan determinados requisitos— con el de la deuda emitida por el Estado.

La culminación de la Unión Monetaria supuso la integración de los mercados monetarios de los países que forman parte del área y permitió también que los diferenciales entre las rentabilidades de la deuda emitida por los diferentes estados miembros se mantuvieran en unos niveles reducidos y estables, mostrando, además, una elevada correlación en sus movimientos. A su vez, los cambios institucionales y normativos que tuvieron lugar en 1999 contribuyeron a reducir las barreras entre los mercados de capitales nacionales y, por esta vía, intensificaron la tendencia, que ya se había manifestado durante los últimos años, hacia una mayor diversificación internacional de los activos y pasivos de los residentes, lo que sirvió para potenciar la competencia en el seno de los mercados del área del euro. Por último, la mejora de la fiscalidad aplicable a la deuda privada incentivó las emisiones de este tipo de valores.

Con este telón de fondo, a continuación se analiza la evolución de los mercados financieros españoles durante 1999, comenzando por el comportamiento de los precios de los activos cotizados, para pasar, posteriormente, a examinar la evolución de las cantidades negociadas en los mercados primarios y secundarios.

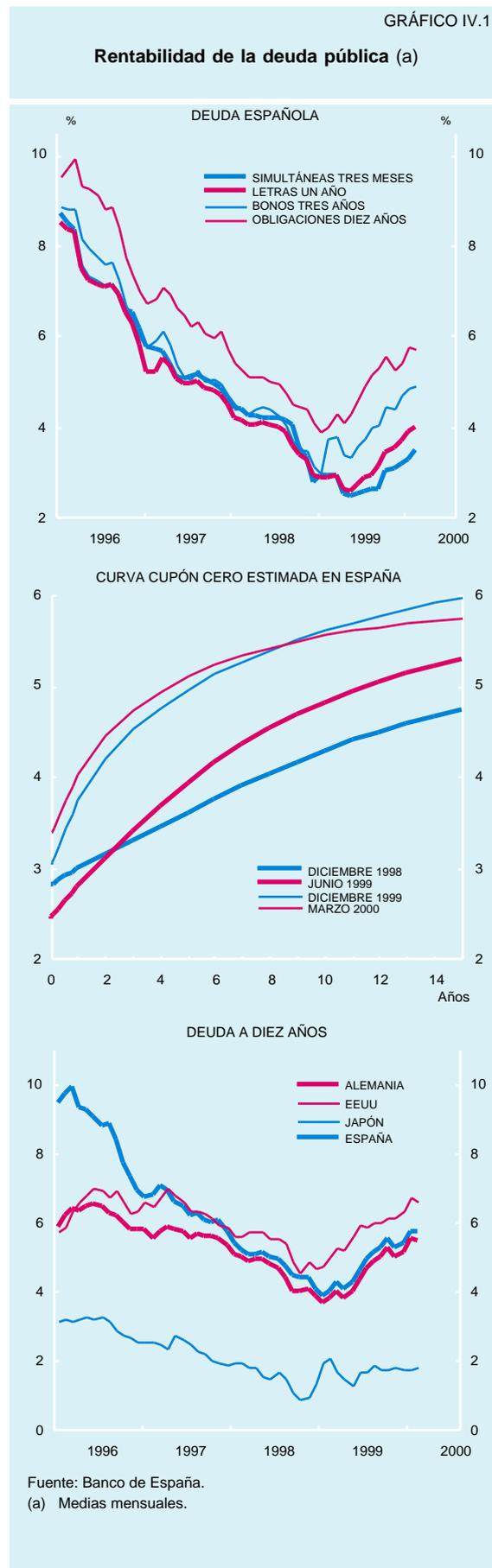
La evolución en 1999 de los *precios de los activos cotizados* en los mercados financieros

españoles supuso un cambio de las tendencias que habían prevalecido durante los últimos años. Así, en los mercados de deuda pública las rentabilidades negociadas quebraron la trayectoria descendente que venían manteniendo desde 1995 e iniciaron un ascenso paralelo al que se produjo en el resto de las deudas soberanas de los estados del área del euro (véase gráfico IV.1), de manera que los diferenciales de intereses se mantuvieron muy estables —alrededor de los 20-25 puntos básicos (pb) en el caso de las deudas española y alemana—.

El cambio de tendencia en la evolución de las rentabilidades empezó a manifestarse en el mes de febrero en los plazos medios y largos, y estuvo aparentemente motivado por el efecto arrastre que pudo ejercer sobre la deuda emitida en euros la caída que venían mostrando los precios de la deuda americana desde octubre de 1998, y que reflejaba los temores del mercado a que el crecimiento vigoroso que mostraba la economía americana derivase en presiones inflacionistas. No obstante, la traslación no fue total, dada la diferente posición cíclica de las economías de los países miembros. En cambio, en los plazos cortos las rentabilidades de la deuda pública continuaron decreciendo durante los primeros meses del año, como consecuencia de las expectativas de suavización de la política monetaria europea.

Hacia mediados del ejercicio, el ascenso de las rentabilidades se intensificó y extendió a todos los plazos, en un contexto en el que algunos indicadores empezaban a mostrar signos, cada vez más patentes, de recuperación económica en el área del euro. En este nuevo escenario, las rentabilidades a corto plazo pasaron a reflejar expectativas de tensionamiento de los tipos de interés de intervención en el área del euro y, posteriormente, se adaptaron al aumento, en noviembre, de 50 pb en el tipo de las subastas principales del Eurosistema. En los plazos medios y largos, el ascenso de rentabilidades pudo reflejar tanto una revisión al alza de las expectativas inflacionistas, que se habría visto alimentada en parte por la trayectoria ascendente del precio del petróleo y por la depreciación del euro, como una mejora de las perspectivas de crecimiento económico.

En el conjunto del año, las rentabilidades aumentaron alrededor de los 40 pb en las operaciones simultáneas a tres meses, 80 pb en las emisiones de letras a un año y 130 pb en las referencias de deuda a diez años. Esta evolución determinó que la pendiente de la curva de tipos cupón cero, medida por la diferencia entre los tipos a un día y los tipos a quince años, se ampliara desde los 190 pb a finales de 1998 hasta los 290 pb a finales de 1999. En la



parte transcurrida de 2000, la curva cupón cero de la deuda pública se ha aplanado ligeramente, con un aumento de los tipos en los plazos cortos y un descenso en los largos (véase gráfico IV.1).

En los mercados de renta variable, la evolución de las cotizaciones se caracterizó, durante la mayor parte del año, por la ausencia de una pauta definida, lo que contrasta con el aumento generalizado de los precios que venía teniendo lugar desde 1995. A partir del mes de noviembre, sin embargo, los índices generales empezaron a mostrar un perfil fuertemente alcista, que culminó con una revalorización anual del 18,3 % en el índice Ibex 35 de las bolsas españolas.

La evolución de las cotizaciones bursátiles durante 1999 se vio influida por varios factores de diverso signo, que también estuvieron presentes en la mayoría de los principales mercados internacionales y, en particular, en los de la UEM. Así, los progresivos signos de mejoría del entorno económico internacional y, en particular, las perspectivas, cada vez más consolidadas, de recuperación de la actividad en el área del euro incidieron positivamente sobre las previsiones de beneficios de las empresas cotizadas y, especialmente, de aquellas cuyos resultados están más ligados al ciclo económico. Este cambio de escenario se vio apoyado también por la publicación de unos beneficios que, en la mayoría de los casos, fueron superiores a los que se habían anticipado. Sin embargo, estos efectos favorables se vieron compensados, al menos parcialmente, por el incremento de los tipos de interés a largo plazo. Por último, durante los meses finales del año se apreció un notable incremento de la demanda de valores ligados a actividades relacionadas, directa o indirectamente, con las nuevas tecnologías, que comprendían numerosas empresas que comenzaron a cotizar en bolsa en 1999. Este comportamiento de la demanda propició fuertes incrementos en los precios de las empresas de estos sectores, que, en muchos casos, se acumularon a las importantes revalorizaciones que habían mostrado durante los años anteriores. Aunque el ascenso de las cotizaciones recogía, en parte, una revisión al alza de las perspectivas de beneficios empresariales, la magnitud de las alzas acumuladas ha ido incrementando los temores sobre la posibilidad de una corrección en la cotización de los títulos más revalorizados.

El diferente impacto de los factores anteriormente destacados determinó unos comportamientos muy diferenciados por sectores. Así, dentro de los índices de la Bolsa de Madrid,

destacó el avance del sector de comunicaciones, con una revalorización anual del 86,6 %, atribuible principalmente a la evolución de la cotización de Telefónica, cuyo precio, al igual que otras operadoras de telefonía europeas, subió fuertemente. Asimismo, las empresas englobadas en el sector del petróleo consiguieron una revalorización muy superior a la del índice general (41,9 %), algunas de ellas favorecidas por la evolución alcista del precio del crudo, mientras que el sector de bancos tuvo también un comportamiento más favorable que el índice general (19,4 %). En cambio, la mayoría de las cotizaciones del resto de las empresas negociadas en bolsa experimentaron pérdidas durante 1999. Entre estas se encuentran, por ejemplo, las pertenecientes a los sectores de la construcción (-26,3 %), alimentación (-26,2 %), otras industrias (-27,2 %) y eléctrico (-12,1 %). En comparación con las principales bolsas internacionales, la evolución de los índices españoles fue menos favorable, según se comentó en el capítulo II.

En la parte transcurrida de 2000, se ha observado una mayor volatilidad de las cotizaciones, debida, fundamentalmente, al comportamiento de las acciones de las empresas relacionadas con las nuevas tecnologías. Así, hasta mediados de marzo los precios de dichos sectores continuaron con la tendencia alcista, al tiempo que los de la mayoría del resto de valores continuaban cayendo ligeramente. Pero, a partir de mediados de marzo, se observaron importantes recortes en las cotizaciones de muchas de las acciones que previamente habían experimentado mayores ascensos, en un contexto internacional de caída de los valores tecnológicos.

Por lo que se refiere a la evolución de los *mercados primarios* durante 1999, el rasgo más importante fue el auge de las emisiones de renta fija realizadas por el sector privado, cuyos volúmenes netos se quintuplicaron en relación con 1998 y, por primera vez, superaron ampliamente a las emisiones de las AAPP (véase cuadro IV.1). Esta evolución, que estuvo protagonizada por el sector de entidades de crédito y, en menor medida, por los fondos de titulización de activos, se debió a diversas causas. En lo que respecta a la demanda, el auge de las emisiones se vio estimulado por dos factores que redujeron las desventajas de la deuda privada frente a la pública: por un lado, en el marco operativo de la política monetaria única, se incluyeron títulos de renta fija privada en las listas de activos de garantía para las operaciones de política monetaria del Eurosistema; y, por otro, las reformas introducidas en la regulación fiscal eximieron a las personas jurídicas de la retención por las rentabilidades obtenidas con

Emisiones y ofertas públicas de valores negociables (a)

Millones de euros

	1996	1997	1998	1999
Emisiones netas	33.231	17.096	29.931	58.326
Renta fija	31.105	16.107	20.799	47.841
Estado	29.893	13.139	12.354	13.571
Administraciones Territoriales	2.180	1.421	1.634	1.492
Entidades de crédito	264	2.645	3.889	24.676
Otros empresas financieras	1.005	77	3.211	5.287
Empresas no financieras	-2.237	-1.175	-289	2.815
Renta variable	2.126	989	9.132	10.485
Entidades de crédito	202	208	4.869	944
Otras empresas financieras	122	52	178	1.010
Empresas no financieras	1.802	729	4.085	8.531
Ofertas públicas de venta	2.103	10.652	11.240	5.042
Privatizaciones	1.701	9.852	10.857	772
Resto	402	800	383	4.270

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye emisiones de residentes, tanto en moneda local como en divisas.

la deuda privada que cumpla determinados requisitos y equipararon su fiscalidad con la de la deuda emitida por el Estado. Además de estos factores, la mayor estabilidad de la economía española y la menor rentabilidad nominal de los activos de menor riesgo pudo haber estimulado el desplazamiento de las inversiones desde la deuda pública hacia otros activos con mayor rentabilidad esperada, pero con mayor riesgo, como es la deuda emitida por las empresas privadas.

El crecimiento de las emisiones se vio favorecido, además, por las fuertes necesidades de captación de recursos por parte de algunos agentes, como las entidades de crédito o algunas empresas no financieras en proceso de expansión internacional, en un contexto en el que las menores necesidades de financiación del Estado habían dejado espacio a las emisiones del resto de sectores, y en el que, tras los cambios regulatorios introducidos en 1998, se habían simplificado y abaratado los procesos de emisión de valores por parte de las empresas privadas (1).

Conviene señalar que este proceso de aumento del peso de la deuda emitida por el sector privado se inscribe en una tendencia general que, previsiblemente, se va a acentuar en el futuro y que afectó también a otros países y, en

particular, al área del euro. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento tenderá a reducir el peso de la deuda pública en los mercados financieros y el entorno de estabilidad económica favorecerá la inversión en activos con mayor riesgo. Además, en el caso de España, el potencial de crecimiento de los mercados de deuda privada es muy grande, ya que se encuentran muy poco desarrollados.

La expansión de los mercados de deuda privada permite contrarrestar el estrechamiento del mercado de deuda pública y ampliar las fuentes potenciales de financiación y las posibilidades de diversificación de las carteras. A su vez, el desarrollo de los mercados de deuda privada hace posible que las entidades de depósito aumenten sus activos de garantía disponibles para las subastas del Eurosistema.

Las emisiones netas del resto de activos —deuda pública y renta variable— también aumentaron, aunque a unas tasas mucho más moderadas que las de la deuda privada (véase cuadro IV.1). Como ya se ha comentado anteriormente, la ralentización en el crecimiento de la oferta de valores del Tesoro es una consecuencia de las menores necesidades de financiación del Estado.

En el caso de las emisiones de acciones, hay que tener en cuenta que en 1998 habían alcanzado un nivel muy elevado y que los importes colocados a través de ofertas públicas de venta se situaron en 1999 muy por debajo de los dos años precedentes, como consecuencia del menor número de privatizaciones de empresas

(1) En concreto, el Real Decreto 2590/1998, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, introdujo el folleto-programa, que permite la realización de varias emisiones sin la necesidad de presentar un folleto completo en cada emisión específica, y eliminó el folleto de admisión.

Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados

Millones de euros

	1996	1997	1998	1999
Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (a) (b)	8.439.406	11.684.345	14.035.896	13.109.674
Contado	1.608.197	2.110.187	2.311.155	1.817.465
<i>Repo</i> y simultáneas	6.800.842	9.544.534	11.700.054	11.254.308
Plazo	30.367	29.624	24.687	37.901
Mercado AIAF de renta fija (a)	14.929	21.173	43.120	86.269
Pagarés	3.474	4.447	7.935	25.284
Bonos simples y de titulización, obligaciones y cédulas hipotecarias	8.823	10.950	28.761	58.572
Bonos matador	2.632	5.776	6.424	2.413
Mercado bursátil de renta fija (a)	78.070	54.217	53.148	44.718
Deuda del Estado	53.226	21.890	603	160
Deuda de las Administraciones Territoriales	21.045	30.043	51.791	42.858
Resto	3.799	2.284	754	1.700
Mercado bursátil de renta variable	77.145	163.261	261.276	291.975
Mercados MEFF de derivados (c)	2.285.515	3.286.810	2.668.336	960.964
Renta fija	2.194.386	3.012.658	2.111.985	376.118
<i>Corto plazo</i>	904.867	1.631.754	1.125.442	19.972
<i>Medio y largo plazo</i>	1.289.519	1.380.904	986.543	356.146
Renta variable	91.129	274.152	556.351	584.846
<i>Ibex 35</i>	89.642	270.719	549.329	570.032
<i>Opciones individuales</i>	1.487	3.433	7.022	14.814

Fuentes: AIAF, MEFF, Bolsas españolas, CNMV y Banco de España.

(a) Volúmenes nominales.

(b) Solo incluye operaciones con valores del Estado.

(c) Los volúmenes están expresados en unidades monetarias y se han obtenido multiplicando el número de contratos negociados por su tamaño.

públicas. Sin embargo, el resto de ofertas públicas mostró un fuerte auge, imputable, sobre todo, a salidas a bolsa. En general, todas estas operaciones tuvieron una acogida favorable por parte de los inversores, cada vez más inclinados a invertir en valores de renta variable. Conviene señalar, en este sentido, que una proporción no desdeñable de las salidas a bolsa correspondió a empresas pertenecientes a sectores que contaban con una reducida representación en el mercado bursátil español, como son el tecnológico —TPI, Amadeus y Terra Networks— y el de medios de comunicación —Sogecable—.

En los *mercados secundarios*, la evolución durante 1999 estuvo condicionada, además de por los desarrollos de los mercados primarios, por el marco de mayor competencia intra-europea. Así, en la negociación de los derivados sobre renta fija fue donde la introducción del euro supuso una mayor transformación, ya que la elevada sustituibilidad entre los productos ofrecidos en las distintas plazas europeas favorecía que la actividad tendiera a concentrarse geográficamente. En estas circunstancias, las sociedades rectoras de los mercados

españoles de derivados decidieron establecer una alianza con sus homólogos franceses, portugueses e italianos, en virtud de la cual los miembros podían acceder directamente a la negociación de los contratos en los otros mercados. No obstante, a pesar de los esfuerzos realizados, la actividad con derivados sobre los tipos de interés del euro se acabó concentrando en el mercado suizo-alemán Eurex —en el caso del tramo a medio y largo plazo de la curva de tipos— y en el británico LIFFE —en el corto plazo—, lo que supuso una drástica caída de los volúmenes negociados en MEFF RF (véase cuadro IV.2). Ante esta situación, la sociedad rectora de MEFF RF centra actualmente sus actividades en la comercialización entre sus miembros de productos ofrecidos en otras plazas y, desde el mes de marzo de 2000, actúa como intermediario en el Eurex, de manera que sus miembros tienen la posibilidad de negociar los contratos sobre deuda de este último a través de sus pantallas, como si se tratara de un producto propio de MEFF RF.

En el resto de los mercados españoles, la introducción del euro no supuso cambios tan radicales en cuanto a la evolución de la nego-

ciación, aunque en la mayoría de ellos se iniciaron algunas reformas para adaptarlos al nuevo entorno competitivo. De este modo, en los mercados de renta fija privada los volúmenes de negociación crecieron significativamente en 1999 (véase cuadro IV.2), como consecuencia del auge de las emisiones en el mercado primario, de las operaciones relacionadas con la obtención de liquidez en las subastas del Eurosistema por parte de las entidades de depósito, de la mejora de la fiscalidad en las transacciones realizadas con pagarés y de la admisión a negociación de las participaciones preferentes, que son instrumentos híbridos entre la renta fija y la renta variable y suelen ser emitidos por filiales de entidades de crédito españolas localizadas en el extranjero. Cabe esperar que, en el futuro, el atractivo de los mercados españoles de renta fija privada se vea favorecido por el acuerdo alcanzado entre AIAF, las bolsas y el SCLV para crear una plataforma común de registro, compensación y liquidación que homogeneizará y simplificará estos procedimientos en las operaciones con valores de renta fija negociados en AIAF y en las bolsas españolas. Esta iniciativa, una vez que entre en vigor, contribuirá a fortalecer la posición competitiva de los mercados en la medida en que se reduzcan los costes de transacción por operar en los mismos.

En el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, aunque la actividad puede haberse visto perjudicada por el desplazamiento de la operativa con derivados hacia los contratos negociados en otros mercados —ya que la deuda española no es subyacente de dichos contratos—, las reformas realizadas han mejorado su atractivo por la vía de unos menores costes de transacción. Dichas reformas se concretaron, por una parte, en la ampliación de los derechos y obligaciones de la figura del creador de mercado y en la posibilidad de que, por primera vez, las entidades no residentes disfruten de este *status*. Por otra parte, en 1999 las cuatro redes de pantallas del sistema de *brokers* ciegos se fusionaron en una sola plataforma electrónica a la que tienen acceso los negociantes de deuda. Además, en el ámbito europeo, a finales de 1999 se creó una plataforma de negociación paneuropea de activos de renta fija, denominada Euro MTS y localizada en Londres, en la que se empezaron a negociar las emisiones *benchmark* del Tesoro español que se liquidan en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE), además de la deuda de otros países europeos. El resultado conjunto de estos factores, así como la ralentización de las emisiones de deuda, determinaron un descenso moderado de los volúmenes negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (véase cuadro IV.2).

En el ámbito de la renta variable, los volúmenes de negociación crecieron, en 1999, a tasas más moderadas que durante los últimos años, en un contexto en el que se iniciaron algunas transformaciones en su estructura (véase cuadro IV.2). Así, a finales de año se creó un mercado para empresas iberoamericanas, denominado Latibex, que supuso la admisión a negociación de algunas empresas de países iberoamericanos que cotizan en euros a través del sistema electrónico de las bolsas españolas y se liquidan a través del SCLV. Por otra parte, las bolsas españolas llegaron a un acuerdo con otras siete bolsas europeas para el establecimiento de un sistema de interconexión que permitiera la negociación paneuropea, si bien durante 1999 se produjeron pocos avances, dadas las dificultades para armonizar los distintos criterios y procedimientos utilizados. En abril de 2000, las bolsas españolas han creado un nuevo segmento de negociación, denominado Nuevo Mercado, que se caracteriza por tener unos requisitos de admisión a negociación, de cotización y de transparencia informativa que se adaptan mejor a las peculiaridades de las empresas de rápido crecimiento (véase recuadro IV.1). Esta iniciativa supone la homogeneización de los mercados de valores españoles con otros de nuestro entorno, por lo que cabe esperar que ayude a mejorar su posición competitiva y a facilitar la financiación de las empresas españolas de rápido crecimiento.

En el mercado de derivados sobre renta variable (MEFF RV), los volúmenes continuaron creciendo, aunque a tasas inferiores a las de los años anteriores, en línea con lo sucedido en el mercado al contado (véase cuadro IV.2). Conviene señalar que en este caso también fue operativo el acuerdo con otros mercados europeos de derivados, por el cual los miembros de uno de ellos pueden acceder a la negociación de los productos negociados en los otros.

En definitiva, a medio y largo plazo los mercados españoles van a seguir estando condicionados por un entorno crecientemente competitivo, y en acelerada transformación por la continua introducción de reformas. Con independencia de los efectos que estas transformaciones tengan sobre la localización del negocio financiero —que previsiblemente serán importantes—, contribuirán a abaratar la operativa en los mercados, lo que facilitará la diversificación de las carteras de los inversores y mejorará las posibilidades de financiación de las empresas.

IV.3. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

En España, el creciente proceso de internacionalización financiera y la consiguiente posi-

bilidad de acudir al ahorro exterior han permitido al sector privado mantener un ritmo elevado de formación de capital, diversificar internacionalmente sus carteras y acometer la expansión externa, incluyendo la adquisición de empresas extranjeras. Como es lógico, este proceso ha descansado, en gran parte, en la actividad de los intermediarios financieros españoles —y, en particular, de las entidades de depósito—, que captaron un elevado volumen de recursos en el exterior, asumiendo con ello unos riesgos cuya vigilancia tiene gran importancia para preservar la estabilidad financiera que requiere el buen funcionamiento de la economía.

En conjunto, el volumen de fondos canalizados por los intermediarios financieros —sistema crediticio, instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores, empresas de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros— descendió un 1,3 % en 1999, situándose en el 43 % del PIB, frente al 46 % observado en 1998, considerando conjuntamente la adquisición de activos y pasivos financieros por parte de las distintas entidades pertenecientes al sector. Este descenso contrasta fuertemente con los elevados crecimientos de los tres años anteriores y se explica por la fortísima caída en la adquisición de activos y captación de pasivos financieros por parte de las instituciones de inversión colectiva. A continuación se analiza con mayor detalle la evolución de los principales grupos de entidades.

IV.3.1. Entidades de depósito

Durante 1999, las entidades de depósito tuvieron que afrontar los retos derivados de la creación de un mercado monetario único en el conjunto del área, de los cambios en el esquema de instrumentación de la política monetaria y de una mayor competencia con las entidades de depósito de los distintos países, al operar ahora en una misma moneda. Estas modificaciones fundamentales del marco en el que las entidades desarrollan su *actividad* propiciaron, a su vez, importantes reacciones orientadas a adaptarse al nuevo entorno y a aprovechar sus ventajas potenciales. En este sentido, cabe destacar el nuevo impulso registrado por el proceso de consolidación del sistema crediticio, sobre todo entre las grandes entidades, dando lugar a la aparición de dos importantes grupos bancarios (BBVA y BSCH), que suponen, entre ambos, alrededor del 40 % de los activos totales del conjunto de entidades de depósito. También la actividad de las sucursales de bancos extranjeros en nuestro país, cuyo negocio es básicamente interbancario, se vio especialmente afectada por el inicio de la tercera fase de la UEM. Así, en los dos últimos años se han

producido doce bajas entre las sucursales extranjeras operantes en España —sobre un total de 53 sucursales a finales de 1997—, mientras que la actividad de algunas de las sucursales de bancos extranjeros que todavía permanecen en nuestro país se ha reducido como consecuencia de la concentración de sus operaciones de tesorería en otras plazas europeas (2).

La reducción en la actividad de las sucursales extranjeras y la cancelación de posiciones interbancarias entre las entidades fusionadas (3) explican prácticamente en su totalidad el descenso observado en el ritmo de expansión de los activos totales de las entidades de depósito entre 1998 y 1999 (ver cuadro IV.3). De hecho, ese descenso se produjo solo en el grupo de bancos, mientras que las cajas de ahorros y las cooperativas continuaron mostrando, durante el pasado año, ritmos de crecimiento del balance superiores o similares a los del año anterior.

Pero, además, el inicio de la tercera fase de la UEM dio lugar a cambios operativos, entre los que cabe destacar el nuevo sistema de subastas escogido para llevar a cabo las operaciones principales de financiación por parte del Eurosistema. La utilización de subastas a tipo de interés fijo, junto con la determinación por parte de la autoridad monetaria de la cantidad total a inyectar en el sistema, derivó en un fuerte prorrateo de las peticiones realizadas por las contrapartidas. Esto supuso ciertos problemas para las entidades de depósito españolas, que, en comparación con las de otros países del área, se caracterizan por disponer de un menor volumen de activos susceptibles de ser aportados como garantías en dichas subastas. El resultado de ello fue un descenso en la financiación obtenida por las contrapartidas españolas en el Banco de España (7,4 mm de euros en media anual) y un incentivo para que aumentara el volumen disponible de títulos en sus carteras utilizables como colateral. En consecuencia, se observó un descenso apreciable en las cesiones temporales de activos al sector privado —que pudo estar motivado por la menor demanda por parte de los fondos de inversión— y un aumento significativo en la cartera de renta fija privada. Esto último fue posible por el intenso desarrollo del mercado español de renta fija privada en 1999, ya comentado en la sección anterior de este capítulo, si bien la estrechez que sigue caracterizándolo y las menores emi-

(2) Aunque también se han producido doce altas, sobre todo de entidades del área de la UEM, su impacto en el volumen de activos totales ha sido escaso.

(3) Sobre todo entre el Banco Exterior, el Banco Hipotecario, la Caja Postal y la Corporación Bancaria de España, entidades fusionadas en octubre de 1998.

Los nuevos mercados bursátiles: mercados para las empresas de rápido crecimiento

Los denominados Nuevos Mercados Bursátiles (NMB) son segmentos de una bolsa de valores tradicional (o bien, bolsas independientes) donde se difunde información y se cotizan y negocian las acciones de empresas relacionadas con el sector de las nuevas tecnologías o de fuerte crecimiento. Estos mercados se caracterizan por disponer de unas normas de admisión a negociación, cotización y transparencia informativa que se adaptan mejor a las peculiaridades de este tipo de empresas. En concreto, los NMB establecen unos requisitos de admisión más flexibles. Por otra parte, dada la mayor incertidumbre asociada a la evolución de los beneficios de las empresas de crecimiento, los NMB exigen que se ponga a disposición de los inversores una mayor información sobre la evolución futura y los riesgos de estas empresas. Finalmente, dada la mayor volatilidad que caracteriza la evolución de los precios cotizados de estas acciones, los límites de fluctuación de las cotizaciones son más holgados que en las bolsas tradicionales.

El paradigma de los NMB es el Nasdaq, mercado localizado en Estados Unidos que empezó a funcionar en 1971 y que se constituyó de forma independiente de otros mercados americanos. Actualmente, dicho mercado se sitúa, en términos de capitalización, como segundo del mundo, tras la Bolsa de Nueva York. En Europa, la creación de los NMB es más reciente y, engeneral, se han constituido como segmentos de las bolsas tradicionales. En 1996 se creó el primero —Le Nouveau Marché— como un segmento de la Bolsa de París. Posteriormente, aparecieron otros mercados en las bolsas de Francfort, Amsterdam, Bruselas y Milán. A finales de 1999, la Bolsa de Londres creó también un segmento, denominado Techmark, en el que cotizan las empresas tecnológicas. Además de estos mercados, en Europa existe otro para empresas de rápido crecimiento, el EASDAQ, localizado en Bruselas, que, a diferencia del resto de los NMB europeos, se configura como un mercado independiente, como el Nasdaq.

La oferta de valores negociables de todos los NMB experimentó, durante 1999, una fuerte expansión, debido al auge de las operaciones de salida a bolsa, las cuales, además, representaron una parte significativa del conjunto de las salidas a bolsa que se produjeron en los principales mercados bursátiles (véase cuadro 1). Aunque el mercado Nasdaq continuó ocupando una posición de liderazgo, el crecimiento de los mercados europeos fue muy notorio, especialmente en el caso del nuevo mercado alemán.

El auge en las colocaciones realizadas en los NMB es una consecuencia de la combinación de unas elevadas necesidades de financiación por parte de un número creciente de empresas de fuerte crecimiento y de una elevada demanda de los inversores hacia este tipo de activos, alimentada por unas expectativas de alta revalorización. En este sentido, la existencia de los NMB ha contribuido a satisfacer una parte de dicha demanda en la medida en que, en muchos casos, esta no hubiese podido canalizarse a través de los mercados tradicionales. Desde el punto de vista de los inversores, la expansión de la oferta de valores ha contribuido a aumentar la diversificación sectorial de sus carteras, permitiendo aumentar el peso de los sectores con mayores perspectivas de crecimiento, fundamentalmente los relacionados con las nuevas tecnologías. Desde el punto de vista de las empresas, el auge de los NMB ha favorecido sus posibilidades de financiación.

Por lo que se refiere al tamaño de los NMB, medido por la capitalización a finales de marzo de 2000 y el volumen negociado en 1999, la información que se ofrece en el cuadro 2 pone de manifiesto el infradesarrollo de los NMB europeos frente a Nasdaq, tanto si se comparan los niveles como si se considera su importancia en relación con los mercados tradicionales. Esta observación sugiere que en Europa existe un potencial de crecimiento muy importante de los NMB.

En el caso de España, el *Nuevo Mercado* (1) se ha configurado como un segmento especial del mercado continuo o Sistema de Interconexión Bursátil, dependiente de la Sociedad de Bolsas. Este segmento ha empezado a funcionar el 10 de abril de 2000 con diez valores y una capitalización de 40,2 mm de euros, lo que le sitúa en tercer lugar en el ranking de los NMB del área del euro (véase cuadro 2). El Nuevo Mercado presenta algunas diferencias importantes respecto de la bolsa tradicional. Por lo que se refiere a la admisión a negociación, se elimina el requisito de obtención de beneficios en los ejercicios venideros(2) y se sustituye por la presentación de un informe de la sociedad emisora sobre las perspectivas de negocio y de resultados en los próximos ejercicios. Por otra parte, en dicho segmento existe una mayor transparencia informativa, que se consigue mediante la descripción, en el folleto de admisión, de los riesgos asociados a la actividad de la empresa; la difusión de los compromisos de permanencia de los accionistas con participación significativa y, al menos una vez al año, la publicación de la evolución y perspectivas de negocio previstos para el futuro. Finalmente, por lo que se refiere a la cotización, se flexibilizan los límites de fluctuación, que son libres en el caso de la primera cotización y, posteriormente, del 25% —ampliable dentro de la sesión—, frente al 15% del mercado tradicional.

La creación del Nuevo Mercado en España ha supuesto una homologación de nuestros mercados de valores en relación con otros países de nuestro entorno. Además, ayudará a mejorar su posición competitiva, facilitará la financiación de las empresas españolas de rápido crecimiento y estimulará la oferta de valores emitidos por dichas empresas, contribuyendo de esta manera a absorber la demanda creciente hacia este tipo de valores.

(1) La Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999 autorizó la creación de un segmento especial de negociación que se denomina «Nuevo Mercado». Posteriormente se desarrollaron los aspectos más específicos de admisión y permanencia a través de Circular 1/2000, de 9 de febrero, de la CNMV. Más adelante, la Circular 1/2000 de la Sociedad de Bolsas estableció las normas de contratación en el «Nuevo Mercado», y la Circular 2/2000 reguló el régimen de actuación del especialista en el «Nuevo Mercado».

(2) Hay que recordar que, originalmente, el Reglamento de Bolsas de 1967 establecía el requisito de beneficios en los dos últimos años o en los tres alternos correspondientes a los cinco últimos años. Posteriormente se reformó este criterio mediante la OM de 19 de julio de 1997, sustituyéndolo por la justificación, por parte de la entidad emisora, de la obtención de beneficios en los ejercicios venideros. Esta reforma pretendía, en cierto modo, dar respuesta a la flexibilización de requisitos de admisión como consecuencia del proceso de privatización de empresas públicas.

CUADRO 1
Salidas a bolsa en en los nuevos mercados bursátiles. Año 1999

	Nº ofertas	Importes colocados		
		Año 1999 (mill. euros)	Var. 99-98 (%)	% sobre bolsas nac. (a)
NASDAQ	485	47.313	266,5	48,1
EASDAQ	12	774	-22,2	—
Techmark (NM Bolsa de Londres)	9	2.282	—	68,1
Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)	136	7.633	342,5	40,2
Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)	32	570	9,6	8,2
Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)	6	234	—	49,4
Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa Amsterdam)(b)	1	77	-85,7	0,4
EURO NM (NM Bolsa de Bruselas) (b)	6	40	189,2	1,8

Fuentes: FESE, NASDAQ, London Stock Exchange, Bolsa de París, EASDAQ y EURO NM.

(a) Se considera como bolsas nacionales la suma del NMB y del mercado tradicional. En el caso de Nasdaq se toma como bolsas nacionales la suma de este mercado y el de la Bolsa de Nueva York. En el caso de Techmark y del Nuovo Mercato, solo incluye el período noviembre-diciembre de 1999.

(b) En importes colocados por empresas nacionales.

CUADRO 2
Tamaño de los nuevos mercados bursátiles

	Número de emisores (a)	Capitalización mill. euros (a)	Contratación mill. euros (a)	Peso s/bolsas nac. (%) (c)	
				Capitaliz. (a) (d)	Contrat. (b)
NASDAQ	4.830	6.551.874	861.125	34,1	50,6
EASDAQ	58	59.500	28	—	—
Techmark (NM Bolsa de Londres)	202	1.196.222	33.569	40,3	11,1
Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)	242	193.677	10.679	8,6	8,9
Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)	117	31.106	320	1,9	0,5
Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)	8	28.037	588	3,4	1,2
Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa Amsterdam)	14	1.690	52	0,2	0,1
EURO NM (NM Bolsa de Bruselas)	13	564	10	0,1	0,2
Nuevo Mercado (Bolsas españolas)	10	40.268	—	10,0	—

Fuentes: NASDAQ, FIBV, Bolsas de Londres, Milán, Alemania, París, Madrid, EASDAQ y EURO NM.

(a) A 31.3.2000, excepto Easdaq, que es a 7.4.2000 y el Nuevo Mercado, que es a 10.4.2000.

(b) Año 1999, media mensual. Trading System View: Alemania, París, Italia, Bruselas. Regulated Environment View: NASDAQ, Londres, Amsterdam. En el caso de Techmark y Nuovo Mercato, solamente se considera la parte del año en que funcionaron (desde noviembre y junio, respectivamente).

(c) Se considera como bolsas nacionales la suma del NMB y del mercado tradicional. En el caso del Nasdaq se toma como total bolsas la suma de este mercado y el de la Bolsa de Nueva York.

(d) Empresas nacionales solamente.

**Entidades de depósito
Estructura de balance y cuenta de resultados**

% sobre balance medio

	Total (a)		Bancos		Cajas	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
ACTIVO:						
Caja y bancos centrales (b)	1,9	1,8	1,4	1,4	2,8	2,3
Activos del mercado interbancario (c)	25,3	20,0	31,1	24,1	15,2	14,2
Crédito	47,1	50,4	42,8	46,1	54,2	56,9
<i>AAPP</i>	3,4	3,0	3,2	3,0	4,0	3,2
<i>Otros sectores residentes</i>	40,0	44,1	34,2	38,2	49,3	52,7
<i>No residentes</i>	3,7	3,4	5,3	4,9	0,9	1,0
Cartera de valores	18,8	19,9	17,8	20,2	21,2	19,9
<i>Del cual:</i>						
<i>Deuda del Estado</i>	11,3	10,1	10,4	9,6	13,3	11,0
<i>Renta variable</i>	4,1	4,6	4,1	4,8	4,3	4,5
Resto activo (d)	7,0	7,9	6,9	8,3	6,7	6,7
PASIVO:						
Banco de España	2,6	1,5	2,9	2,0	2,3	0,8
Pasivos del mercado interbancario (e)	27,2	25,6	37,2	34,8	10,0	11,5
Recursos de clientes	55,0	56,5	44,1	45,7	73,8	73,3
<i>Cesión de activos a clientes</i>	10,8	8,9	9,1	7,8	14,6	11,3
<i>Acreedores: AAPP</i>	1,6	1,8	1,6	1,7	1,8	1,9
<i>Acreedores: otros sectores residentes</i>	36,0	37,5	25,3	25,7	53,0	54,7
<i>Acreedores: no residentes</i>	4,9	5,9	6,7	8,2	1,9	2,3
<i>Empréstitos</i>	1,7	2,5	1,4	2,2	2,5	3,1
Recursos propios, fondos especiales y financiación subordinada	9,8	10,1	9,5	9,9	10,2	10,5
<i>Del cual:</i>						
<i>Financiación subordinada</i>	1,6	1,9	2,1	2,5	0,8	1,2
Resto pasivo (f)	5,3	6,3	6,2	7,7	3,7	4,0
CUENTA DE RESULTADOS:						
(+) Productos financieros	5,70	4,73	5,62	4,69	5,82	4,78
(-) Costes financieros	3,39	2,53	3,70	2,89	2,88	1,99
Margen de intermediación	2,31	2,20	1,92	1,80	2,94	2,78
(+) Comisiones	0,67	0,70	0,68	0,74	0,64	0,65
(+) Resultados operaciones financieras	0,14	0,09	0,13	0,09	0,15	0,09
Margen ordinario	3,12	2,99	2,73	2,62	3,73	3,52
(-) Gastos de explotación	2,01	1,96	1,78	1,76	2,38	2,26
Margen de explotación	1,11	1,03	0,95	0,86	1,35	1,26
(-) Saneamientos y dotaciones	0,41	0,24	0,38	0,20	0,46	0,30
(+) Otros resultados	0,22	0,15	0,19	0,12	0,30	0,21
Resultados antes de impuestos	0,93	0,94	0,77	0,78	1,19	1,17
PRO MEMORIA:						
Resultados antes de impuestos (% sobre recursos propios)	16,2	16,7	14,8	15,7	18,5	18,3
Total balance medio (millones de euros)	900.207	948.225	573.578	584.529	297.242	331.337
Tasa de crecimiento interanual (%)	8,2	5,3	7,5	1,9	9,5	11,5

Fuente: Banco de España.

(a) Bancos, cajas de ahorros y cooperativas. Los datos son cifras de negocio total, que incluyen las sucursales de bancos en el extranjero, pero no las filiales, y se refieren al conjunto de entidades existentes en cada período.

(b) Caja, bancos centrales (excepto adquisiciones temporales al BE) y CBE.

(c) ECA (cuentas a plazo, adquisiciones temporales y préstamo de valores) y adquisiciones temporales al BE.

(d) Inmovilizado, cuentas diversas y otros activos con ECA.

(e) ECA (cuentas a plazo, cesiones temporales y acreedores por descubiertos en cesiones).

(f) Cuentas diversas y otros pasivos con ECA.

siones de títulos por parte de las AAPP hicieron que una gran parte del aumento de la cartera total de renta fija de las entidades se efectuase mediante la adquisición de títulos emitidos por no residentes.

El funcionamiento del mercado interbancario único del área del euro permitió a las entidades de depósito españolas, en su conjunto, contrarrestar el descenso en la financiación concedida por el Banco de España con la obtención de préstamos interbancarios procedentes del resto del área. En este nuevo marco se produjeron cambios importantes en las posiciones habituales de los distintos grupos en el mercado interbancario entre entidades españolas. Así, las entidades tradicionalmente excedentarias (cajas de ahorros y cooperativas) redujeron su posición neta acreedora frente a otras instituciones de crédito españolas, mientras que las sucursales de bancos extranjeros contrajeron drásticamente su posición deudora neta. Dichas sucursales, demandantes habituales de fondos en el mercado interior, desempeñaron un papel muy importante en la captación neta de recursos en el exterior, posiblemente a través de sus propias matrices, para prestarlos después a otras entidades españolas (4).

El otro elemento destacado de la actividad de las entidades de depósito españolas en 1999 fue, un año más, la fuerte expansión del crédito al sector privado residente, que siguió ganando peso dentro del balance (ver cuadro IV.3). En concreto, considerando tanto el crédito propiamente dicho como la cartera de renta fija privada (que incluye también los activos emitidos por fondos de titulización hipotecaria en poder de las entidades), la financiación total concedida por las entidades de depósito españolas al sector privado residente creció un 17,6 % en 1999, casi dos puntos porcentuales más que el año anterior.

Los principales factores que explican este fuerte crecimiento del crédito son, básicamente, los mismos que se mencionaban en el *Informe anual* de 1998. Así, los reducidos niveles de tipos de interés, el dinamismo de la economía y los procesos de reestructuración empresarial, incluyendo la adquisición de empresas en España o en el extranjero, han seguido impulsando fuertemente la demanda de crédito. Dicho impulso se habría visto reforzado, además, por la mejora de la situación financiera de las empresas y de las familias, como consecuencia de

la reducción en la carga por intereses de la deuda y de la revalorización de los activos financieros en los últimos años. Por su parte, la fuerte competencia entre las entidades y las bajas tasas de morosidad han contribuido al crecimiento del crédito con una relajación en las condiciones para la concesión del mismo. En este sentido, conviene señalar que en 1999 la tasa de morosidad del crédito al sector privado no financiero volvió a reducirse hasta alcanzar el mínimo histórico del 1,4 %, de modo que los saneamientos netos debidos a insolvencias se redujeron hasta el 0,25 % del crédito total. En términos comparativos, el peso relativo de estas provisiones en 1999 fue considerablemente reducido en relación con su propia evolución histórica en España.

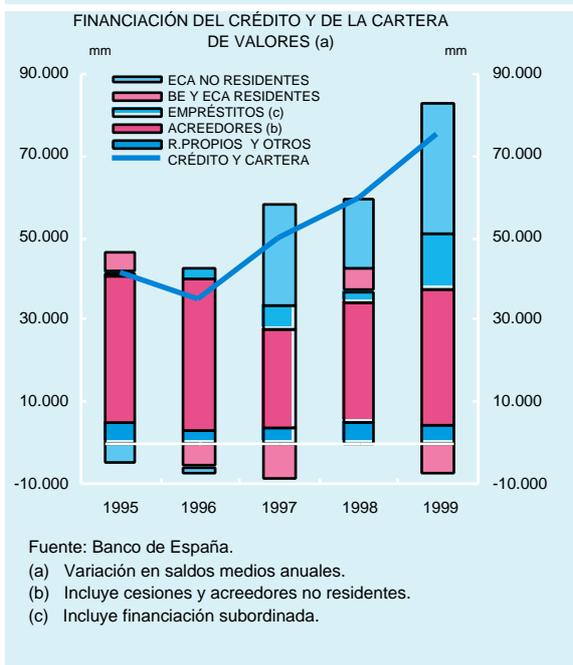
El mantenimiento de los elevados ritmos de expansión del crédito fue financiado, solo en parte, por los depósitos, a pesar de que en 1999 tuvo lugar una recuperación importante de los depósitos del sector privado residente, favorecida por las mejoras fiscales derivadas de la reciente reforma del IRPF y por el menor atractivo de los fondos de inversión, en un contexto de rentabilidades reducidas en los activos menos arriesgados y de mayor incertidumbre en los mercados bursátiles. En términos medios anuales, los depósitos de «otros sectores residentes» —empresas y familias, mayoritariamente— crecieron un 9,8 %, frente a un 6,5 % en 1998, con un aumento muy fuerte de los depósitos a la vista y una notable recuperación de los depósitos a plazo, particularmente los de plazos superiores a dos años, que han sido los más favorecidos por la nueva fiscalidad. No obstante, el incremento de los depósitos se vio contrarrestado por la fuerte caída de las cesiones temporales de activos al sector privado (ver cuadro IV.3), que se explica por la menor demanda de cesiones por parte de los fondos de inversión, por la propia necesidad de las entidades de depósito de disponer de títulos en cartera, no cedidos, para su utilización como colateral en las subastas de liquidez del Eurosistema y, quizás también, por la sustitución de cesiones por depósitos. En conjunto, los recursos de clientes del sector privado residente (sin incluir los empréstitos emitidos) aumentaron un 4 % en 1999, lo que resultó claramente insuficiente para financiar el aumento del crédito.

En consecuencia, el mantenimiento de la vigorosa expansión del crédito en 1999 fue posible porque las entidades de depósito, en su conjunto, volvieron a captar importantes recursos netos en el exterior (ver gráfico IV.2), siendo los bancos comerciales los más activos al respecto. Sin embargo, en 1999 se observaron algunas diferencias en la obtención de financiación por parte de las entidades con respecto a

(4) Otro ejemplo de la centralización de las operaciones de tesorería que ha supuesto la aparición del euro es el hecho de que las sucursales de bancos extranjeros hayan prácticamente anulado su recurso al Banco de España, reduciéndolo hasta un 5 % del nivel observado en 1998.

GRÁFICO IV.2

Entidades de depósito



los ejercicios anteriores, que conviene poner de manifiesto.

De una parte, las entidades de depósito recurrieron, en mayor medida, a los mercados de capitales —nacionales e internacionales— como fuente de financiación, con el fin de limitar los riesgos de liquidez que conlleva la financiación interbancaria y beneficiarse del mayor desarrollo reciente de estos mercados. Así, tanto los bancos como las cajas de ahorros aprovecharon las mejores perspectivas de los mercados españoles de renta fija privada para aumentar significativamente el volumen de emisiones de deuda en el mercado nacional, circunstancia ya mencionada en la sección anterior de este capítulo. De esta forma, por primera vez en los últimos años, los empréstitos y emisiones subordinadas cubrieron un volumen significativo de las necesidades de financiación de las entidades (en torno al 18 %, como muestra el gráfico IV.2). A su vez, dentro de la partida de acreedores, el fuerte crecimiento de los acreedores no residentes se debe a la canalización hacia las matrices, vía depósitos, de los fondos captados por entidades financieras no bancarias, filiales del grupo, a través de emisiones de deuda y de acciones preferentes en los mercados internacionales.

De otra parte, la existencia de un mercado monetario único en el área del euro propició que, en 1999, el endeudamiento neto interbancario en el exterior de las entidades de depósito

españolas comenzase a desplazarse hacia dicho mercado (5), atraído por la inexistencia de riesgo cambiario y por las ventajas operativas que suponen el TARGET y el acceso a las facilidades de crédito y de depósito del Eurosistema. No obstante, no debe olvidarse que un excesivo recurso a la financiación en el mercado interbancario del euro, en el que la única garantía de los préstamos (no colateralizados) es la calidad crediticia de la entidad prestataria, podría suponer un riesgo para la liquidez de las entidades españolas.

Los resultados de las entidades de depósito en 1999 mantuvieron las mismas pautas observadas en los años anteriores. En porcentaje de los activos totales medios (ATM), los márgenes de intermediación, ordinario y de explotación volvieron a disminuir, pese a lo cual el resultado antes de impuestos continuó mejorando (ver cuadro IV.3). Destaca el hecho de que el margen de explotación registrase un descenso, no solo en términos de ATM, sino también en términos absolutos, a lo que contribuyeron, además de la caída del margen de intermediación, el menor crecimiento de las comisiones por comercialización de fondos de inversión, el impacto negativo de la evolución de los mercados financieros a lo largo del año sobre los resultados por operaciones financieras y el aumento de los gastos de explotación. Estos últimos, pese a haberse moderado en 1999, crecieron por encima del margen ordinario, por lo que se produjo un deterioro en la *ratio* de eficiencia (gastos de explotación sobre margen ordinario) del conjunto de las entidades de depósito, que pasó del 64,4 % al 65,6 %. El crecimiento de los gastos de explotación fue notablemente mayor en las cajas, que expandieron el número de empleados y de sucursales, que en los bancos.

Al igual que en años anteriores, la caída en el margen de explotación se vio más que compensada por unos menores saneamientos y dotaciones, en el marco de una coyuntura económica muy favorable, lo que se tradujo en una mejora del resultado antes de impuestos. En particular, en 1999 disminuyeron los saneamientos por riesgo-país —que habían sido relativamente elevados en los dos ejercicios precedentes, como consecuencia de la crisis internacional en los países con mercados emergentes—, los saneamientos de la cartera de participaciones permanentes de los bancos comerciales —también muy elevados en 1998— y las otras dotaciones a fondos específicos. A su vez, las dotaciones de provisiones para insol-

(5) Aunque, todavía, dos tercios de la posición neta interbancaria exterior son con entidades de crédito de fuera de la UEM.

vencias de la cartera de créditos siguieron cayendo, a pesar de los bajos niveles ya alcanzados. En este ámbito, el Banco de España ha modificado recientemente la normativa sobre provisiones para insolvencias, introduciendo el denominado «Fondo para la cobertura estadística de insolvencias» (6). Cabe esperar que la aplicación de esta nueva normativa a partir de mediados del año 2000 invierta el proceso de continuo descenso en los saneamientos por riesgo de crédito observado desde 1993, y paralelamente induzca a las entidades a buscar vías para mejorar el margen de explotación con el fin de preservar los niveles de beneficios.

En cualquier caso, las perspectivas apuntan a una recuperación del margen de explotación, ya que en 1999 ha concluido el largo proceso de descenso de los tipos de interés de mercado, que ha supuesto que los tipos interbancarios se sitúen actualmente más de seis puntos porcentuales por debajo del nivel medio de 1995 (ver gráfico IV.3). En el nuevo entorno de tipos de interés al alza, la existencia de pasivos no remunerados o remunerados a un bajo precio permitirá una cierta recuperación del margen de intermediación de las entidades de depósito. No obstante, cabe pensar que, dada la fuerte competencia existente y las importantes transformaciones tecnológicas acaecidas, las posibles mejoras obtenibles a través del margen de intermediación serán limitadas.

Mucho más importantes son, en cambio, las posibilidades que se derivan de la adaptación de las entidades a un entorno en el que los mercados de capitales y los nuevos canales de distribución desempeñarán un papel mucho más destacado que en la actualidad. En este sentido, algunas entidades han dado pasos importantes para aumentar el grado de diversificación de sus fuentes de ingresos (ver recuadro IV.2), tanto dentro de España —aumentando su actividad en la gestión de carteras y en la comercialización de productos a través de entidades filiales no bancarias— como fuera de nuestro país.

En particular, durante los últimos años las entidades españolas han acometido un importante proceso de expansión en América Latina, mercado especialmente atractivo para los bancos españoles. Así, las economías latinoamericanas presentan un elevado potencial de crecimiento, sus sistemas bancarios están todavía poco desarrollados y se caracterizan por la persistencia de amplios márgenes de intermediación que revelan un mayor nivel de riesgo y

(6) La nueva normativa se explica con detalle en el *Boletín económico* del Banco de España de enero de 2000.



también unos niveles de eficiencia mejorables. La experiencia adquirida como consecuencia de la creciente competencia en nuestro mercado nacional ha favorecido particularmente la expansión en estos mercados.

Finalmente, algunas entidades han potenciado la introducción de los recientes avances tecnológicos en su proceso productivo, han comenzado a prestar distintos servicios financieros a través de los modernos canales de distribución y han establecido alianzas con empresas del sector de las nuevas tecnologías para el desarrollo de nuevos productos y oportunidades de negocio.

IV.3.2. Otros intermediarios financieros

Este epígrafe analiza la evolución de los denominados inversores institucionales (sociedades y fondos de inversión, fondos de pensiones y empresas de seguros), que ofrecen distintos servicios financieros a las empresas y a las familias, pero que tienen en común el hecho de que captan ahorro de estos agentes y lo invierten en los diferentes activos financieros disponibles. Por consiguiente, estos intermediarios financieros desempeñan un papel importante tanto en la canalización del ahorro como en el funcionamiento de los mercados de capitales, lo que, unido a su creciente peso en el conjunto del sistema financiero español, hace que el análisis de su comportamiento sea cada vez más relevante.

Fondos captados por otros intermediarios financieros

Millones de euros

	1996	1997	1998	1999	1999 SalDOS (a)
Total (b)	37.839	47.998	35.436		
Fondos de pensiones					
<i>Aportaciones netas (c)</i>	2.365	2.322	2.692	3.014	
<i>Variación del patrimonio</i>	4.619	4.469	5.251	4.439	31.600
Seguros de vida					
<i>Primas netas de siniestralidad</i>	4.697	5.389	4.578		
<i>Variación provisiones matemáticas</i>	6.341	10.791	7.678	11.726	61.904
Fondos de inversión mobiliaria					
<i>Suscripciones netas</i>	30.777	40.287	28.166	2.877	206.294
FIAMM	11.668	1.532	-12.267	-5.752	42.598
FIM	19.109	38.755	40.433	8.629	163.696
PRO MEMORIA:					
Entidades de depósito: variación de acreedores: otros sectores residentes	21.091	25.388	15.917	18.795	453.938

Fuentes: Banco de España, CNMV, INVERCO y Dirección General de Seguros.

(a) SalDOS a diciembre. Patrimonio en el caso de los fondos y provisiones matemáticas en el caso de los seguros.

(b) Suma de aportaciones, primas y suscripciones netas.

(c) En 1999, estimación de INVERCO. Anteriormente, estimación propia basada en la variación del patrimonio y la rentabilidad anual de los fondos.

Los fondos de inversión, después de experimentar crecimientos patrimoniales muy fuertes en ejercicios anteriores, durante el pasado año crecieron tan solo en 2,5 mm de euros, como consecuencia del aumento de los FIM en 10,6 mm y de una nueva caída de los FIAMM en 8,1 mm, propiciada por el mantenimiento de unas elevadas comisiones que, en un contexto de tipos de interés nominales reducidos, suponen una merma importante para la rentabilidad neta de este producto. El menor incremento del patrimonio de los fondos de inversión se debió a la menor revalorización de la cartera, resultado del comportamiento de los precios de los activos financieros, y a las menores suscripciones netas de participaciones por parte de las empresas y de las familias. A su vez, las menores suscripciones netas han venido influidas por el menor atractivo de las participaciones en fondos de inversión en relación con otras alternativas, ya que las reformas fiscales recientes redujeron, para determinados niveles de renta y determinados plazos, las ventajas en el tratamiento fiscal de este tipo de productos frente a otros, como los depósitos bancarios, los fondos de pensiones o los productos de seguros.

Por el contrario, el mantenimiento de importantes ventajas fiscales y el menor grado de madurez alcanzado por los fondos de pensiones y los productos de seguros hicieron que estos siguieran experimentando una demanda creciente (ver cuadro IV.4). Así, por ejemplo, de acuerdo con los datos provisionales proporcio-

nados por la Dirección General de Seguros, los ingresos por primas de los seguros de vida habrían crecido casi un 40 % en 1999 y, de este avance, una parte muy sustancial serían primas correspondientes a seguros de vida cuyas provisiones matemáticas se invierten en fondos de inversión (*unit linked*), un producto cuyo principal atractivo es la posibilidad de realizar, bajo determinadas condiciones, cambios de fondo de inversión sin coste fiscal.

En cualquier caso, cualquiera que sea el vehículo institucional elegido, la canalización en los últimos años de porciones crecientes del ahorro del sector de familias y empresas hacia los inversores institucionales ha contribuido a modificar sustancialmente la distribución de la riqueza de dicho sector, con consecuencias importantes tanto para el comportamiento de empresas y familias como para los mecanismos de transmisión de los impulsos monetarios, ahora mucho más sujetos que antes a la evolución de los mercados financieros.

Por otra parte, el recurso a estos inversores institucionales fue también el camino utilizado preferentemente por los ahorradores últimos para conseguir una mayor diversificación de sus activos. Este proceso continuó de una manera intensa durante 1999, favorecido porque los ahorradores siguieron demandando en mayor medida productos con una mayor rentabilidad esperada, pero también con un mayor riesgo. En consecuencia, la cartera de los inversores

Las principales diferencias entre la actividad de los grupos bancarios y la de sus bancos matrices

En los últimos años, las entidades bancarias españolas y, con mayor intensidad, los grandes grupos bancarios han llevado a cabo estrategias de diversificación de su negocio, principalmente a través del desarrollo de fondos de inversión y de pensiones, y mediante la expansión en mercados de otros países, en especial en Latinoamérica. Este proceso se ha llevado a cabo, en su mayor parte, a través de las filiales de los grupos bancarios, por lo que su reflejo en los balances individuales de las entidades bancarias —que son los que se analizan en el texto del Informe— ha sido muy limitado. Por ello, en este recuadro se analiza brevemente la evolución de la actividad de los grupos bancarios —que es donde el peso de estas filiales es más importante (1)— en comparación con la de las matrices bancarias individuales, con el fin de analizar el impacto de estas estrategias sobre la estructura del negocio bancario, la generación de ingresos y gastos y el perfil general de riesgos de las entidades.

El peso creciente de la actividad de los bancos españoles a través de los fondos de inversión se refleja, por un lado, en la evolución del patrimonio de los fondos de inversión gestionados por filiales bancarias, que, en porcentaje del balance total de los grupos bancarios, aumentó desde un 8,3 % en 1995 hasta un 21 % en 1999. Por otro lado, es asimismo notable el aumento del porcentaje que representan los ingresos por comisiones sobre el margen ordinario en los grupos —que pasó de un 44 % a un 55 % durante el mismo período—, así como la creciente diferencia entre los ingresos por comisiones que registran los grupos y los que registran los estados individuales de las matrices, que recogen, de manera aproximada, los ingresos obtenidos por esta actividad por las gestoras filiales —0,16 % de los activos totales medios en 1995; 0,49 % en 1999—.

Por su parte, la importancia de la diversificación geográfica internacional, centrada en gran medida en Latinoamérica, se pone de manifiesto en la evolución de las diferencias en la información que proporcionan los estados financieros individuales y los del grupo sobre el margen entre préstamos y depósitos, sobre el margen de intermediación, sobre los gastos de explotación y sobre la *ratio* de morosidad y los saneamientos netos. Así, el efecto principal de la integración en el balance de las filiales extranjeras ha sido moderar la caída del margen entre crédito y depósitos, al incluirse entidades con márgenes que casi duplican los que tienen las entidades en su negocio en los mercados nacionales. Esto tiene un claro reflejo en la evolución del margen de intermediación consolidado del grupo de bancos, que es notablemente superior al que se deriva de los estados individuales. Pero la expansión internacional del negocio también ha afectado a los gastos de explotación, que han aumentado como consecuencia de la inclusión de entidades con un grado menor de eficiencia, así como a los riesgos de insolvencia, que resultan mayores como consecuencia de la inclusión de activos de una menor calidad crediticia.

En todo caso, el análisis comparativo de la evolución de los grupos bancarios y sus matrices pone de manifiesto que las estrategias de diversificación emprendidas por las entidades bancarias en los últimos años han tenido un efecto global positivo. Por un lado, el desarrollo de los fondos de inversión ha permitido a las entidades bancarias no perder cuota de mercado en la captación del ahorro; incrementar la eficacia de su red de distribución, al aprovecharla para comercializar nuevos productos; y reducir el impacto sobre sus ingresos derivado del desplazamiento desde la intermediación entre préstamos y depósitos hacia otras formas de intermediación más sofisticadas. Por otro lado, la estrategia de diversificación mediante la expansión en otros países ha permitido reducir el impacto de la caída de los márgenes operativos en el negocio nacional, así como situar a las entidades españolas en una posición privilegiada en los principales mercados financieros de Latinoamérica. Ahora bien, estas inversiones tienen un componente de riesgo mayor que ha de ser tenido en cuenta tanto por los gestores de las instituciones bancarias como por las autoridades supervisoras.

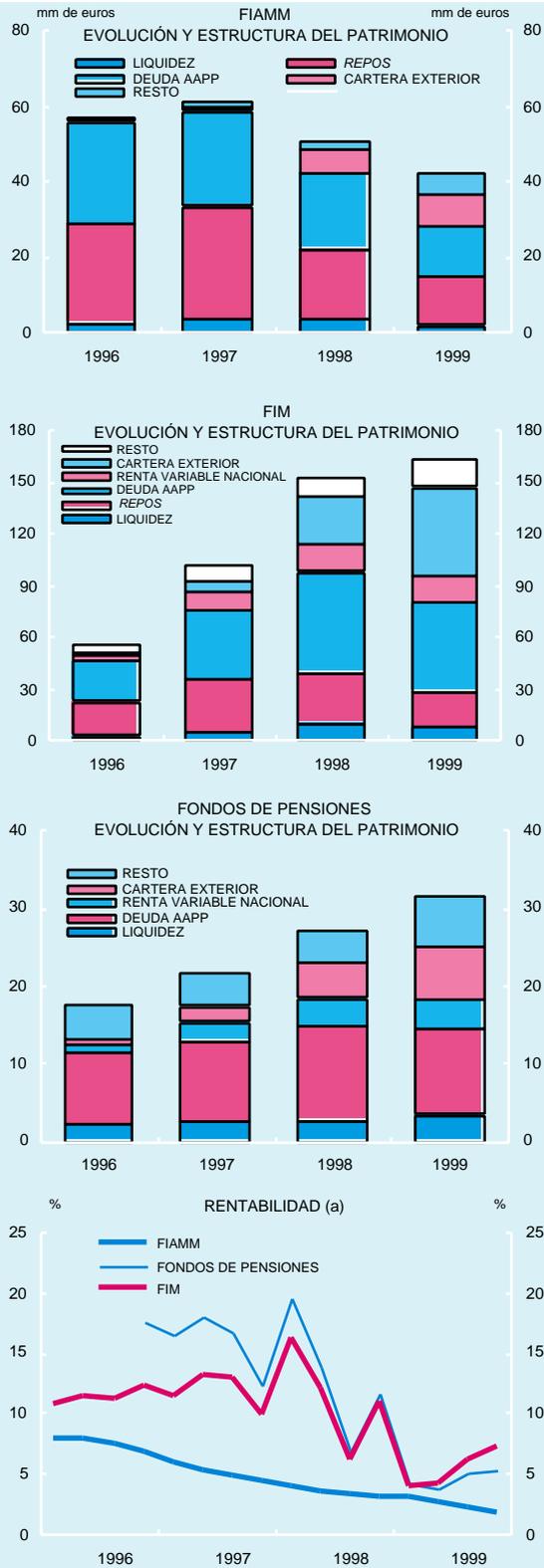
(1) En el resto de los grupos que conforman el agregado de entidades de depósito, la importancia de las filiales es mucho menor, si bien las cajas de ahorros de mayor dimensión están empezando a desarrollar una creciente actividad a este respecto.

Principales diferencias entre los balances de los grupos bancarios y los de sus bancos matrices

	1995	1996	1997	1998	1999
I) GESTIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN:					
Patrimonio de los fondos de inversión en % del balance del grupo	8,3	12,2	17,8	20,5	21,0
Ingresos por comisiones en % del margen ordinario del grupo	43,5	39,6	46,4	52,9	54,9
Ingresos por comisiones en % de activos totales medios (ATM): diferencia entre el grupo y la entidad bancaria matriz	0,16	0,17	0,27	0,39	0,49
II) DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA:					
Diferencias entre el grupo y la entidad bancaria matriz					
Margen préstamo/depósito (en % ATM)	-1,25	-0,95	-0,49	0,78	0,76
Margen de intermediación (en % ATM)	-0,04	0,13	0,33	0,52	0,79
Gastos de explotación (en % ATM)	-0,22	-0,27	-0,47	-0,69	-0,83
<i>Ratio</i> de morosidad (en % del crédito total)	0,27	0,22	0,23	0,54	0,69
Saneamiento de créditos (en % ATM)	-0,05	-0,02	0,07	0,16	0,18

GRÁFICO IV.4

Inversores institucionales



Fuentes: CNMV, Banco de España e INVERCO.
(a) Rentabilidad acumulada en los últimos 12 meses.

institucionales mostró nuevos descensos en la inversión en deuda pública y en *repos*, y aumentos en las inversiones en renta variable, y en títulos emitidos por emisores no residentes y en renta fija privada (ver gráfico IV.4). De la evolución observada durante 1999, destaca, sobre todo, el proceso de internacionalización de las carteras, acentuado como consecuencia de la aparición del euro. Así, cabe mencionar el hecho de que, a finales de 1999, la cartera exterior de los FIM representaba ya aproximadamente el 32 % del patrimonio total (con una distribución equilibrada entre activos de renta variable y de renta fija), frente al 18 % doce meses antes, mientras que, en los FIAMM, el porcentaje correspondiente fue el 20 % (el 12 % en 1998).

Una parte de este intenso proceso de internacionalización puede explicarse por el deseo de diversificar el riesgo de la cartera, aunque otra parte se debe, con toda probabilidad, a la estrechez de algunos mercados financieros nacionales. Solo así pueden explicarse las fuertes inversiones en activos de renta fija del área del euro. No obstante, la positiva respuesta de los fondos de inversión ante el desarrollo del mercado de pagarés de empresa en 1999 confirma la existencia de un margen significativo para el desarrollo y la ampliación de los mercados financieros nacionales.

IV.4. EL AHORRO Y LOS FLUJOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS (7)

En 1999, la economía española volvió a mostrar una necesidad de financiación frente al resto del mundo, después de un período de cuatro años en el que mantuvo una capacidad de financiación neta frente al exterior. La necesidad de financiación de la nación fue el 0,6 % del PIB en dicho ejercicio, lo que supone una caída de 1,4 puntos porcentuales respecto a 1998. Como se observa en el cuadro IV.5, ese descenso fue consecuencia de una reducción del ahorro nacional bruto y, sobre todo, del aumento de la formación bruta de capital. En términos del ahorro financiero neto (8), continuó la tendencia observada en los últimos años de

(7) La información de las cuentas financieras que aquí se analiza incorpora los criterios metodológicos del SEC-95, lo que supone que los datos de los flujos y saldos financieros con los que en el pasado se han venido elaborando los informes periódicos del Banco de España han sido revisados. El recuadro IV.3 examina los principales cambios que esos nuevos criterios introducen en el análisis de los flujos financieros de la economía.

(8) El ahorro financiero neto es la diferencia entre los flujos de activos financieros y de pasivos, y equivale al concepto de *operaciones financieras netas* que define el SEC-95.

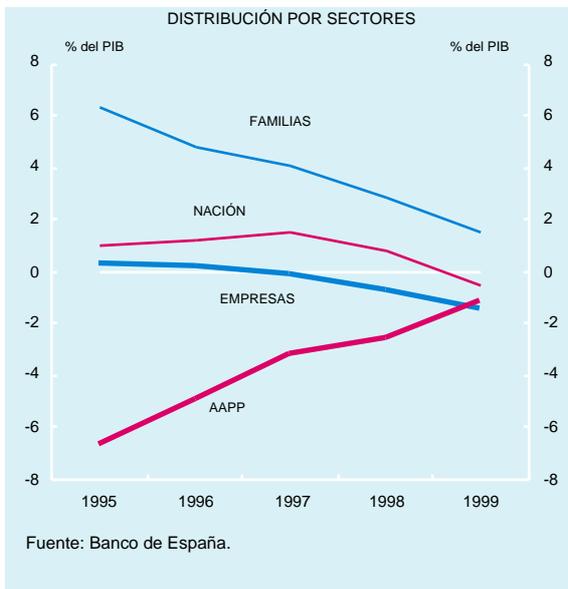
Cuentas de utilización de renta, de capital y financieras. Economía nacional
Detalle por sectores (% del PIB)

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Renta bruta disponible	100,2	99,6	99,5	99,3	99,0
Administraciones Públicas	16,2	16,7	18,1	18,6	20,1
Instituciones financieras	2,2	2,0	1,7	1,9	1,4
Empresas no financieras y familias	81,7	80,9	79,7	78,8	77,6
<i>Familias</i>	69,4	68,9	68,1	67,7	67,1
<i>Empresas no financieras</i>	12,4	12,0	11,6	11,1	10,5
2. Consumo	77,9	77,6	76,9	76,6	76,6
Administraciones Públicas	18,1	18,0	17,6	17,4	17,1
Familias	59,8	59,6	59,3	59,2	59,5
3. Ahorro nacional bruto (1 – 2)	22,3	22,0	22,5	22,7	22,4
Administraciones Públicas	-1,8	-1,2	0,5	1,2	3,0
Instituciones financieras	1,8	1,7	1,4	1,7	1,1
Empresas no financieras y familias	22,3	21,5	20,7	19,9	18,4
<i>Familias</i>	10,0	9,5	9,1	8,8	7,8
<i>Empresas no financieras</i>	12,4	12,0	11,6	11,1	10,5
4. Formación bruta de capital (a)	21,3	20,8	21,0	22,0	23,0
Administraciones Públicas	4,8	3,7	3,6	3,8	4,1
Instituciones financieras	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
Empresas no financieras y familias	15,7	16,6	16,7	17,7	18,3
<i>Familias</i>	4,7	5,2	4,9	5,3	5,8
<i>Empresas no financieras</i>	11,0	11,3	11,8	12,4	12,5
5. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (3 – 4)	1,0	1,2	1,6	0,8	-0,6
Administraciones Públicas	-6,6	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
Instituciones financieras	1,0	1,2	0,8	1,2	0,5
Empresas no financieras y familias	6,6	5,0	3,9	2,2	0,1
<i>Familias</i>	5,3	4,3	4,2	3,5	2,0
<i>Empresas no financieras</i>	1,4	0,7	-0,2	-1,3	-2,0
6. Ahorro financiero neto (7 – 8)	1,0	1,2	1,6	0,8	-0,6
Administraciones Públicas	-6,6	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
Instituciones financieras	1,0	1,2	0,8	1,2	0,5
Empresas no financieras y familias	6,6	5,0	3,9	2,2	0,1
<i>Familias</i>	6,3	4,8	4,1	2,9	1,5
<i>Empresas no financieras</i>	0,3	0,2	-0,1	-0,7	-1,4
7. Variación de activos financieros	37,9	42,2	45,0	50,6	51,8
Administraciones Públicas	1,5	3,7	0,5	1,5	1,8
Instituciones financieras	17,6	19,9	21,9	24,1	22,2
Empresas no financieras y familias	18,8	18,5	22,7	25,1	27,8
<i>Familias</i>	9,9	8,9	10,0	9,7	9,5
<i>Empresas no financieras</i>	9,0	9,7	12,7	15,3	18,3
8. Variación de pasivos	36,9	41,0	43,5	49,8	52,4
Administraciones Públicas	8,1	8,6	3,7	4,1	2,9
Instituciones financieras	16,6	18,8	21,1	22,9	21,7
Empresas no financieras y familias	12,2	13,6	18,7	22,9	27,7
<i>Familias</i>	3,6	4,1	5,9	6,8	8,0
<i>Empresas no financieras</i>	8,6	9,5	12,8	16,1	19,7

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Incluye la variación de existencias y adquisiciones netas de objetos valiosos y de activos no financieros no producidos (sumando), y las transferencias netas de capital (restando).

GRÁFICO IV.5

Ahorro financiero neto

disminución progresiva del ahorro financiero neto de las empresas no financieras y de las familias, cuyo efecto contractivo sobre el ahorro financiero neto de la nación solo pudo ser compensado parcialmente por la mejora en la situación financiera de las AAPP (véase gráfico IV.5). A continuación, se examina la evolución financiera de cada uno de estos sectores, así como los flujos financieros de la nación en su conjunto frente al exterior.

IV.4.1. Empresas y familias

Siguiendo la tendencia de los últimos años, la capacidad de financiación de las familias y las empresas no financieras se redujo, de nuevo, en 1999, como consecuencia, en ambos sectores, tanto de la caída del ahorro bruto como de la fortaleza de la inversión privada. Si junto a estas variables se analizan los flujos de activos financieros y pasivos, se observa un incremento de los activos y los pasivos, que fue mayor en el caso de estos últimos. Los activos financieros y los pasivos se expandieron con más rapidez en el caso de las empresas. En estas, el notable aumento de sus pasivos se destinó a financiar no solo la formación bruta de capital, sino también la adquisición de activos financieros y, en particular, de participaciones mayoritarias en empresas extranjeras. En la medida en que la naturaleza de estas inversiones directas está más próxima a la de la inversión en capital que a la mera compra de activos financieros, tiene sentido analizarlas junto a la formación bruta de capital nacional; de este

análisis se obtiene que las empresas españolas muestran un dinamismo inversor muy superior al que reflejan las cifras de la cuenta de capital (véase la parte superior del gráfico IV.6).

El ahorro financiero neto de las *empresas no financieras* fue el $-1,4$ % del PIB en 1999, $0,7$ puntos porcentuales por debajo del nivel del año anterior (véase la parte superior del cuadro IV.6), pero notablemente menos negativo que el registrado en la fase expansiva anterior a finales de los ochenta. La posición relativamente favorable que reflejan las cifras de ahorro financiero neto de las empresas puede ser consecuencia del menor dinamismo relativo de la formación bruta de capital, en favor de la inversión directa en el exterior, pues estos flujos, al representar activos financieros de las empresas, no se deducen para calcular el ahorro financiero neto de este sector. Sin embargo, esa situación también es el resultado del proceso de saneamiento financiero que ha tenido lugar en los últimos años, que ha descansado, en parte, en unos menores costes financieros de los recursos ajenos (véase recuadro IV.4). A este respecto, debe destacarse que en 1999 terminó el proceso de gradual disminución de los tipos de interés, por lo que las empresas no pueden esperar, como en los últimos años, que la carga financiera de su endeudamiento siga reduciéndose.

Pese al aumento del endeudamiento, la riqueza financiera neta (9) de las empresas siguió incrementándose en 1999, como consecuencia, sobre todo, de la revalorización de su cartera de acciones (véase la parte superior del gráfico IV.7). Esta revalorización puede haber tenido dos tipos de efectos positivos sobre la inversión. Por un lado, en la medida en que se haya incrementado la relación entre el valor de mercado de las empresas y el coste de incrementar la capacidad instalada, la revalorización habría impulsado la demanda de inversión en capital fijo. Por otro, el incremento en el valor de las garantías disponibles para la demanda de financiación habría contribuido a reducir el coste del endeudamiento y, con ello, el coste de uso del capital. Asimismo, es posible que el crecimiento del patrimonio financiero neto de las empresas haya influido en el crédito concedido a este sector, pues, por un lado, aumenta la disposición de las empresas a endeudarse y, por otro, amplía la oferta de crédito bancario, al elevarse el valor de mercado del colateral.

Por instrumentos, en el cuadro IV.6 se observa que el grueso de la inversión financiera

(9) La riqueza financiera neta es la diferencia entre los saldos de activos financieros y de pasivos, y equivale al concepto de *activos financieros netos* que define el SEC-95.

Implicaciones para el análisis monetario y financiero de las cuentas financieras según el SEC-95

La elaboración de las cuentas financieras conforme a la metodología del sistema de cuentas nacionales SEC-95 conlleva modificaciones en la información de activos financieros y pasivos de los distintos sectores institucionales que se venía utilizando para realizar análisis monetarios y financieros. Los cambios que se han introducido afectan a todos los sectores, si bien los que tienen un mayor interés, desde el punto de vista del análisis de las decisiones de ahorro y financiación de los agentes privados, son los que afectan al sector de familias y empresas no financieras. En este recuadro se detallan algunas de las implicaciones para el análisis de las cifras procedentes de las nuevas cuentas financieras elaboradas conforme a los criterios del SEC-95.

A las modificaciones en las cuentas financieras por la incorporación de los criterios metodológicos del SEC-95 se han unido otras derivadas de la disponibilidad de mayor información, especialmente en lo que se refiere a las empresas de pequeño y mediano tamaño. Esto ha supuesto una serie de modificaciones de naturaleza diversa(1), que han afectado a la mayoría de los activos financieros y pasivos de empresas y familias. Entre las modificaciones que han originado cambios de mayor entidad se encuentran las siguientes:

- a) El saldo de *Acciones* pasa a estar valorado a precios de mercado, conforme a los criterios metodológicos del SEC-95. De forma similar, la cartera de estos títulos en poder de los diversos sectores institucionales pasa también a estar valorada a precios de mercado. Esto supone un importante incremento en las cifras de la cartera de acciones en poder de empresas y familias, según las cuentas financieras, que constituyen, así, un mejor reflejo de su valor de mercado. Esta modificación en el criterio de valoración de las acciones es uno de los elementos que contribuyen a incrementar, en mayor medida, el valor de la riqueza financiera de estos sectores.
- b) La incorporación de información relativa a empresas de pequeño y mediano tamaño, proveniente de los Registros Mercantiles, ha dado lugar a una revisión importante en el saldo de acciones no cotizadas y de participaciones en empresas que no son sociedades anónimas. Por este motivo, el saldo de *Acciones* y, sobre todo, el de *Otras participaciones* emitidas por empresas no financieras se ha incrementado de forma notable, así como las tenencias del sector de Hogares e instituciones privadas sin fines de lucro (IPSFL), que, de forma abreviada, se denomina familias.
- c) La información relativa a empresas de pequeño tamaño ha llevado a revisar las estimaciones de crédito comercial entre los diversos sectores. El resultado de dicha revisión ha sido: un importante incremento en los saldos de crédito comercial entre empresas no financieras —tanto activos como pasivos— y una disminución del crédito comercial otorgado a familias. Por otro lado, el crédito comercial concedido por empresas no financieras al sector AAPP, que antes se incluía en la rúbrica de *Otros*, ha pasado a incluirse en la partida de crédito comercial.
- d) Conforme a lo establecido en la metodología del SEC-95, los intereses de los títulos valores han pasado a contabilizarse según criterios de devengo, incorporándose los intereses devengados y no pagados al valor de la operación financiera que da origen a los mismos. Esta modificación de criterio respecto a lo que establecía el SEC-79 origina cambios en los flujos de las operaciones con valores que, sin embargo, son de menor importancia cuantitativa que los tres anteriores. No obstante, su relevancia es mayor, ya que permite eliminar ajustes por discrepancias en los criterios de contabilización de los intereses que seguían los distintos sectores, contribuyendo así a reducir el montante de la partida *Otros*, que se comenta a continuación.
- e) En general, el conjunto de operaciones incluidas en la rúbrica *Otros* ha disminuido su saldo y, en ocasiones, su flujo. En esta rúbrica se incluía una amplia gama de operaciones pendientes de cobro o pago y ajustes estadísticos por diferencias en criterios de valoración y de otro tipo que, en gran parte, desaparecen o se reclasifican con la aplicación de los criterios metodológicos del SEC-95.

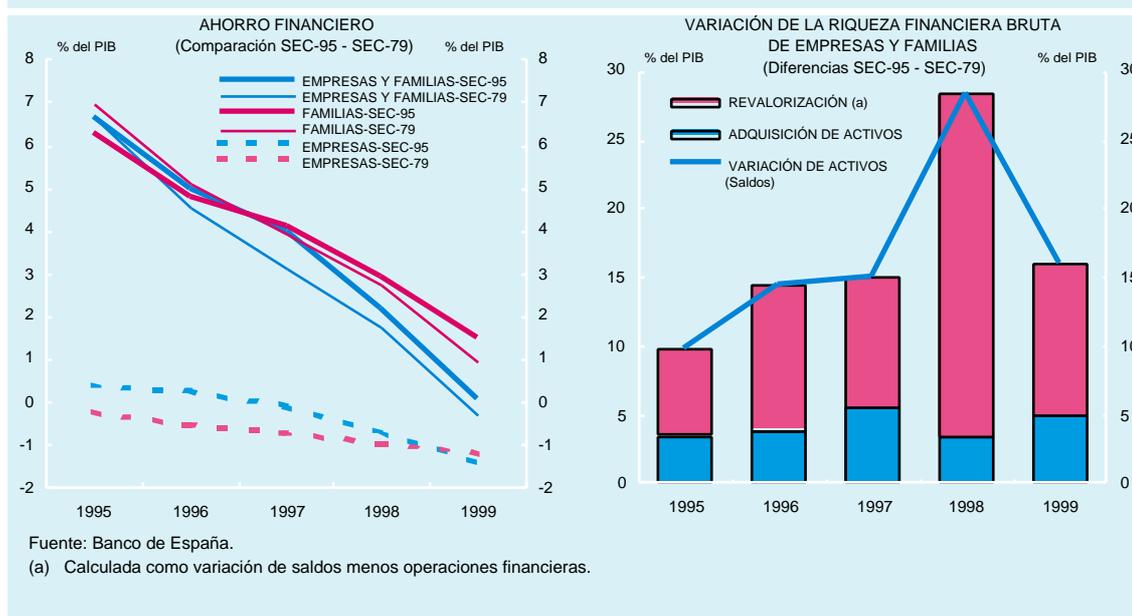
Como consecuencia de los cambios señalados, y de otros de menor significación, se ha producido una pequeña variación en el ahorro financiero neto (*operaciones financieras netas*, según la nomenclatura del SEC-95) del sector de familias y empresas —véase el gráfico de la izquierda que acompaña este recuadro—. Dicha variación implica una reducción del ahorro financiero de las familias más lenta en la versión del SEC-95 que en la del SEC-79, que resulta parcialmente compensada por el deterioro algo más rápido que se produce en el ahorro de las empresas no financieras. Asimismo, el ahorro financiero de estos dos sectores se sitúa, en la versión del SEC-95, más próximo al valor de la capacidad / necesidad de financiación que proporcionan las cuentas nacionales.

La introducción del criterio de valoración a precios de mercado, junto con la incorporación de mayor información, ha supuesto una revisión al alza en el crecimiento de la *riqueza bruta* —activos financieros— y de los pasivos del sector de empresas y familias, además de un incremento en el nivel de estas variables. Así, el saldo de activos financieros a finales de 1999 era un 259% del PIB según la versión SEC-79 y un 363% del PIB según el SEC-95. De forma similar, el nivel de pasivos de acuerdo con el SEC-79 —que era un 223% del PIB— es inferior a los pasivos según el SEC-95, que ascendieron a un 348% del PIB. Esta revisión se ha reflejado, asimismo, en un incremento en el nivel de la *riqueza financiera neta* de familias y empresas no financieras —definida de forma que se excluyen las acciones en el pasivo de las empresas— y en su ritmo de crecimiento. Así, desde 1995 se ha producido un incremento acumulado en el valor de la riqueza neta del 80 % del PIB, de acuerdo con la versión SEC-95, mientras que, en la versión SEC-79, dicho incremento apenas alcanzaba el 37% del PIB. Este mayor crecimiento que se obtiene con la última versión de las cuentas financieras se ha debido tanto al incremento en el valor de la cartera de acciones de las empresas no financieras como al de las familias. En cambio, en la versión del SEC-79, el aumento en el valor de la riqueza neta de empresas y familias se debía, fundamentalmente, al incremento en el valor de la cartera de las familias.

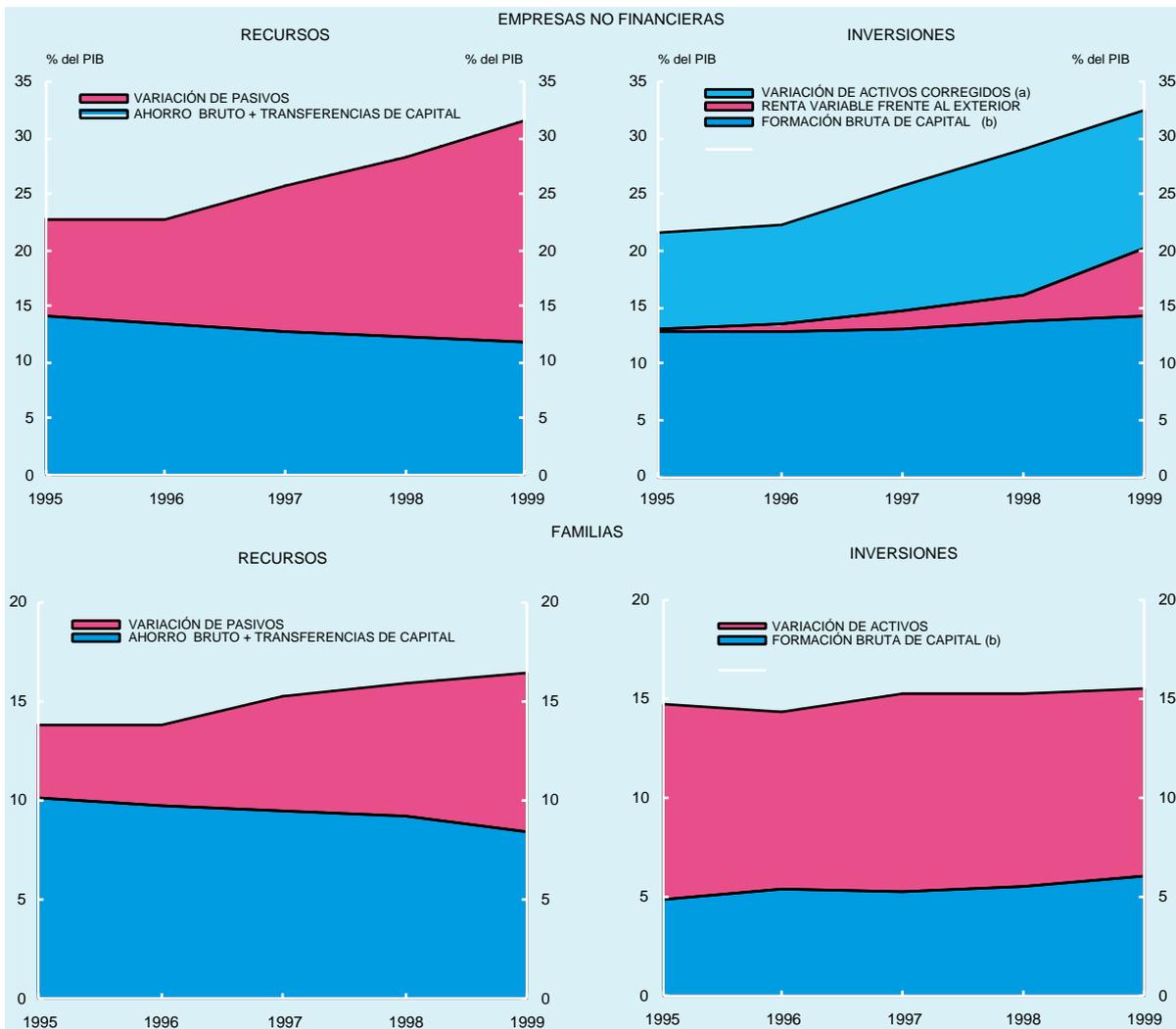
Aunque la revisión en el valor de la riqueza financiera de empresas y familias ha sido el resultado, fundamentalmente, de la introducción del criterio de valoración a precios de mercado en las cuentas financieras conforme a la metodología del SEC-95, algunos de los restantes cambios mencionados también han supuesto una modificación del volumen de operaciones financieras del sector (adquisición de activos financieros o contracción de pasivos). En el gráfico inferior que acompaña este recuadro se presenta la contribución relativa de cada uno de estos elementos al mayor crecimiento de la riqueza bruta en la versión SEC-95 en relación con la del SEC-79. Puede observarse que el mayor volumen de activos financieros adquiridos por las empresas y familias, de acuerdo con la versión SEC-95, contribuye a explicar las diferencias en el valor de la riqueza bruta en mucha menor medida que el incremento producido por el cambio en los criterios de valoración.

(1) Véase el artículo «Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC-95. Serie 1995-1999», publicado en el *Boletín económico* mayo de 2000.

Implicaciones para el análisis monetario y financiero de las cuentas financieras según el SEC-95



Ahorro, inversión y financiación de las familias y empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

(a) Calculados deduciendo de la variación de activos los valores de renta variable frente al exterior.

(b) La formación bruta de capital incluye la variación de existencias y las adquisiciones de objetos valiosos y de activos no financieros.

de las empresas se destinó a la adquisición de valores de renta variable y a la concesión de crédito interempresarial. En el primer caso, una parte significativa de los valores adquiridos representa una toma de control de empresas extranjeras, enmarcada dentro de la estrategia de expansión internacional de las grandes empresas nacionales, que desean alcanzar una mayor dimensión y explotar las oportunidades de negocio que existen en mercados menos maduros.

En cuanto a los pasivos de las empresas, lo más relevante en 1999 fue la diversificación de las fuentes de financiación de este sector. Como ya se comentó en la sección IV.2, las bue-

nas perspectivas económicas y bursátiles incentivarón la salida a bolsa de algunas empresas y las ampliaciones de capital. Aunque las emisiones de valores de renta fija fueron de poca magnitud, debe también destacarse que ese mercado se revitalizó a partir de algunos cambios en la regulación fiscal y de la creación de la unión monetaria. Los préstamos procedentes del exterior aumentaron también de forma intensa, lo que, en alguna medida, pudo haber financiado la adquisición de activos en el extranjero. Finalmente, el crédito bancario concedido por entidades residentes creció significativamente y sigue siendo uno de los principales canales de financiación de las empresas, aunque la apelación a otras fuentes hizo que su impor-

Empresas no financieras y familias. Operaciones financieras

% del PIB

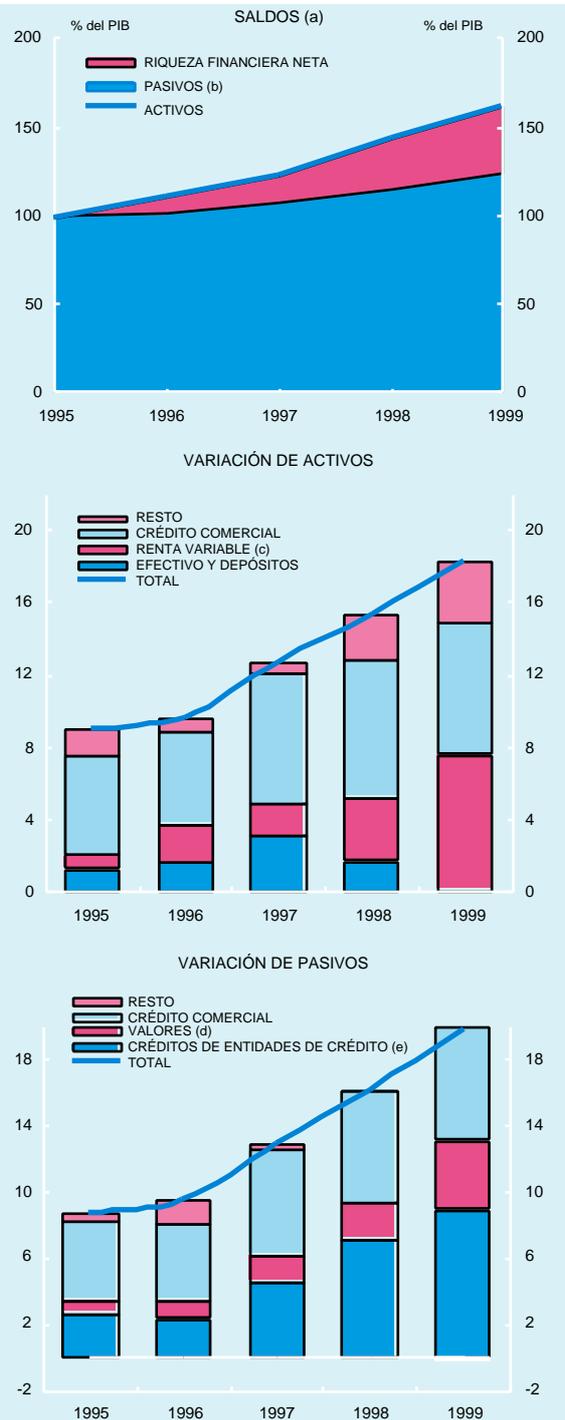
	1997	1998	1999
	EMPRESAS NO FINANCIERAS		
Ahorro financiero neto	-0,1	-0,7	-1,4
Variación neta de activos financieros	12,7	15,3	18,3
Efectivo y depósitos transferibles	1,5	1,6	1,0
Otros depósitos	1,6	0,1	-0,9
<i>Del cual: Resto del mundo</i>	<i>1,1</i>	<i>1,5</i>	<i>-1,1</i>
Valores a corto plazo y obligaciones	0,1	0,1	1,1
Acciones y otras participaciones	1,7	3,5	7,5
<i>Del cual: Participaciones en fondos de inversión</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,2</i>
Reservas técnicas de seguro	0,2	0,1	0,1
Créditos y otros	7,6	9,9	9,5
Variación neta de pasivos	12,8	16,1	19,7
Valores a corto plazo y obligaciones	-0,1	0,0	0,4
Acciones y otras participaciones	1,7	2,3	3,8
Créditos	10,9	13,8	15,7
<i>Del cual:</i>			
<i>Instituciones de crédito</i>	<i>4,5</i>	<i>5,3</i>	<i>5,8</i>
<i>Crédito comercial</i>	<i>6,3</i>	<i>6,7</i>	<i>6,8</i>
<i>Resto del mundo</i>	<i>0,1</i>	<i>1,7</i>	<i>2,9</i>
Reservas técnicas de seguro y otros	0,3	0,0	-0,1
PRO MEMORIA (%):			
Saldo de pasivos (a)/saldo de activos financieros	87,4	79,8	76,8
Saldo de pasivos (a)/saldo de activos financieros (a)	128,0	126,3	130,0
	FAMILIAS		
Ahorro financiero neto	4,1	2,9	1,5
Variación neta de activos financieros	10,0	9,7	9,5
Efectivo y depósitos transferibles	1,0	1,2	2,1
Otros depósitos	-1,7	0,6	4,4
<i>Del cual: Resto del mundo</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>
Valores a corto plazo y obligaciones	0,0	-0,4	0,4
Acciones y otras participaciones	9,4	5,0	-1,8
<i>Del cual: Participaciones en fondos de inversión</i>	<i>8,2</i>	<i>5,4</i>	<i>-1,7</i>
Reservas técnicas de seguro	2,6	2,4	2,8
Créditos y otros	-1,4	1,0	1,7
Variación neta de pasivos	5,9	6,8	8,0
Créditos	6,0	7,0	8,3
<i>Del cual:</i>			
<i>Instituciones de crédito</i>	<i>4,5</i>	<i>5,9</i>	<i>6,5</i>
<i>Crédito comercial</i>	<i>1,2</i>	<i>0,6</i>	<i>1,2</i>
<i>Resto del mundo</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>
Reservas técnicas de seguro y otros	-0,1	-0,2	-0,4
PRO MEMORIA (%):			
Saldo de pasivos (a)/saldo de activos financieros	30,6	29,1	29,4
Saldo de pasivos (a)/saldo de activos financieros (a)	41,6	43,1	45,7

Fuente: Banco de España.

(a) No incluyen acciones.

GRÁFICO IV.7

Riqueza financiera de las empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

(a) Los saldos incluyen la variación de activos —o de pasivos—, además de los cambios de valor producidos durante el período.

(b) Se excluyen las acciones.

(c) Incluye acciones, participaciones en fondos de inversión y otras participaciones.

(d) Incluye valores de renta fija, acciones y otras participaciones.

(e) Incluye entidades residentes y no residentes.

tancia relativa en el flujo total de pasivos haya disminuido desde un 33 % en 1998 hasta un 29 % en 1999.

Una forma de valorar la situación financiera de un sector es poner en relación su endeudamiento con los activos financieros mantenidos. Siguiendo este criterio, se observa que, a pesar del fuerte aumento que han experimentado los pasivos de las empresas en los últimos años, el porcentaje que representa el saldo de pasivos sobre el total de activos financieros presenta un perfil decreciente (véase cuadro IV.6), debido a la acumulación de activos y, sobre todo, a la intensa revalorización de las acciones. En cambio, si se descuentan las acciones del conjunto de los activos financieros —pues su valor de realización resulta más incierto—, la participación relativa de los pasivos de las empresas en el total de activos financieros muestra una tendencia no tan favorable.

En el caso de las *familias*, el nivel de ahorro bruto en 1999, aunque superior a la inversión residencial, continuó disminuyendo en términos del PIB (véase la parte inferior del gráfico IV.6). El mantenimiento de un elevado volumen de adquisición de activos financieros y el incremento en la compra de activos reales fueron financiados, por tanto, con un mayor endeudamiento (véase gráfico IV.8). Los flujos de activos financieros y pasivos condujeron a una reducción significativa del ahorro financiero neto en 1999, que cayó hasta el 1,5 % del PIB —desde el 2,9 % de 1998—, lo que representa el flujo de ahorro de las familias más bajo de la última década.

Pese a este aumento de los pasivos, la riqueza financiera neta de las familias siguió expandiéndose en 1999, lo que, como en el caso de las empresas, fue resultado, en parte, de la adquisición de nuevos activos financieros en términos netos y, sobre todo, de la revalorización de los activos. El intenso crecimiento de la riqueza financiera de las familias en los últimos años, junto con el incremento que ha experimentado la riqueza del sector mantenida en activos reales, como consecuencia del crecimiento en el precio de la vivienda y del avance de la inversión residencial, ha constituido un factor que ha tendido a expandir la demanda agregada. Por un lado, ha inducido a las economías domésticas a gastar una mayor proporción de su renta disponible —favoreciendo, así, la disminución de la tasa de ahorro—, y, por otro, ha facilitado el endeudamiento de las familias.

Al analizar la adquisición de activos financieros por parte de las familias en los últimos años, se venía observando un fuerte desplazamiento de recursos desde los instrumentos

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

Los movimientos de los tipos de interés tienen un reflejo inmediato sobre la composición de la cartera de activos financieros y pasivos de los agentes, ya que modifican tanto el atractivo relativo de unos activos financieros frente a otros como los niveles de endeudamiento asumidos. La evolución de los tipos de interés afecta a los flujos de rentas que periódicamente devengan los activos financieros y los pasivos, por dos vías: una directa, por la cual el propio cambio en los tipos altera las rentas devengadas para un saldo dado; y otra, por el efecto que induce la variación de tipos sobre los saldos y la composición de las carteras.

La expresión [I] representa la variación de rentas cobradas (o pagadas) que se deriva de la tenencia de un activo financiero (o un pasivo) entre el instante t=T (R_T) y un instante de referencia t=0 (R₀). Esta variación de renta, [R_T - R₀], se descompone, mediante una simple manipulación aritmética, en dos sumandos: el primero de ellos puede interpretarse como la variación de renta que se debe al cambio de los tipos de interés entre los instantes 0 y T, [S₀ * (r_T - r₀)], mientras que el segundo recoge la variación del monto de rentas devengadas debida al cambio en los saldos durante el mismo período [(S_T - S₀) * r_T].

$$R_T = R_T - R_0 = S_T * r_T - S_0 * r_0 = S_0 * (r_T - r_0) + (S_T - S_0) * r_T \quad [I]$$

Sobre la base de la descomposición propuesta en [I], se han calculado las variaciones totales de rentas por intereses de las carteras de cada conjunto de agentes, lo cual ha permitido realizar una asignación del total de rentas cobradas y pagadas entre sectores(1). Tomando como referencia básica los niveles de los tipos de interés y la estructura de cartera de activos financieros y pasivos del último trimestre de 1995 (t=0), se han contabilizado, para cada grupo de agentes, las variaciones acumuladas de renta hasta el cuarto trimestre de 1999(2). Este período se caracterizó por el continuo proceso de descenso de los tipos de interés que comenzó a partir de los meses finales de 1995, y que se extendió hasta mediados de 1999.

La disminución de los tipos de interés ha supuesto que los sectores más endeudados en términos netos hayan sido los que han visto aumentar sus rentas, como consecuencia, principalmente, de los menores pagos por intereses de sus pasivos. Este es el caso de las empresas no financieras y de las AAPP (véase el gráfico adjunto). Como contrapartida, los sectores que resultaron afectados negativamente por los descensos de los tipos, en términos de rentas por intereses, fueron los que han mantenido tradicionalmente una posición neta acreedora en instrumentos que generan flujos periódicos por intereses, como es el caso de las instituciones de crédito y de las familias.

Por lo que respecta a las familias, sus rentas por intereses disminuyeron en torno al 3,3% del PIB durante el período de referencia (3). Incluso si se considera que las familias son los principales partícipes de los fondos de inversión, sus ingresos por intereses no aumentarían si se consolidaran con ese sector. Sin embargo, conviene recordar la significativa revalorización de los activos financieros de las familias —en particular, las participaciones en fondos de inversión y las acciones— que ha tenido lugar en estos últimos años, precisamente asociada, en buena parte, a los descensos de los tipos de interés. Esta revalorización puede estimarse, en términos acumulados, en un 55% del PIB. Aunque los efectos sobre la demanda, por una parte, de las menores rentas por intereses y, por otra, de la fuerte revalorización de los activos financieros podrían compensarse, es complicado evaluar el efecto neto total que tienen sobre las decisiones de gasto de las economías domésticas. En el caso de las familias, la cuantía neta de las rentas devengadas asociadas a la variación de saldos tuvo un signo negativo, debido, principalmente, a que el menor nivel de los tipos de interés incentivó el aumento del endeudamiento de este sector. De este modo, los pasivos generadores de pagos por intereses crecieron en mayor medida que los activos financieros que devengan ingresos periódicos.

Para las empresas no financieras, el proceso de disminución de los tipos de interés tuvo un impacto muy favorable, que puede evaluarse en un 2,9 % del PIB, si bien el efecto de la variación de saldos compensó, parcialmente, las ganancias de renta obtenidas por la vía de la caída de los tipos. Como en el caso de las familias, esto fue debido al significativo aumento del endeudamiento neto de este sector en los últimos años, en un contexto de expansión económica, aumento de la rentabilidad empresarial y reducciones del coste del endeudamiento. Algo similar ocurrió con las AAPP, que entre 1996 y 1999 registraron un ahorro acumulado neto de un 5% del PIB, que puede descomponerse en unos menores pagos de un 7,7 % del PIB por variación de los tipos de interés, que compensó muy sobradamente el aumento de los pagos asociados a la variación de saldos (derivado de los crecientes saldos vivos de deuda pública en el período), que se estima que fue de un 2,7% del PIB. La evolución de los tipos de interés también afectó significativamente a las instituciones de crédito. Durante el período considerado, estas instituciones sufrieron un descenso de sus rentas acumuladas netas equivalente al 3,4% del PIB. A pesar de esta drástica reducción, las instituciones de crédito se han adaptado al nuevo entorno de tipos de interés más bajos, recomponiendo sus fuentes de ingresos y reorientando su negocio hacia nuevas actividades. Así, por ejemplo, en los últimos años los ingresos procedentes del cobro de comisiones por operaciones y por servicios a la clientela aumentaron notablemente, lo que permitió sanear los efectos derivados del estrechamiento del margen financiero.

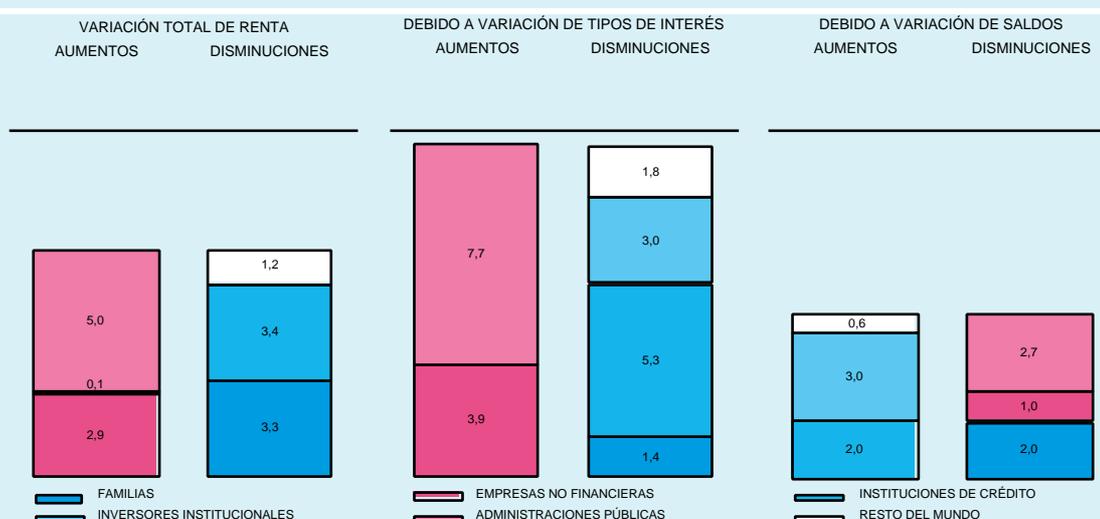
Por último, debe destacarse que la evolución de los tipos de interés ha permitido reducir los pagos de rentas por intereses de la economía española a los inversores no residentes. La descomposición del efecto total en sus componentes muestra que el ahorro de rentas por la caída de los tipos fue del 1,8 % del PIB, mientras que el aumento del endeudamiento en el exterior por parte de las entidades de crédito y de las empresas no financieras hizo que las rentas pagadas aumentaran en una cuantía que se estima en el 0,6% del PIB, con lo que las rentas totales por intereses pagadas disminuyeron un 1,2% del PIB.

(1) En este ejercicio se ha considerado que los activos financieros y los pasivos que devengan cobros o pagos periódicos por intereses son los siguientes: depósitos transferibles, otros depósitos, valores a corto plazo, obligaciones y créditos. Se han considerado, igualmente, las siguientes agrupaciones sectoriales: las familias, las empresas no financieras, las instituciones de crédito (que incluyen el Banco de España, otras instituciones monetarias, el Crédito Oficial y los establecimientos financieros de crédito), los denominados inversores institucionales (instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores, y empresas de seguros), las Administraciones Públicas (AAPP) y, por último, el sector exterior.

(2) Los criterios utilizados para la estimación de los cambios intersectoriales en las rentas por intereses se encuentran más detallados en el artículo del *Boletín económico* del Banco de España, de febrero de 2000, titulado «Evolución de los flujos por intereses en España entre 1995 y 1999».

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

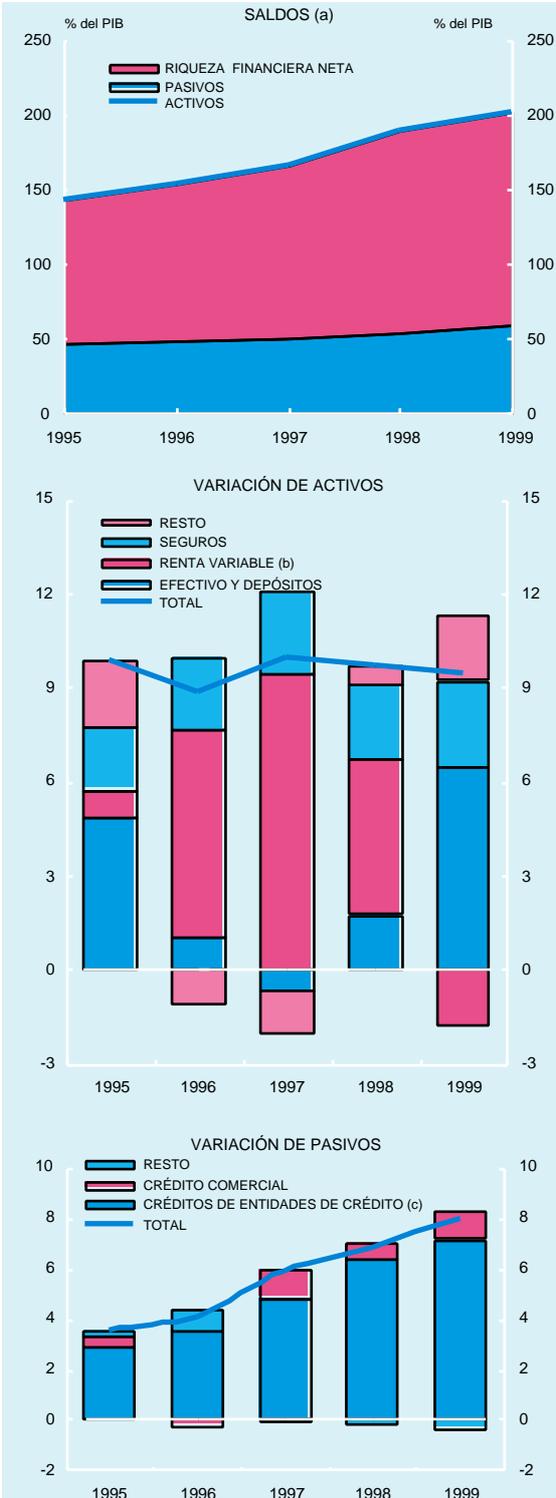
Variación acumulada de renta por intereses entre 1996 y 1999
En % del PIB de 1999



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO IV.8

Riqueza financiera de las familias



Fuente: Banco de España.

(a) Los saldos incluyen la variación de activos —o de pasivos—, además de los cambios de valor producidos durante el período.

(b) Incluye acciones, participaciones en fondos de inversión y otras participaciones.

(c) Incluye entidades residentes y no residentes.

bancarios tradicionales hacia otros activos susceptibles de revalorizarse en un entorno de tipos de interés a la baja, como las participaciones en fondos de inversión o las acciones. Esta pauta se modificó en 1999: en primer lugar, como se analizó en la sección IV.3, la aproximación en el tratamiento fiscal de los depósitos bancarios y los fondos de inversión hizo que aumentara significativamente la demanda de depósitos bancarios y, en particular, de los depósitos a plazo; en segundo lugar, durante 1999 las familias liquidaron una parte de su cartera de valores, aunque esto fue el resultado de la disminución de las acciones y de las participaciones en fondos del mercado monetario y de renta fija —desincentivadas por el reducido nivel de los tipos a corto plazo y el aumento de los tipos a largo plazo—, mientras que la inversión en fondos de inversión de renta variable aumentó en dicho año. No obstante, el saldo de acciones en poder de las familias creció considerablemente en el último ejercicio, de forma que, a finales de 1999, aquel representaba en torno a una tercera parte de los activos financieros del sector, lo que supone cerca del 70 % del PIB. Finalmente, cabe destacar la continuada inversión en productos financieros de seguros, que, desde hace varios años, canalizan un flujo de ahorro de las familias relativamente estable, próximo al 3 % del PIB, de manera que su saldo superaba el 20 % del PIB a finales de año.

En 1999, la financiación obtenida por las familias mantuvo la trayectoria ascendente de los últimos años (véase gráfico IV.8). La mayor parte de dicha financiación provino del crédito bancario, que se incrementó el 6,5 % del PIB, lo que constituye el flujo más alto de la última década. El reducido nivel de los tipos de interés y las estrategias de las entidades bancarias, entre otros factores, continuaron impulsando el crédito para adquisición de vivienda, que, en el conjunto del año, creció a un ritmo cercano al 20 %. En cambio, el saldo de préstamos para financiar la adquisición de bienes de consumo duradero fue desacelerándose a lo largo del ejercicio, aunque mantuvo tasas de crecimiento elevadas.

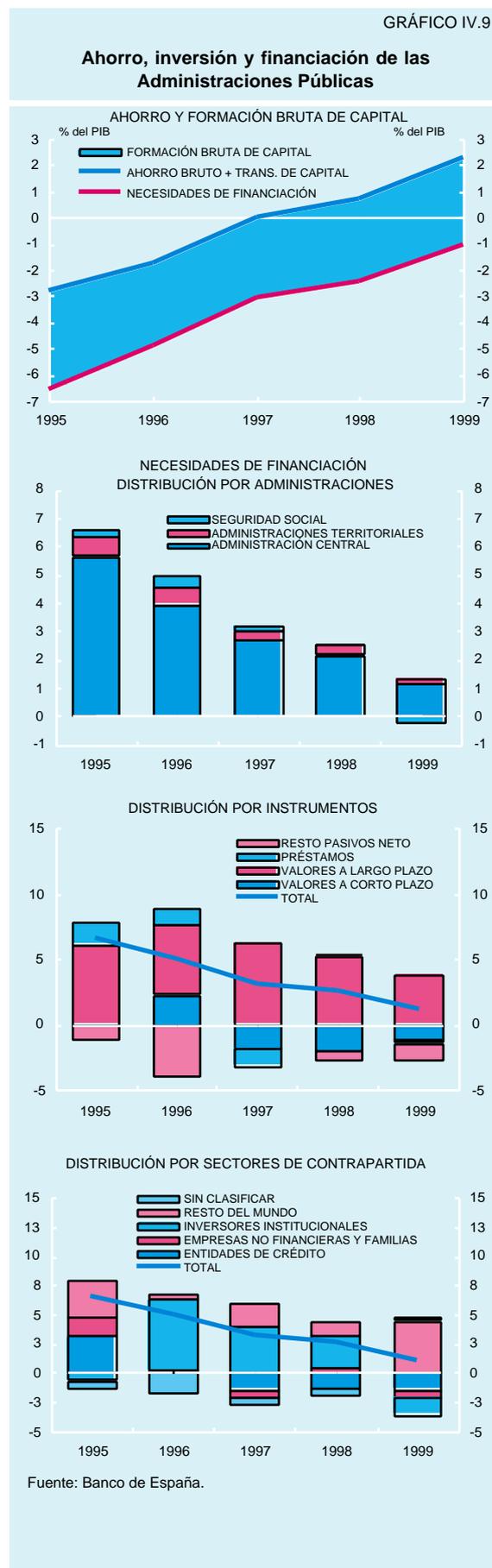
La proporción que representan los pasivos de las familias sobre el total de los activos financieros del sector se redujo ligeramente en 1999 hasta el 30 %, debido, sobre todo, como en el caso de las empresas, a la revalorización de las acciones. Si se descuentan las acciones de los activos financieros, la tendencia de esa *ratio* se invierte y muestra una pequeña aceleración en los últimos años (véase cuadro IV.6), si bien, incluso en este caso, el saldo de los activos financieros en poder de las familias representa más del doble de los pasivos del sector.

IV.4.2. Administraciones Públicas

El ahorro de las AAPP continuó aumentado en 1999, situándose en el 3 % del PIB, lo que, junto con el ritmo de expansión moderado de la formación bruta de capital, dio lugar a una disminución de la necesidad de financiación de este sector, hasta el 1,1 % del PIB (véase gráfico IV.9). La reducción del déficit público que ha venido produciéndose en los últimos años ha permitido disminuir el saldo vivo de deuda en 4,5 puntos del PIB, a partir del máximo alcanzado en 1996. Según los datos declarados por el Gobierno de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo en marzo del presente año, la deuda bruta nominal consolidada de las AAPP en 1999 fue el 63,5 % del PIB (en el recuadro III.4 se realiza un análisis detallado del impacto que ha tenido la introducción del nuevo sistema de cuentas SEC-95 en el sector de AAPP).

La disminución en el déficit de las AAPP fue el resultado de una reducción en las necesidades financieras de todas las administraciones que integran el ámbito del sector público. El descenso en las necesidades de financiación de las AAPP en 1999 se reflejó en la evolución de sus pasivos, que aumentaron en una cuantía inferior a la de años anteriores, al tiempo que se mantuvo el incremento de activos, expresado en términos del PIB. Así, las emisiones netas de valores a corto plazo continuaron siendo negativas, aunque en una cuantía inferior a la de 1998. Por su parte, el saldo vivo de valores a medio y largo plazo siguió incrementándose, si bien el volumen de emisiones netas mantuvo la trayectoria descendente de los últimos cuatro ejercicios (véase gráfico IV.9). Esta estrategia de recomposición de los plazos de financiación estuvo acompañada, durante 1999, de operaciones de canje de valores del Estado, emitidos en el pasado a tipos de interés más elevados, por nuevos valores con un tipo de interés menor. El objetivo de estos canjes —cuyo volumen en 1999 fue de 5,6 mm de euros— fue reducir los costes financieros de la deuda en los próximos ejercicios, aunque dicha actuación supuso un aumento de la carga financiera en el pasado año, derivado del rescate de unos pasivos que tenían tipos de interés más elevados que los que se han emitido durante este período. La evolución de las emisiones de valores a distintos plazos y estos canjes permitieron seguir prolongando la vida media de la deuda del Estado, que a comienzos de 2000 se situaba por encima de cinco años.

Al analizar los sectores que han financiado a las AAPP en 1999, se observa que los principales inversores en los instrumentos emitidos por estos agentes fueron los no residentes, mientras que los inversores institucionales —que



habían absorbido la mayor parte de las emisiones de valores públicos en los tres años anteriores— redujeron su cartera de deuda pública, en la medida en que se liquidaron participaciones en los fondos de inversión del mercado monetario y de renta fija (véase la parte inferior del gráfico IV.9).

IV.4.3. Ahorro, inversión y financiación de la economía

Según se indicó en la introducción a este apartado, tras un período de cuatro años en el que mostró una capacidad de financiación positiva, la economía española volvió a presentar una necesidad de financiación frente al resto del mundo en 1999 (véase cuadro IV.5). La existencia de esa necesidad de financiación—que se elevó al 0,6 % del PIB— pone de manifiesto la insuficiencia del ahorro nacional para atender el fuerte crecimiento de la formación bruta de capital durante dicho año. Sin embargo, en términos de balanza de pagos, esta necesidad de financiación fue cubierta con un saldo deudor de la cuenta financiera del 2 % del PIB, viniendo explicada la discrepancia por la existencia de una partida de errores y omisiones y por el empleo de distintos criterios contables de valoración. En términos de activos y pasivos, los pasivos exteriores aumentaron en un 16,3 % del PIB, mientras que los activos frente al resto del mundo se incrementaron en un 14,3 % del PIB.

Los activos y pasivos frente al exterior han experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, como consecuencia, entre otros factores, de la liberalización completa de los movimientos de capital, la internacionalización de los mercados financieros y la política de estabilidad macroeconómica llevada a cabo en nuestro país, que despertó expectativas, posteriormente confirmadas, de que la economía española se integraría en la zona del euro. En este sentido, la suma de los saldos de los activos y pasivos frente al exterior alcanzó en 1999 más de un 176 % del PIB, frente al 109 % del PIB que representaba en 1995. A pesar del notable incremento del endeudamiento externo, el ritmo de adquisición de activos ha sido más rápido, de manera que, a finales de 1999, los activos exteriores representaban el 80 % de los pasivos, 10 puntos porcentuales por encima del nivel que se observaba en 1995.

La acumulación de activos frente al exterior se materializó fundamentalmente en inversiones directas y de cartera, que representaron un 13,8 % del PIB. La inversión directa en 1999 se duplicó respecto al elevado volumen que había alcanzado el año anterior, impulsada, principal-

mente, por las adquisiciones de participaciones en empresas latinoamericanas. Por otra parte, la inversión en cartera mantuvo también una fuerte expansión, que se materializó en la adquisición de acciones y participaciones en fondos de inversión extranjeros y en la compra de títulos de renta fija. Como ya se comentó en las secciones IV.2 y IV.3, esto refleja tanto el creciente interés de los inversores institucionales y del sistema bancario por diversificar internacionalmente su cartera de títulos, como una cierta escasez de valores en el mercado interno.

En lo referente a otras inversiones de España en el exterior—que incluye préstamos y depósitos—, resulta significativo el descenso de los depósitos del sector privado no crediticio en entidades de crédito no residentes—que comprenden las sucursales en el extranjero de bancos españoles—, lo que supone una ruptura en la tendencia que habían manifestado estos flujos de capitales en los últimos años (véase cuadro IV.7). Las razones de este cambio de tendencia pueden estar relacionadas con variaciones en la rentabilidad financiero-fiscal de los depósitos en el extranjero en relación con la de otros activos financieros. Asimismo, las entidades de crédito residentes redujeron ligeramente sus activos exteriores, si bien los activos del conjunto del sistema crediticio se incrementaron como consecuencia de los activos que el Banco de España mantuvo frente al Eurosistema, resultado, a su vez, de las transferencias de fondos entre entidades de crédito españolas y del resto de la UEM. En cuanto a los activos de reserva, la caída que se observa en 1999 respondió a la transferencia de reservas del Banco de España al BCE, a comienzos del año, y al vencimiento de *swaps* de divisas contratados previamente.

Por lo que respecta a las entradas de capital, lo más destacable en 1999 fue que, a diferencia de lo ocurrido el año anterior—cuando más de la mitad del incremento de pasivos se debió a los préstamos obtenidos y los depósitos tomados por el sistema crediticio—, los otros sectores residentes—es decir, las AAPP y el sector privado no crediticio— recurrieron a la financiación exterior de forma significativa. En particular, el sector privado no crediticio obtuvo un volumen de recursos del resto del mundo—a través de inversión directa, venta de valores y captación de préstamos— similar al que captó el sistema crediticio, lo que pone de manifiesto la capacidad creciente de las empresas españolas para apelar directamente a los mercados internacionales con el fin de cubrir sus necesidades de financiación.

Por último, como ya se mencionó en la sección IV.3, el sistema crediticio continuó acu-

Cuenta financiera de la Balanza de Pagos

En % del PIB

	1995	1996	1997	1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-0,3	-0,7	-0,6	0,0	2,0
Variación de pasivos frente al exterior	5,8	4,6	7,0	12,8	16,3
Inversiones del exterior en España	4,7	1,6	3,4	5,0	9,3
Inversiones directas	1,1	1,1	1,1	2,0	1,6
Inversiones de cartera	3,6	0,5	2,3	2,9	7,8
Administraciones Públicas	3,0	0,3	2,0	0,8	4,5
Otros sectores residentes	0,6	-0,1	0,2	1,6	1,8
Sistema crediticio	0,1	0,3	0,0	0,5	1,4
Otras inversiones del exterior en España	1,1	2,9	3,6	7,9	6,9
Administraciones Públicas	0,3	0,0	0,0	0,2	0,0
Otros sectores residentes	0,1	-0,2	0,1	0,8	2,7
Sistema crediticio	0,7	3,1	3,5	6,8	4,3
Variación de activos frente al exterior	6,0	5,2	7,6	12,8	14,3
Inversiones de España en el exterior	0,9	1,7	5,2	11,2	13,8
Inversiones directas	0,7	0,9	2,2	3,3	5,9
Inversiones de cartera	0,2	0,7	2,9	7,9	7,8
Otros sectores residentes	0,1	0,4	2,1	6,0	5,4
Sistema crediticio	0,1	0,4	0,9	2,0	2,4
Otras inversiones de España en el exterior	6,3	-0,4	0,3	4,0	4,2
Administraciones Públicas	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Otros sectores residentes	1,6	1,1	2,5	3,3	-1,6
Sistema crediticio	4,6	-1,6	-2,3	0,6	5,8
Del cual: Activos intrasistema del BE	...	...	...	...	5,9
Activos de reserva	-1,2	4,0	2,1	-2,3	-3,7
PRO MEMORIA: DISTRIBUCIÓN POR SECTORES DE LOS FLUJOS (VAR. PASIVOS – VAR. ACTIVOS):					
Sistema crediticio (sin BE)	-4,1	4,7	4,7	4,5	3,5
Banco de España (a)	1,2	-4,0	-2,1	2,3	-2,1
Administraciones Públicas	3,2	0,2	2,0	0,9	4,4
Otros sectores residentes	-0,5	-1,6	-5,1	-7,8	-3,8

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye activos de reserva y activos intrasistema.

diendo a la financiación en el exterior durante 1999, si bien a un ritmo algo más moderado y con una mayor diversificación que en años anteriores. Así, mientras en 1996 y 1997 más del 80 % de las entradas de capital destinadas al sistema crediticio fue obtenido mediante préstamos y depósitos a corto plazo, en 1999 dicho porcentaje fue solo de un 33 %, distribuyéndose el resto entre préstamos y depósitos a largo plazo y colocación de valores. Además, las entidades de crédito cubrieron una parte de sus necesidades de financiación liquidando activos en el exterior.

Los flujos de capital que se han observado en los últimos años ponen de manifiesto que la economía española ha alcanzado una cierta madurez en su nivel de desarrollo, al pasar de ser una economía que debía financiar su proceso de crecimiento interno mediante la entra-

da de capital extranjero, a convertirse en una economía más abierta e integrada en el contexto internacional, con un flujo de inversión en el exterior muy significativo. Además, este proceso tiene un carácter permanente, puesto que forma parte de las estrategias de expansión a medio plazo de grandes empresas españolas. Indudablemente, una situación de este tipo entraña riesgos, que, por otra parte, son inseparables de las mayores tasas de rentabilidad que las empresas españolas pueden obtener en terceros países. Resulta necesario, por tanto, que las empresas implicadas, las autoridades supervisoras y la comunidad de inversores realicen una evaluación prudente de estos riesgos. Tanto unos como otros han de promover mecanismos de control y prácticas de buen gobierno en las empresas, de forma que se incentive la toma de decisiones adecuadas.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA (*)
EJERCICIO DE 1999

(*) Sujeto a lo dispuesto en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

INTRODUCCIÓN

Las cuentas anuales del Banco de España, tal como establece el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Dichas cuentas, conforme a lo previsto en el artículo citado, han sido elaboradas de acuerdo con la normativa contable interna del Banco de España. La citada normativa sigue los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central, y los criterios contables y normas de valoración establecidas para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en todos aquellos aspectos que le son de aplicación, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos de dicho SEBC sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría interna de la Inspección de Servicios y a la censura de la Comisión de Censura de Cuentas designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco, por acuerdo de 21 de diciembre de 1999, cuyo informe se adjunta. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establece el artículo 27 del Estatuto del SEBC, cuyo informe también se adjunta.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde al Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a

las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21, g) de la citada Ley, formular las cuentas anuales de dicha Institución.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. A efectos de facilitar su comparabilidad, se ofrecen las cifras de 1998 de forma homogénea, tanto en lo que se refiere a la unidad de cuenta —convirtiendo las pesetas en euros al tipo de cambio irrevocable de 166,386 pesetas por euro— como en lo referente a la nueva estructura del balance, cuenta de resultados y normas contables establecidas por el SEBC. Debe señalarse que las diferencias que, en algún caso, pudieran observarse entre los desgloses que figuran en las notas explicativas y las cifras consignadas en el balance y cuenta de resultados se deben a redondeos en las primeras.

Este documento presenta las cuentas correspondientes al ejercicio de 1999. En su apartado I se incluyen los informes de los auditores externos y de la Comisión de Censura de Cuentas del Banco de España; en el apartado II, el balance y la cuenta de resultados; en el III, la memoria, con los criterios de valoración utilizados y las notas explicativas sobre los aspectos más relevantes del balance y de la cuenta de resultados, y, finalmente, en el apartado IV, y en cumplimiento a lo dispuesto en el art. 4.2 de la Ley de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas a los Fondos de Garantía de Depósitos y los préstamos y operaciones no concertados en condiciones de mercado o que, de cualquier forma, entrañan lucro cesante o quebranto para el Banco, estimándose los importes del mismo.

I. INFORME DE LOS AUDITORES EXTERNOS Y DE LOS CENSORES DE CUENTAS DEL BANCO DE ESPAÑA

I.1. CARTA DE LOS AUDITORES



Paseo de la Castellana, 43
28046 Madrid
Tel. +34 91 590 44 00
Fax +34 91 308 35 66

**Al Gobernador y al Consejo de Gobierno del
Banco de España**

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España, que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 1999, la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad de su Consejo de Gobierno. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en nuestra auditoría.

Hemos llevado a cabo nuestra auditoría de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría, que requieren que planifiquemos y llevemos a cabo la auditoría de tal forma que obtengamos una seguridad razonable de que las cuentas anuales no contienen errores significativos. Una auditoría requiere el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación. Asimismo, incluye una evaluación de las estimaciones realizadas y acerca de si los principios contables utilizados son adecuados a las circunstancias del Banco de España y se desglosan adecuadamente. Entendemos que nuestro trabajo constituye una base adecuada para nuestra opinión.

En las cuentas anuales adjuntas se presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 1999, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 1999.

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 1999 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del Banco de España al 31 de diciembre de 1999 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con los principios y normas contables que se indican en el apartado III.1 de la memoria, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.

Juan José Hierro
Socio - Auditor de Cuentas

1 de junio de 2000

I.2. INFORME DE LOS CENSORES DE CUENTAS

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. José Manuel González-Páramo, D. Eduardo Bueno y D. Jaime Requeijo, como integrantes de la Comisión de Censura de Cuentas designada por el citado Consejo de Gobierno, hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 1999.

En virtud de este mandato, la Comisión de Censura de Cuentas ha realizado el análisis de las operaciones efectuadas por el Banco de España. El alcance de este examen ha consistido, esencialmente, en: 1) Estudio de las Cuentas Anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 1999, elaboradas por la Intervención General del Banco de España; 2) Estudio de la auditoría interna del Balance y de la Cuenta de Resultados del Banco de España correspondientes a 1999, realizada por la Inspección de Servicios del Banco de España;

3) Estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) Entrevista con los responsables de los servicios de la Intervención General y de la Inspección de Servicios del Banco de España; 5) Entrevista con los responsables de la auditoría externa independiente, y 6) Propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las Cuentas Anuales por la Intervención General.

La conclusión fundamental de nuestro informe es que del análisis efectuado, del examen y procedimientos con que se desarrolla la contabilización y del registro de los hechos contables, así como de los controles internos que se llevan a cabo, se desprende que las Cuentas Anuales correspondientes al ejercicio 1999 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 31 de mayo de 2000.

D. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO
MARTÍNEZ-MURILLO

D. EDUARDO BUENO CAMPOS

D. JAIME REQUEIJO GONZÁLEZ

II. BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

Balance del Banco de España a 31 de diciembre de 1999			
(En millones de euros)			
	Núm. Nota	1999	1998
ACTIVO			
1. Oro y derechos en oro	1	4.872,62	4.813,79
2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro		32.655,83	47.453,50
2.1. Activos frente al FMI	2	1.933,49	2.555,49
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	30.722,34	44.898,01
3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en el área del euro		0,03	0,00
4. Activos en euros frente a no residentes en el área del euro	4	4.118,98	43,02
4.1. Depósitos, valores y préstamos		4.118,98	43,02
4.2. Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el SME II		0,00	0,00
5. Préstamos en euros a instituciones financieras monetarias del área del euro	5	24.184,30	26.876,67
5.1. Operaciones principales de financiación		20.347,70	23.134,89
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		3.379,30	0,00
5.3. Operaciones temporales de ajuste		0,00	0,00
5.4. Operaciones temporales estructurales		0,00	0,00
5.5. Facilidad marginal de crédito		453,00	3.711,26
5.6. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		1,55	25,88
5.7. Otros préstamos		2,75	4,64
6. Valores emitidos en euros por residentes en el área del euro		0,00	0,00
7. Créditos en euros a las Administraciones Públicas		11.632,68	12.181,61
7.1. Estado	6	9.842,54	10.341,28
7.2. Seguridad Social	7	1.790,14	1.840,33
8. Cuentas intra-Eurosistema	8	32.821,83	444,68
8.1. Participación en el capital del BCE		444,68	444,68
8.2. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.446,75	0,00
8.4. Otros activos intra-Eurosistema (neto)		27.930,40	0,00
9. Partidas pendientes de cobro	9	4,81	303,09
10. Otros activos		6.563,92	7.684,91
10.2. Inmovilizado material e inmaterial	10	223,50	229,51
10.3. Otros activos financieros	11	3.534,83	3.687,56
10.4. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	12	0,00	767,12
10.5. Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos	13	738,97	597,31
10.6. Diversos	14	2.066,62	2.403,41
TOTAL ACTIVO		116.854,99	99.801,27

Balance del Banco de España a 31 de diciembre de 1999 (continuación)

(En millones de euros)

	Núm. Nota	1999	1998
PASIVO			
1. Billetes en circulación	15	58.911,16	52.731,24
2. Depósitos en euros de instituciones financieras monetarias del área del euro	16	12.490,92	7.410,69
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		12.462,00	6.431,34
2.2. Facilidad de depósito		28,00	967,46
2.3. Depósitos a plazo		0,00	0,00
2.4. Operaciones temporales de ajuste		0,00	0,00
2.5. Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,92	11,89
2.6. Otros pasivos		0,00	0,00
3. Certificados de deuda emitidos	17	3.301,82	6.345,81
4. Depósitos en euros de otros residentes en el área del euro		22.082,66	13.874,80
4.1. Administraciones Públicas	18	20.947,66	12.846,14
4.2. Otros pasivos	19	1.135,00	1.028,66
5. Pasivos en euros con no residentes en el área del euro	20	451,07	48,99
6. Pasivos en moneda extranjera con residentes en el área del euro		2,66	1,21
7. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en el área del euro		548,38	0,53
7.1. Depósitos y otros pasivos	21	548,38	0,53
7.2. Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el SME II		0,00	0,00
8. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	22	407,86	359,90
9. Cuentas intra-Eurosistema		0,00	0,08
9.2. Pasivos relacionados con la emisión de certificados de depósito		0,00	0,00
9.3. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		0,00	0,08
10. Partidas pendientes de pago	23	260,81	509,10
11. Otros pasivos		891,10	1.267,65
11.1. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	24	1,22	0,00
11.2. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos	25	125,25	151,21
11.3. Diversos	26	764,63	1.116,44
12. Provisiones	27	3.796,81	3.790,06
13. Cuentas de revalorización	28	9.641,37	6.988,21
14. Capital y reservas		4,54	4,54
14.1. Capital	29	1,37	1,37
14.2. Reservas	30	3,17	3,17
15. Beneficio del ejercicio	31	4.063,83	6.468,46
TOTAL PASIVO		116.854,99	99.801,27

Cuenta de resultados del Banco de España a 31 de diciembre de 1999

(En millones de euros)

	Núm. Nota	1999	1998
Ingresos por intereses	1	3.091,84	4.471,79
Gastos por intereses	2	-699,74	-936,76
Ingresos netos por intereses		2.392,10	3.535,03
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	2.304,78	745,54
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	-398,21	-13,52
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio		0,00	0,00
Ingreso neto por operaciones financieras, saneamientos y provisiones para riesgos		1.906,57	732,02
Ingresos por honorarios/comisiones		35,94	24,18
Gastos por honorarios/comisiones		-1,33	-1,58
Ingresos netos por honorarios/comisiones	5	34,61	22,60
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	6	1,60	1,45
Resultado neto de la redistribución de la renta monetaria	7	-22,61	0,00
Otros ingresos	8	139,17	2.527,06
TOTAL INGRESOS NETOS		4.451,44	6.818,16
Gastos de personal	9	-170,35	-164,15
Gastos en bienes y servicios	10	-54,08	-45,66
Amortización del inmovilizado	11	-16,22	-15,53
Costes de producción de billetes	12	-56,41	-43,95
Otros gastos	13	-0,85	-0,76
TOTAL GASTOS OPERATIVOS		-297,91	-270,05
Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	-89,70	-79,65
BENEFICIO DEL EJERCICIO	15	4.063,83	6.468,46

III. MEMORIA EXPLICATIVA

III.1. CRITERIOS DE VALORACIÓN

1. Principios básicos

Para la elaboración de las cuentas anuales se han aplicado los principios de contabilidad de:

- realidad económica y transparencia;
- prudencia;
- registro de acontecimientos posteriores al cierre;
- importancia relativa;
- devengo; y
- consistencia y comparabilidad.

2. Criterios de contabilización

Las cuentas se han preparado siguiendo el criterio general del coste histórico, con las modificaciones necesarias para incorporar el precio de mercado de los valores negociables, del oro y de la posición en moneda extranjera. Las operaciones realizadas con activos y pasivos se han contabilizado en la fecha de su liquidación.

Como excepción a la aplicación del citado criterio general de coste histórico debe señalarse que, en 31 de diciembre de 1998, en aplicación de las normas contables armonizadas establecidas para el Sistema Europeo de Bancos Centrales, el oro, los valores nacionales y extranjeros y las divisas fueron valorados a sus precios y tipos de cambio de mercado, sin reconocimiento de beneficios, en los casos de plusvalías latentes, y con adeudo a resultados, en los de minusvalías no realizadas.

Los criterios de valoración concretos aplicados a cada uno de los activos y pasivos que se citan, han sido los siguientes:

Oro

Las compras se contabilizan por su precio de adquisición, incluyendo los gastos inherentes a la operación. El coste de las ventas se determina aplicando el método LIFO diario. En el caso de que el efectivo a desembolsar o a percibir venga establecido en una divisa, se convierte a euros a su tipo de cambio medio existente en el mercado dos días hábiles antes de la fecha de liquidación de la operación.

El último día de cada trimestre natural se valoran las existencias al precio de mercado

por onza troy de oro fino facilitado por el Banco Central Europeo, efectuándose los ajustes contables oportunos, sin modificación del precio medio contable.

Las minusvalías existentes a fin de ejercicio se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el precio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles.

En las operaciones temporales de oro contra divisas la cesión del oro se registra en cuentas de orden sin afectar a las cuentas patrimoniales. Las posibles diferencias que surjan entre el oro entregado al contado y el recibido a plazo se contabilizan como si se tratara de una operación de compraventa independiente.

Derechos Especiales de Giro

Los Derechos Especiales de Giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los Derechos Especiales de Giro al cierre del ejercicio.

Valores extranjeros

Se contabilizan por su precio de adquisición, que vendrá determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o las amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate.

Los valores extranjeros son objeto de regularización trimestral, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gastos. Tanto unas como otras son canceladas al final del trimestre siguiente.

Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a la cuenta de resultados del ejercicio, abonando su importe directamente sobre la cuenta de valores y modificando el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles, no siendo canceladas al final del trimestre siguiente.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos serán objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su

cálculo la tasa interna de rendimiento de cada código-valor.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado siguiente.

Divisas convertibles

Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación. En las operaciones de compra-venta de divisas contra divisas la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación.

El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.

El último día de cada trimestre natural se valoran las existencias al cambio medio de mercado, efectuándose los ajustes correspondientes, sin modificar el precio medio contable. Las minusvalías existentes a fin de ejercicio, por clase de divisa, se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el cambio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles.

Operaciones temporales con valores

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos con garantía de valores. El balance muestra los depósitos y el valor de los títulos entregados como garantía. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en la divisa.

Activos en situaciones especiales

Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan de

forma separada y se dota sobre ellos la correspondiente provisión.

Créditos singulares al Estado y a la Seguridad Social

Los créditos singulares concedidos al Estado a los que se refiere la disposición transitoria séptima de la Ley 21/1993, de Presupuestos Generales del Estado para 1994, así como los concedidos a la Seguridad Social, contemplados en la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, se valoran por su nominal, de acuerdo con las normas armonizadas del SEBC para la contabilización de los créditos.

Saldos intra-Eurosistema

Los saldos intra-Eurosistema (a excepción de la participación en el capital del BCE y de la posición derivada de la transferencia de activos de reserva al mismo) se presentan en el balance por su posición neta en el activo o en el pasivo, según corresponda.

Deuda anotada

Los criterios empleados en la contabilización y valoración de la Deuda anotada son equivalentes a los ya expuestos en el apartado relativo a los valores extranjeros.

Participaciones en instituciones y otras entidades

Las participaciones en el Banco Central Europeo y en el Banco de Pagos Internacionales se valoran por su precio de adquisición.

Activos fijos materiales e inmateriales

En general, los bienes comprendidos en el inmovilizado se valoran al precio de adquisición, el cual incluirá, además, el IVA soportado no recuperable y todos los gastos adicionales que se produzcan hasta su puesta en condiciones de funcionamiento.

Las dotaciones anuales para la amortización de los bienes amortizables se calculan por el método lineal en función de la vida útil estimada de los diferentes bienes. No se consideran bienes amortizables los terrenos y solares ni aquellos que formen parte del Tesoro Artístico del Banco.

La amortización se efectúa mediante procesos mensuales, que comienzan a partir del mes siguiente al de la fecha de contabilización o puesta en funcionamiento del bien correspondiente.

Los bienes adquiridos con cargo al Fondo de Atenciones Benéficas Sociales se valoran a su precio de adquisición y se consideran automáticamente amortizados.

En los casos en que existan gastos relevantes relacionados con proyectos que vayan a tener vigencia durante varios años podrán ser activados y, en ese caso, amortizados en el plazo máximo de 4 años.

Las compras de plata se contabilizan al precio de adquisición. A fin de ejercicio se regularizan las existencias al precio del mercado de Londres, de la onza troy en dólares USA, en dicha fecha, valorados estos últimos a su cambio en euros. Esta regularización se lleva a cabo solo en el caso de que el importe así obtenido fuera inferior al contable.

Los porcentajes de amortización aplicados a los distintos elementos del inmovilizado durante 1999 han sido iguales a los aplicados el año anterior. Dichos porcentajes fueron los siguientes:

	%
• Edificios de uso propio	2
• Instalaciones	6
• Muebles y equipos de oficina	
— Bibliotecas	10
— Mobiliario	10
— Máquinas de oficina no informáticas	20
— Máquinas para el tratamiento de billetes y monedas	20
— Equipos informáticos	25
— Otras máquinas y utillaje	20
• Elementos de transporte	20
• Aplicaciones informáticas	33
• Tesoro artístico	0

Los activos fijos cuyo coste sea inferior a 120 euros son registrados como gasto en el año de su adquisición.

Billetes

Los billetes en circulación se registran en el pasivo del balance por su valor facial.

El coste de su emisión no se capitaliza, registrándose en la cuenta de gastos el correspondiente al coste de fabricación de los que se adquieren de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre cada año.

Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se producen.

Las ganancias realizadas y las pérdidas realizadas y latentes se traspasan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos se utiliza el método del coste medio. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se netean contra ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores emitidos o adquiridos se calculan y presentan como ingresos o gastos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos, de acuerdo con el método de la tasa de rendimiento interno.

Plan de pensiones

Las aportaciones a un Fondo de Pensiones externo por los empleados que, incorporados al Banco con posterioridad al 1.1.1986, forman parte del Plan de Pensiones y tienen derecho a ello, están establecidas en el 6,5 % del denominado sueldo regulador, compuesto por los conceptos salariales fijados en el Reglamento del Plan, imputándose las cantidades aportadas por el Banco a los gastos corrientes del ejercicio a que corresponden.

Posiciones registradas fuera de balance (1)

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas y otros instrumentos relativos a operaciones de cambio

(1) La posición neta resultante de las operaciones a plazo y *swaps* con divisas, así como las diferencias de valoración por tipo de cambio generadas por dicha posición, se reflejan dentro del balance en los subgrupos 10.4 del activo y en 11.1 del pasivo, de acuerdo con su signo.

de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. Las posiciones en futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratados de manera similar a los valores. Las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance.

Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno formula los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de forma significativa a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

III.2. NOTAS EXPLICATIVAS AL BALANCE

1. Oro y derechos en oro

Las tenencias de oro del Banco de España se elevan a 4.872,62 millones de euros, equivalentes a 16,830 millones de onzas troy (2) de oro fino, valoradas a 289,518 euros por onza. Como consecuencia de la subida del precio de mercado del oro en el ejercicio, el valor en euros de sus tenencias supera en 58,8 millones al de 1998, a pesar de que se registró una disminución en el número de onzas respecto a las existencias a fin del ejercicio anterior, que ascendían a 19,539 millones, derivada en su casi totalidad de la transferencia de 2,707 millones de onzas, por importe de 667,01 millones de euros, efectuada el 5 de enero de 1999, como contribución del Banco de España a las reservas del BCE, de acuerdo con el artículo 30 de los Estatutos del SEBC/BCE.

2. Activos frente al FMI

Se recogen en este subgrupo de cuentas: a) los Derechos Especiales de Giro en el tramo de Reservas (1.516,73 millones de euros), que incluyen la posición neta en el FMI (1.516,73 millones de euros) y la posición tramo euros y su cuenta de contrapartida (2.639,43 millones de euros con signo positivo y negativo); b) los Derechos Especiales de Giro en el FMI (259,04 millones de euros), y c) Otros activos frente al

FMI (157,72 millones de euros). En conjunto, la posición frente al FMI se redujo en 622 millones de euros respecto a su saldo en 1998, debido a diversos factores, entre los que destacan las operaciones realizadas a través del FMI, básicamente ayudas a otros países, amortizaciones de préstamos y a la suscripción y pago del incremento de la cuota en el FMI, que han supuesto una reducción neta de 852,95 millones de euros, y al incremento por la regularización de las existencias de DEGs a final de año, por importe de 216,79 millones de euros.

3. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores

Se recogen en este subgrupo los depósitos, los préstamos y el resto de los activos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro. Su importe total se eleva a 30.722,34 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

(En millones de euros)

Tipo de activo	1999	1998
Depósitos	253,60	233,48
Valores	30.238,30	44.355,19
Préstamos y otros	243,24	338,47
<i>Provisión para préstamos</i>	-14,86	-30,81
Billetes de fuera del área del euro	2,06	1,68
TOTAL	30.722,34	44.898,01

El 96,25 % de los saldos con bancos extranjeros, préstamos denominados en moneda extranjera e inversiones en valores al final del ejercicio de 1999 estaban denominados en dólares USA.

La fuerte disminución de este subgrupo de cuentas (14.175,67 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al efecto neto de las siguientes causas: a) las transferencias realizadas, por importe de 3.401,76 millones de euros (en dólares USA) y de 377,97 millones de euros (en yenes) como contribución del Banco de España a las reservas del BCE; b) al efecto neto de las operaciones *swaps* en divisas, para instrumentar el ajuste de las tenencias de divisas de la cartera del Banco, por importe de 9.971,88 millones de euros; c) a las ventas netas de divisas en el ejercicio, que en el caso de los dólares USA supusieron 4.433,20 millones de euros; d) los ajustes por revalorización de los tipos de cambio, con un incremento de 4.287,99 millones de euros; e) a la disminución del valor de la cartera como consecuencia de la bajada de precio en los valores y su consiguiente regularización a fin de ejercicio, por importe de 681,96 millones de euros, y f) final-

(2) Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

mente, al incremento de existencias de dólares USA como consecuencia de los *swaps* de oro/dólares, por importe de 471,10 millones de euros. La diferencia hasta el total de la disminución se debió, fundamentalmente, a variaciones ocasionadas en otras monedas distintas del dólar USA.

En el apartado de «Préstamos y otros» se incluyen determinados activos considerados en situación especial, por un importe total de 44,23 millones de euros y sobre los cuales se han constituido provisiones por riesgo-país por 14,86 millones. De los 44,23 millones citados, en el año 2000 se darán de baja 18,52 millones, relativos al saldo vivo a 31.12.1999 de los préstamos otorgados en su día a la República Dominicana (14,34 millones) y al Banco Central de Guinea Ecuatorial (4,18 millones), que serán asumidos por el Estado, de acuerdo con la disposición adicional decimoctava de la Ley 54/1999, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000. Las provisiones correspondientes a estos créditos se dieron de baja con abono a resultados al cierre del ejercicio.

4. Activos en euros frente a no residentes en el área del euro

Se recogen en este grupo de cuentas, cuyo saldo al cierre del ejercicio ascendía a 4.118,98 millones de euros, la posición deudora frente al Banco de España de los bancos centrales de la Unión Europea no participantes en la Unión Monetaria, procedente de los pagos transfronterizos realizados por el sistema bancario a través de TARGET (3) (4.080,55 millones), el importe neto de los convenios bilaterales denominados en euros (38,43 millones) y el saldo de las cuentas de corresponsalía en euros con otros bancos centrales no participantes en el Eurosistema, cuyo saldo era cero al cierre del ejercicio. La casi totalidad de la variación de este grupo de cuentas, 4.075,96 millones, se debió a los saldos derivados de los pagos realizados a través de TARGET, sistema de pagos que no estaba operativo en 1998.

5. Préstamos en euros a instituciones financieras monetarias del área del euro

Recoge los préstamos otorgados en euros a entidades financieras de contrapartida del área del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria, siendo las operaciones principales de financiación el instrumento mediante el que se facilita el grueso de la misma.

(3) Sistema bruto de liquidación de transferencias automatizadas transeuropeas en tiempo real.

Aunque los datos de cierre del ejercicio muestran un descenso del 10 % respecto a los de 1998 (24.184,30 millones de euros en 1999, frente a 26.876,67 al cierre de 1998), hay que señalar que el flujo medio diario de financiación otorgada a lo largo del año descendió en un 42 %, pasando de 23.510,53 millones en 1998 a 13.644,20 en 1999. Dicho descenso estuvo relacionado, fundamentalmente, con el funcionamiento del modelo de subasta para la inyección de liquidez al sistema y la elevada disponibilidad de colaterales que exige, así como con la menor necesidad de financiarse en nuestro país de los bancos extranjeros a los que sus matrices pueden financiar en euros.

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994, hay que señalar que en el ejercicio de 1999 no se ha concedido ningún crédito a las instituciones financieras en condiciones inferiores a las de mercado.

6. Créditos en euros a las Administraciones Públicas.—Estado

Este subgrupo de cuentas recoge los créditos que, en virtud de lo establecido por sus respectivas leyes de creación, fueron otorgados al Estado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994. En la disposición transitoria séptima de dicha Ley se indica, además, que tales créditos conservarán las condiciones y plazos de amortización establecidos en su momento, y, en su defecto, serán amortizados en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive.

El saldo vivo a 31 de diciembre del año 1999 de los créditos otorgados al Estado asciende a 9.842,54 millones de euros, según el siguiente detalle:

(En millones de euros)

Tipo de activo	31.12.1999	Amortización	31.12.1998
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	2.440,64	97,63	2.538,27
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	6.600,58	347,39	6.947,97
Subrogación créditos a Tabacalera, S.A. (Ley 31/1991)	25,80	12,90	38,70
Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	775,52	40,82	816,34
TOTAL	9.842,54	498,74	10.341,28

La variación experimentada se debe exclusivamente a la cuota de amortización anual de los citados créditos, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

7. Créditos en euros a las Administraciones Públicas.—Seguridad Social

Este subgrupo de cuentas, por 1.790,14 millones de euros, se corresponde con el importe pendiente de amortizar de dos créditos concedidos a la Seguridad Social en virtud de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995. El primero de ellos recoge el principal de otro concedido a dicha institución, vencido y no pagado a su vencimiento, de 1.539,19 millones de euros, y el segundo recoge los intereses vencidos y no pagados del crédito anterior hasta el 31.12.1994, que ascendían a 501,90 millones de euros. La amortización de este crédito, que comenzará el 31.12.2000, recibe un tratamiento equivalente al establecido para la amortización de los créditos singulares otorgados al Estado, a los que se hace referencia en el apartado anterior. El crédito por los intereses vencidos hasta el 31 de diciembre de 1994 se amortizará linealmente en diez años, habiendo tenido lugar la primera amortización el 31 de diciembre de 1995.

La variación experimentada, 50,19 millones de euros, se corresponde con el cobro de la quinta cuota de amortización relativa al crédito de 501,90 millones de euros, con lo cual su saldo al final del presente ejercicio se eleva a 250,95 millones de euros. El importe de la mencionada cuota de amortización fue recuperado por compensación de las cantidades a favor de la Seguridad Social en concepto de intereses de sus cuentas remuneradas en el Banco de España.

8. Cuentas intra-Eurosistema

a) Participación en el capital del BCE

El capital del BCE suscrito y desembolsado por el Banco de España asciende a 444,68 millones de euros, equivalentes al 8,8935 % del capital del mismo. Dicho porcentaje es el que corresponde al Banco de España, de acuerdo con la clave de participación establecida por la Comisión de la Unión Europea, fijada en función de la población y el producto nacional bruto de nuestro país, sin variación en el ejercicio.

b) Activo de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 30 de los Estatutos del SEBC/BCE, el Banco de España transfirió al BCE a comienzos del año 1999 reservas exteriores por importe de 4.446,75 millones de euros. La distribución de los importes transferidos en oro, dólares y yenes se ha detallado en las notas 1 y 3 anteriores. La contrapartida de dicha transferencia es este activo, el cual, por otra parte, está sujeto a una posible reducción de hasta un 20 % de su valor inicial, en el caso de que el Banco Central Europeo incurriese en pérdidas no realizadas por diferencias de tipo de cambio y no pudiese cubrirlas ni con sus reservas ni mediante la apropiación de la renta monetaria del ejercicio puesta en común por los bancos centrales nacionales que forman el Eurosistema. En 1999 no fue necesario utilizar esta modalidad de compensación de pérdidas no realizadas del BCE.

c) Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Recoge la posición neta frente al Eurosistema, con el detalle que se expresa en el cuadro siguiente, por las transferencias emitidas/recibidas a través de TARGET, así como los saldos mantenidos con los bancos centrales nacionales participantes en el Eurosistema a través de cuentas de corresponsalía, constituyendo estos últimos una parte insignificante del total.

Posición del Banco de España frente a los bancos centrales nacionales miembros del Eurosistema y al BCE al cierre del ejercicio de 1999 (a)

(En millones de euros)

Miembros del Eurosistema	Activos frente al Eurosistema	Pasivos frente al Eurosistema	Posición neta activa
Bélgica		2.096,80	
Alemania	853,32		
Francia	14.686,73		
Irlanda	1.284,79		
Italia		1.351,62	
Luxemburgo	1.445,66		
Holanda	2.596,63		
Austria	3.761,58		
Portugal	2.957,00		
Finlandia	2.160,42		
Total BCNs	29.746,13	3.448,42	
BCE	1.632,69		
TOTAL	31.378,82	3.448,42	27.930,40

(a) El Eurosistema comenzó a existir el 1.1.1999, por lo que no se presentan datos comparados con el año anterior. No obstante, hay que señalar que la posición frente a los BCNs miembros del Eurosistema en cuentas de corresponsalía al cierre de 1998 era insignificante.

En este primer ejercicio desde el inicio de la Unión Monetaria, el saldo neto, al cierre del ejercicio, de las cuentas intra-Eurosistema (excluidas las mencionadas en los apartados a) y b) anteriores) se ha elevado a 27.930,40 millones de euros. Dicho incremento, resultado del proceso de pagos transfronterizos de los sistemas bancarios nacionales y marginalmente de los pagos realizados entre los bancos centrales miembros del Eurosistema, estuvo influenciado de forma significativa por las siguientes causas: a) el recurso de las entidades de crédito españolas a la financiación exterior en euros, debido al funcionamiento del modelo de subasta para la inyección de liquidez al sistema y la elevada disponibilidad de colaterales exigida; b) la reducción del recurso a la financiación del Banco de España de muchas entidades extranjeras que en 1998 se financiaban en pesetas en el mercado interior y pasaron a financiarse en euros en su casa matriz, y c) el vencimiento en 1999 de las operaciones *swap* mediante las que se instrumentaron una parte significativa de las ventas de divisas del Banco de España en 1998. Todas las causas mencionadas significaron transferencias del exterior hacia el sistema bancario español, que se reflejaron en contrapartida como un aumento de la posición del Banco de España frente a otros miembros del Eurosistema por cuenta de los cuales abonó los fondos en euros al sistema bancario nacional.

9. Partidas pendientes de cobro

Por importe de 4,81 millones de euros, corresponden, fundamentalmente, a efectos y documentos en trámite de compensación.

10. Inmovilizado material e inmaterial

El saldo de este subgrupo de cuentas ascendía al cierre del ejercicio a 223,50 millones de euros, de los que 388,05 millones correspondían a su coste y 164,55 a la amortización acumulada del mismo.

El detalle de los componentes de este subgrupo, con sus amortizaciones, figura en los cuadros siguientes:

(En millones de euros)

Coste o valoración	Inmuebles e instalaciones	Mobiliario y equipamiento	Inmovilizado en curso	Otro inmovilizado	Total
1 enero 1999	231,49	73,66	1,74	76,50	383,39
Variaciones en el ejercicio	0,17	-0,49	2,70	2,28	4,66
31 diciembre 1999	231,66	73,17	4,44	78,78	388,05

(En millones de euros)

Amortización acumulada	Inmuebles e instalaciones	Mobiliario y equipamiento	Inmovilizado en curso	Otro inmovilizado	Total
1 enero 1999	82,09	58,96	—	12,84	153,89
Variaciones en el ejercicio	8,74	0,79	—	1,13	10,66
31 diciembre 1999	90,83	59,75	—	13,97	164,55

Las tenencias de plata del Banco, valoradas en 28,3 millones de euros, están incluidas dentro de «Otro inmovilizado» y no experimentaron variación alguna respecto al ejercicio anterior.

11. Otros activos financieros

El 99 % del importe de este subgrupo de cuentas corresponde a la cartera de deuda anotada, en la que el Banco de España tiene invertidos 3.534,50 millones de euros, cuya disminución respecto al saldo del pasado ejercicio, 152,7 millones de euros, se debió, fundamentalmente, a las minusvalías derivadas del incremento experimentado por los tipos de interés.

12. Diferencias por valoración de partidas fuera de balance

Véase la nota número 24.

13. Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos

Del total de este grupo de cuentas (738,97 millones de euros), los componentes principales son los intereses devengados y no cobrados de valores en moneda extranjera (325,67 millones); intereses periodificados de Deuda del Estado anotada (167,89 millones) y los intereses devengados por el activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE (102,87 millones).

14. Diversos

El componente más significativo de este subgrupo, un 92,3 % del total, se corresponde con el ingreso efectuado al Tesoro, el 29.11.1999, por los beneficios devengados y contabilizados del Banco hasta el 30 de septiembre de 1999, que se elevó a 1.905,85 millones de euros.

15. Billetes en circulación

La distribución por denominaciones de los billetes en circulación a 31.12.1999 es la siguiente:

Denominaciones	(En millones de euros)	
	1999	1998
1.000 PTA	1.574,21	1.481,39
2.000 PTA	3.164,23	2.608,19
5.000 PTA	20.734,52	19.269,57
10.000 PTA	33.471,71	29.372,10
En poder de otros bancos del SEBC	-33,51	0,00
TOTAL	58.911,16	52.731,25

El saldo de billetes en circulación se incrementó en un 11,7 % respecto del importe registrado al cierre del ejercicio anterior. Por el contrario, si los datos que se comparan son los correspondientes al saldo medio diario en 1999 y 1998, el incremento se reduce hasta al 4,2 %, debido a que una parte significativa del mismo tuvo carácter coyuntural y estuvo relacionada con el denominado «efecto 2000», por el que el público acaparó a fin de año más billetes de lo habitual.

16. Depósitos en euros de instituciones financieras monetarias del área del euro

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendió a 12.490,92 millones de euros, al cierre del ejercicio de 1999. El fuerte incremento experimentado por los mismos respecto al año anterior se concentró en las cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas), que pasaron de 6.431,34 millones de euros, en 31.12.1998, a 12.462,00 millones, en 31.12.1999. Dicho incremento estuvo relacionado, fundamentalmente, al igual que el incremento de la demanda de billetes por el público comentado antes, por la decisión de las entidades de crédito de cubrirse de posibles riesgos por el denominado «efecto 2000». Ello explica que, aunque el incremento, respecto a 1998, del saldo medio anual, en base diaria, de estas cuentas fue del 26 %, el incremento resultante de comparar los datos de cierre de ejercicio se eleve a casi el 94 %. Por su parte, el incremento del saldo medio diario (8.174,54, frente a 6.474,90 millones de euros) fue consecuencia del aumento de los pasivos computables de las entidades sujetas a coeficiente.

17. Certificados de Deuda emitidos

Con un importe de 3.301,82 millones de euros, recoge los certificados a plazo emitidos

por el Banco de España para detraer liquidez del sistema financiero, de acuerdo con la Orden Ministerial de 21 de febrero de 1990, por la que se modificaba el coeficiente de caja de los intermediarios financieros. Dichos certificados tienen un calendario de amortización establecido, que terminará en septiembre del año 2000.

En 1999, el saldo de esta cuenta disminuyó en 3.043,99 millones de euros, como consecuencia de las amortizaciones que tuvieron lugar en el ejercicio.

18. Depósitos en euros de otros residentes en el área del euro.—Administraciones Públicas

Se recogen en este subgrupo de cuentas los depósitos que mantienen en el Banco de España las Administraciones Públicas. Dichos depósitos se remuneran en los términos que se especifican en la nota 2 a la Cuenta de Resultados. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 20.947,66 millones de euros, con el siguiente detalle:

	(En millones de euros)	
	1999	1998
Administración Central (Estado)	16.866,33	11.669,87
Tesoro Público.-Cuenta corriente	14.869,97	10.295,98
Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares	1.996,36	1.373,89
Administraciones Territoriales	165,82	74,41
Comunidades Autónomas, Organismos Administrativos y similares	162,54	72,22
Administración Local	3,28	2,19
Administraciones de la Seguridad Social	3.915,51	1.101,87
TOTAL	20.947,66	12.846,15

El elevado aumento del saldo de este subgrupo de cuentas (20.947,66 millones de euros al cierre de 1999, frente a 12.846,15 millones al cierre de 1998) se debió, fundamentalmente, al incremento experimentado por la cuenta corriente del Tesoro, que pasó de 10.295,98 a 14.869,97 millones, y al aumento del saldo de las cuentas de la Seguridad Social, que pasó de 1.101,87 a 3.915,51 millones.

19. Depósitos en euros de otros residentes en el área del euro.—Otros pasivos

Recogen las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades

de crédito, tales como los Fondos de Garantía de Depósitos, Otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, Otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de empleados y pensionistas y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de otros sectores residentes no financieros. Su saldo al cierre del ejercicio de 1999 era de 1.135 millones de euros, y su variación respecto al cierre del ejercicio anterior, 106,33 millones de euros, se debió, esencialmente, al aumento del saldo de las cuentas corrientes de los organismos incluidos en este subgrupo.

20. Pasivos en euros con no residentes en el área euro

El principal componente de esta partida es el saldo acreedor con los bancos centrales nacionales europeos que no pertenecen al Euro-sistema, procedentes de transacciones realizadas a través de TARGET (429,75 millones de euros, de los 451,07 del total). La variación experimentada respecto al año anterior (402,70 millones de euros) se debió a las transferencias de fondos realizadas a través del mencionado sistema de pagos.

21. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en el área del euro.—Depósitos y otros pasivos

Estos pasivos, con un importe total de 548,38 millones de euros, se corresponden fundamentalmente con deudas derivadas de operaciones temporales relacionadas con la gestión de las reservas de divisas del Banco de España (87 % del total del grupo), habiéndose incrementado el saldo del grupo de cuentas en 547,85 millones de euros, de los que 475,50 corresponden a las mencionadas operaciones temporales.

22. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI

Con un importe de 407,86 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España en proporción a su cuota como miembro del Fondo Monetario Internacional. De los 47,96 millones de euros en los que ha variado, 45,73 millones corresponden al ajuste por la revalorización por tipo de cambio experimentada por este pasivo.

23. Partidas pendientes de pago

De los 260,81 millones de euros que refleja el saldo de este grupo de cuentas, 258,92 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, cuenta a la que corresponde, también, la casi totalidad de la variación respecto a 1998 (248,28 millones de euros).

24. Otros pasivos.—Diferencias por valoración de partidas de fuera del balance

Recoge el importe de la posición neta por operaciones a plazo y *swap* con divisas, así como sus correspondientes cuentas de ajuste por tipo de cambio. Su saldo al cierre del presente ejercicio era de 1,22 millones de euros, mientras que, al cierre del ejercicio de 1998, fue deudor por importe de 767,12 millones de euros.

25. Otros pasivos.—Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos

Las partidas más significativas de este subgrupo de cuentas, cuyo importe total asciende a 125,25 millones de euros, corresponden a los intereses a pagar no vencidos de los Certificados de Depósito emitidos (50,34 millones de euros) y a los intereses devengados por las cuentas corrientes remuneradas, entre las que cabe destacar las correspondientes a la Seguridad Social (50,65 millones de euros) y al Tesoro (10,22 millones de euros).

26. Otros pasivos.—Diversos

Las partidas más relevantes de este subgrupo de cuentas son las relativas a las cuentas «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Por aportaciones a pagar», cuyo importe, 396,03 millones de euros, representa el valor actual de la deuda reconocida por el Banco de España a favor de la Mutualidad de sus empleados por los compromisos asumidos con la misma, que se ha reducido en 14,90 millones de euros durante el ejercicio, y los «Intereses acreedores liquidados pendientes de aplicación.—Cuentas suspensivas» (correspondientes al crédito otorgado en su día a la Seguridad Social, al que se hace referencia en la nota 7), cuyo saldo al cierre del ejercicio ascendía a 250,95 millones de euros, con una disminución de 50,19 millones respecto al ejercicio anterior. La suma de los saldos de ambas cuentas representa el 85 % del importe total de este subgrupo de cuentas.

También figuran en este subgrupo los impuestos pendientes de pago, por importe de 4,97 millones de euros, de los que 4,91 corresponden a las retenciones sobre el rendimiento del trabajo personal efectuadas a los empleados.

27. Provisiones

Excepto las provisiones riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registran en el presente grupo, con el detalle siguiente:

(En millones de euros)		
	1999	1998
Por riesgos y gastos	4,18	22,18
Por cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Cta. pre-sistema	3.767,58	3.767,58
Por pérdidas del BCE cubiertas con renta monetaria	3,94	N/A (a)
Por pérdidas del BCE cubiertas con aportaciones adicionales	20,81	N/A (a)
Por otros motivos	0,30	0,30
TOTAL	3.796,81	3.790,06

(a) No aplicable.

La cuenta de provisiones más relevante, sin variación en el ejercicio, es la relativa a la «Cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Presistema», creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999, con objeto de cubrir tanto el riesgo futuro por tipo de cambio de las reservas exteriores del Banco de España como las posibles contingencias por minusvalías latentes de las reservas transferidas al Banco Central Europeo.

El resto de las variaciones se deben a la creación de nuevas provisiones para cubrir las pérdidas del BCE en el presente ejercicio, como se detalla en la nota 7 a la Cuenta de Resultados, y a la no necesidad de mantener las derivadas del Convenio Colectivo con los empleados, cuya aplicación tuvo lugar en 1999.

28. Cuentas de revalorización

Este grupo incluye las reservas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos. Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

Clase de cuenta	1999	1998
Cuentas de revalorización pre-sistema	4.763,33	6.988,17
Por diferencias de tipo de cambio	1.729,83	2.591,52
Por diferencias de precio	3.033,50	4.396,65
Oro	2.565,79	2.978,78
Valores en moneda extranjera	96,09	877,71
Deuda Pública anotada	371,62	540,16
Cuentas de revalorización ordinaria	4.878,04	N/A
Por diferencias de tipo de cambio	4.151,58	N/A
Por diferencias de precio	726,46	N/A
Oro	726,22	N/A
Valores en moneda extranjera	0,24	N/A
Deuda Pública anotada	0,00	N/A
TOTAL	9.641,37	6.988,17

Se denominan cuentas de revalorización pre-sistema a los saldos, por plusvalías latentes, que tenían las cuentas de revalorización al cierre del ejercicio de 1998, antes del comienzo de la Unión Monetaria. Dichos saldos se han reducido en 1999 por dos motivos: a) por la realización de plusvalías latentes, como consecuencia de la venta y amortización de los activos que las tenían al cierre del ejercicio de 1998, y b) por compensación de minusvalías latentes en la regularización del cierre del ejercicio de 1999 en los valores que, estando en la cartera al inicio del ejercicio, todavía permanecen en ella. En concreto, dichas cuentas han disminuido en el ejercicio en 2.224,84 millones de euros, de acuerdo con el siguiente detalle:

(En millones de euros)

Cuentas de revalorización pre-sistema	Causas de la variación en 1999		Total
	Por materialización de plusvalías en ventas y amortizaciones	Por compensación de minusvalías latentes	
Por diferencias de tipo de cambio	861,69	—	861,69
Por diferencias de precio	800,69	562,46	1.363,15
Oro	412,98	—	412,98
Valores en moneda extranjera	373,13	408,50	781,63
Deuda Pública anotada	14,58	153,96	168,54
TOTAL	1.662,38	562,46	2.224,84

De las plusvalías latentes por tipo de cambio realizadas en el ejercicio (861,69 millones de euros), 251,48 se produjeron en la transferencia de reservas exteriores en dólares y yenes al BCE al comienzo del año y el resto en las transacciones ordinarias efectuadas durante el ejercicio.

En cuanto a la materialización de plusvalías pre-sistema por precio (800,69 millones

de euros), la casi totalidad de las correspondientes al oro (412,75 millones de euros) fueron consecuencia de la transferencia de este activo al BCE, al igual que 69,35 millones de los 373,13 millones obtenidos en la venta de valores. Finalmente, en la venta y amortización de deuda anotada del Estado se realizaron plusvalías latentes pre-sistema por 14,58 millones de euros.

Por lo que respecta a la disminución de las cuentas de revalorización pre-sistema por compensación de minusvalías no realizadas al 31.12.1999 (562,46 millones de euros), la parte más significativa, 408,50 millones de euros, correspondió a los valores extranjeros, y 153,96 millones, a la deuda anotada, como consecuencia de la elevación registrada en los tipos de interés del euro y del dólar en dicho período.

Finalmente, hay que señalar que la fuerte revalorización del dólar supuso un incremento de las cuentas de revalorización, denominada «ordinaria» (para distinguirla de la pre-sistema), de 4.151,58 millones de euros por el concepto de tipo de cambio, y de 726,22, por mayor precio del oro respecto al de cierre de 1998.

29. Capital

El capital del Banco de España, constituido de acuerdo con lo previsto en el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, asciende a 1,38 millones de euros, sin variaciones en el ejercicio.

30. Reservas

Se incluyen en este subgrupo, sin variación en el ejercicio, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España.

31. Beneficios del ejercicio

Los beneficios netos del ejercicio, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéficas Sociales (8,14 millones de euros), han ascendido a 4.063,83 millones de euros, un 37,2 % inferiores a los de 1998. Del citado importe, 1.905,85 millones, tal como se señala en la nota 14 anterior, fueron ingresados al Tesoro el 29.11.1999, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1746/1999, de 19 de noviembre.

A lo largo del ejercicio también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 1998:

- El día 1.2.1999, 3.564,8 millones de euros, hasta alcanzar el 90 % de los beneficios de 1998, que ascendieron a 6.468,46 millones de euros.
- El día 31.8.1999, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el Balance y Cuenta de Resultados del año 1998, 646,85 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 1999 figura en el apartado III.3, siguiente, relativo a la Cuenta de Resultados.

III.3. NOTAS EXPLICATIVAS A LA CUENTA DE RESULTADOS

1. Ingresos por intereses

Este apartado incluye los ingresos por intereses devengados por los principales activos del Banco de España.

Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

(En millones de euros)

	Moneda extranjera		Euros		Total	
	1999	1998	1999	1998	1999	1998
Valores	1.737,74	3.044,15	138,19	285,07	1.875,93	3.329,22
Otros activos	65,76	158,09	1.150,15	984,48	1.215,91	1.142,57
TOTAL	1.803,50	3.202,24	1.288,34	1.269,55	3.091,84	4.471,79

Del total de los 1.803,50 millones, correspondientes a intereses de 1999 por inversiones en moneda extranjera, los procedentes de inversiones en valores de renta fija en dólares USA se elevan a 1.698,70 (94,2 %), correspondiendo cantidades muy inferiores a los originados por los DEG, dólares canadienses, oro, etc.

El saldo medio mantenido de las citadas inversiones en dólares USA ha sido de 35.481 millones, con una rentabilidad media del 4,9 %.

Los intereses de las inversiones en euros (1.288,34 millones) provienen, en resumen, de los siguientes activos:

(En millones de euros y %)

Activos	Inversión media	Importe	Rentabilidad media en 1999
Créditos a entidades por operaciones de política monetaria	13.644,20	382,82	2,77 %
Saldo neto frente a los bancos centrales de la Unión Europea	24.171,62	658,66	2,68 %
Activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	4.405,27	102,87	2,30 % (a)
Cartera de deuda anotada y otros	3.833,82	143,99	3,70 %
TOTAL	46.054,91	1.288,34	2,76 %

(a) El activo de contrapartida frente al BCE se remunera al 85 % del tipo marginal de intervención en las operaciones principales de financiación.

En un análisis comparativo frente al ejercicio anterior, cabe destacar la reducción producida en el conjunto de los intereses obtenidos (4.471,79 millones en 1998, frente a 3.091,84 millones en 1999), debido, fundamentalmente, a la desinversión producida en activos exteriores, con rentabilidades cercanas al 5 % (la inversión media en dólares se redujo en 16.339,67 millones de dólares), y al correlativo aumento de activos en euros (con un incremento en la inversión media de 19.670,38 millones de euros), con rentabilidades en torno al 2,7 %. Igualmente ha sido causa de esta reducción el hecho de que la rentabilidad media obtenida en 1999 ha sido inferior a la de 1998, tanto en los activos denominados en moneda extranjera (del 5,9 % se ha pasado al 4,9 %) como en los activos en euros (del 4,2 % se ha pasado al 2,7 %).

2. Gastos por intereses

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación y con el detalle siguiente:

(En millones de euros y %)

	Financiación media	Gastos por intereses		Coste medio en 1999
		1999	1998	
Certificados emitidos por el Banco de España	4.822,20	289,05	464,59	6,00 %
Remuneración de las reservas mínimas	8.174,54	223,24	—	2,69 %
Depósitos de Administraciones Públicas	5.409,93	149,15	436,04	2,76 %
Otros pasivos en euros	268,38	7,74	14,69	2,84 %
Pasivos en moneda extranjera	744,55	30,56	21,44	4,10 %
TOTAL	19.419,60	699,74	936,76	3,60 %

La reducción del gasto frente al ejercicio anterior se ha debido, sobre todo, a la disminución del saldo de las cuentas del Tesoro Públi-

co y de los Certificados, compensada parcialmente por los depósitos de entidades para la cobertura del coeficiente, cuya remuneración se ha iniciado en 1999.

Con independencia de lo anterior, hay que señalar que los saldos a favor del Tesoro solo se remuneran por el importe que supere al de los créditos singulares otorgados al mismo que figuran en el activo del Banco.

3. Ganancias-pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En 1999 han ascendido a 2.304,78 millones de euros, procedentes, fundamentalmente, de las siguientes fuentes:

— Las ganancias por tipo de cambio en venta de divisas se elevan a 1.728,68 millones de euros, de los cuales 861,69 millones corresponden a la realización de plusvalías latentes que ya existían el 31.12.1998 y el resto, 866,99 millones, a la de las correspondientes al ejercicio.

Del total de 1.728,68 millones, 1.558,01 millones, el 90,1 %, se derivan de la venta neta diaria (LIFO diario) de dólares USA, que, a lo largo del año, e incluyendo la cesión de reservas al BCE, ha ascendido a 12.800 millones de dólares. El resto de ganancias corresponde a la venta neta de yenes (19,40), DEG (139,20) y otras divisas.

— Las ganancias por la venta de oro, que se derivan en su casi totalidad de la cesión de reservas al BCE, ascienden a 413,04 millones de euros, de los que 412,98 se corresponden con la realización de plusvalías latentes a 31.12.1998 por dicha cesión.

— Las ganancias netas por precio, derivadas de la compraventa de valores extranjeros, importan 160,59 millones de euros, correspondiendo, fundamentalmente, a la venta y cesión al BCE de valores denominados en dólares USA, por importe de 54.890 millones de dólares.

En los resultados de estas ventas de valores se han producido dos efectos contrapuestos. Así, mientras ha tenido lugar un beneficio por importe de 373,13 millones, debido a la transformación de plusvalías latentes a 31.12.1998, se han originado, al mismo tiempo, 212,54 millones de pérdidas corrientes del ejercicio, como consecuencia de la elevación de los tipos de interés.

4. Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

Recoge el quebranto derivado de la depreciación por tipo de cambio existente a fin de año en la posición en divisas, así como de la depreciación del oro y de los valores denominados en moneda extranjera, en la parte que no puede compensarse con plusvalías latentes provinientes de ejercicios anteriores.

El quebranto registrado en 1999 corresponde, fundamentalmente, a la depreciación de los valores denominados en moneda extranjera, siendo las minusvalías latentes adeudadas por este motivo a resultados, a fin de año, de 806,7 millones de euros, y habiendo sido compensadas parcialmente con plusvalías latentes contabilizadas al 31.12.1998 por un importe de 408,5 millones (ver nota 28 al Balance), por lo que el efecto neto sobre la cuenta de resultados se ha elevado a 398,21 millones de pérdidas.

5. Ingreso neto por honorarios y comisiones

Recoge, fundamentalmente, ingresos y gastos derivados de comisiones por servicios bancarios y similares (transferencias, gestión de cheques, custodia y administración de valores, servicio telefónico en operaciones con valores, etc.).

Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

	Ingresos		Gastos	
	1999	1998	1999	1998
Operaciones exteriores	23,93	1,45	-1,15	-1,57
Operaciones interiores	12,01	22,73	-0,17	-0,01
TOTAL	35,94	24,18	-1,32	-1,58

Destaca el aumento de los ingresos producidos en 1999 en operaciones exteriores, por las comisiones percibidas, al haber garantizado el Banco de España un crédito concedido por el Banco Internacional de Pagos de Basilea a Brasil.

Igualmente, destaca la reducción en los ingresos de operaciones interiores, debido a las menores comisiones percibidas en relación con el Servicio Telefónico.

6. Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones

Recoge los dividendos correspondientes a la participación del Banco de España en el ca-

pital del Banco Internacional de Pagos de Basilea.

7. Resultado neto de la redistribución de la renta monetaria

De acuerdo con el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC/BCE, la renta monetaria de los bancos centrales nacionales, procedente de la gestión de la política monetaria, se asignará a dichos bancos en proporción a su participación en el capital desembolsado del BCE. El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del día 3 de noviembre de 1998, decidió que el cálculo de dicha renta monetaria se realice mediante la aplicación de un tipo de referencia a la base monetaria, definida para este propósito como la suma de los depósitos de las entidades de crédito en el banco emisor y no incluyendo en la misma los billetes nacionales. El tipo de referencia utilizado es el último disponible relativo a las operaciones principales de financiación, aplicado en base diaria a la base monetaria de cada banco central nacional.

Por otra parte, y de acuerdo con el artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC/BCE, y con la decisión del Consejo de Gobierno del BCE, de 15 de diciembre de 1999, las pérdidas en las que pudiese incurrir el BCE en los ejercicios de 1999 al 2001 se compensarán del siguiente modo:

- a) utilizando el fondo de reserva general del BCE, y, si este no fuese suficiente;
- b) mediante la renta monetaria del ejercicio económico correspondiente, en proporción a los importes asignados a los bancos nacionales de acuerdo con el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC/BCE, sin poder superar el importe total asignado;
- c) en el supuesto de que las pérdidas del BCE no pudiesen compensarse de acuerdo con lo establecido en los apartados anteriores, entonces:
 - 1) la compensación se produciría, en primer término, mediante la renuncia de los bancos centrales nacionales a una parte del valor original del activo de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE. El importe máximo de esta renuncia no podrá exceder:
 - del importe de las pérdidas no realizadas en el BCE procedentes de sus posiciones en moneda extranjera y oro;

- del importe que redujera el activo de contrapartida frente al BCE por la cesión de reservas al mismo, por debajo del 80 % de su valor original;
- 2) las pérdidas no compensadas a través de alguno de los procedimientos anteriores se cancelarán contra la renta que generen los billetes en circulación de los bancos centrales nacionales, aportada en proporción a la clave de participación en el capital del BCE y con el límite del banco que menos pueda aportar.

En el siguiente cuadro puede verse el detalle del resultado neto para el Banco de España de la redistribución de la renta monetaria y la cobertura de pérdidas del BCE para 1999.

(En millones de euros)

Conceptos	Diciembre 1999
Aportaciones de renta monetaria al Eurosistema	-1,80
Reasignación de renta monetaria al Banco de España	3,94
Contribución por el Banco de España a las pérdidas del BCE	-24,75
Con aportación de renta monetaria	-3,94
Con aportaciones adicionales	-20,81
Resultado neto de la redistribución de la renta monetaria	-22,61

Al no haber existido minusvalías latentes en las reservas exteriores del BCE, no se ha utilizado la previsión establecida en el apartado c.1) anterior, ni la provisión que el Banco de España dotó en su momento para cubrir este riesgo.

8. Otros ingresos

Recoge los resultados por compraventa de la cartera de Deuda Pública anotada, así como otros de carácter excepcional y diverso.

Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

Descripción	1999	1998
Resultados venta cartera Deuda Pública anotada	-0,95	23,22
Beneficios pre-sistema Deuda Pública anotada	14,58	0,00
Resultados extraordinarios	124,66	2.502,85
Diversos	0,88	0,99
TOTAL	139,17	2.527,06

Dentro de los resultados extraordinarios, cabe destacar la devolución de impuestos por la Agencia Estatal de la Administración Tributaria (47,57 millones), los intereses retenidos a la Seguridad Social para el cobro de su deuda (50,19 millones) y la recuperación de provisiones y otros por la asunción por el Estado de deudas de la República Dominicana y Guinea Ecuatorial (25,7 millones). Su fuerte disminución, respecto al ejercicio 1998, se debe a que en dicho año se abonaron a resultados 2.273 millones de euros netos, por plusvalías ya realizadas; 141 millones, por abono al Banco de retenciones sobre rendimientos de la cartera de anotaciones y otros de menor importe.

9. Gastos de personal

Esta partida, que asciende a 170,35 millones de euros, incluye salarios y otros emolumentos del personal del Banco (124,01 millones), con un incremento del 3 % frente al ejercicio anterior; cuotas a la Seguridad Social (29,49 millones), con un aumento del 3,9 %; gastos de carácter social (14,74 millones) y aportaciones al plan de pensiones (2,11 millones).

El número de empleados, al 31 de diciembre de 1999, ascendía a 3.148, habiéndose producido, durante el ejercicio, 69 altas y 93 bajas.

10. Gastos en bienes y servicios (4)

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio. Los más relevantes son los gastos de oficina —incluidos los gastos informáticos—, que ascendieron a 24,72 millones de euros, y los gastos en inmuebles —dentro de los que destacan los de su mantenimiento—, que ascendieron a 12 millones de euros.

Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

Descripción	1999	1998
Gastos de oficina	-24,72	-16,64
Gastos de inmuebles	-12,00	-12,47
Transportes y comunicaciones	-4,42	-4,19
Vigilancia y seguridad	-4,83	-4,92
Gastos de formación y becas	-1,14	-0,87
Gastos diversos de funcionamiento	-6,22	-5,83
Tributos	-0,75	-0,74
TOTAL	-54,08	-45,66

(4) Dado que en el modelo armonizado de Cuenta de Pérdidas y Ganancias para el SEBC no se ha previsto explicitar los «tributos», estos se incluyen en este apartado.

11. Amortización del inmovilizado

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

Descripción	(En millones de euros)	
	1999	1998
Amortizaciones de inmuebles	-9,05	-9,13
Amortización de elementos de transporte	-0,08	-0,06
Amortización de muebles y equipo de oficina	-5,88	-5,72
Amortización de aplicaciones informáticas	-0,98	-0,62
Otros gastos amortizables	-0,23	0,0
TOTAL	-16,22	-15,53

12. Costes de producción de billetes

Su importe (56,41 millones de euros) corresponde a los gastos que satisface el Banco de España por la adquisición de billetes a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. El incremento (12,46 millones de euros; 28,4 %) se ha debido, fundamentalmente, al aumento del precio unitario de los billetes y al incremento de la producción y almacenamiento de billetes en pesetas, para que dicha Fábrica pueda dedicarse con mayor intensidad, en próximos ejercicios, a la fabricación de billetes en euros.

13. Otros gastos

Corresponden al siguiente detalle:

Descripción	(En millones de euros)	
	1999	1998
Gastos conducción de fondos	-0,63	-0,55
Gastos de material envases monedas y billetes	-0,22	-0,21
TOTAL	-0,85	-0,76

14. Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones

Con un importe de 89,70 millones de euros, incluye las minusvalías no realizadas a fin de año en la cartera de Deuda Pública anotada, en la parte no compensada con plusvalías latentes existentes al 31.12.1998, -39,48 millones de euros, los gastos derivados de los compromisos de pago con la Mutualidad de Empleados del Banco de España (-45,20 millones de euros), la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (-8,14 millones de euros) y la recuperación parcial de Provisiones dotadas en ejercicios anteriores para la cobertura del «riesgo-país» (3,24 millones).

15. Beneficio del ejercicio

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio neto del ejercicio 1999 ha ascendido a 4.063,83 millones de euros, un 37,2 % inferior al del ejercicio precedente.

Como se detalla en el cuadro siguiente, del citado importe, y en aplicación del Real Decreto 1746/99, con fecha 1.2.2000, se han ingresado al Tesoro 1.751,60 millones de euros, correspondientes al importe necesario para alcanzar, considerando el anticipo efectuado, el 29.11.1999, de 1.905,85 millones, el 90 % de los beneficios del Banco al 31.12.1999.

(En millones de euros)		
1. Beneficios del ejercicio de 1999		4.063,83
2. Ingresos efectuados al Tesoro:		
— el 29.11.1999, por el 70 % de los beneficios a 30.9.1999	1.905,85	
— el 1.2.2000, por la diferencia con el importe anterior para alcanzar el 90 % de los beneficios a 31.12.1999	1.751,60	3.657,45
3. Beneficios pendientes de ingreso, en su caso, al Tesoro (5)		406,38
TOTAL (2 + 3)		4.063,83

IV. INFORMACIÓN ESPECÍFICA SEGÚN EL ARTÍCULO 4 DE LA LEY DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA

1. Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos (Artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994)

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos para 1999 está regulada por el artículo 3º del Real Decreto 18/1982, según redacción dada por la Disposición adicional séptima del Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, que desarrolla el régimen jurídico de los citados Fondos.

Este último Real Decreto estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos solo excepcionalmente «podrán nutrirse con aportaciones

(5) Una vez aprobadas por el Gobierno las cuentas anuales de este ejercicio 1999, se efectuará el ingreso al Tesoro del importe restante que proceda.

del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 1999 el Banco de España no hizo aportación alguna a los Fondos de Garantía de Depósitos.

2. Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 1999, con tipos de interés inferiores a los utilizados como referencia, con objeto de estimar el lucro cesante del ejercicio, en virtud de lo establecido en el art. 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

(En millones de euros y %)

Saldos medios de los créditos vivos durante 1999, cuyos tipos han resultado inferiores a los de referencia				
Título	Saldo medio estimado en 1999	Tipo de interés percibido	Tipo de interés de referencia	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	1.083,93	0,00 %	2,71 %	29,37
Créditos a la Seguridad Social	1.840,06	0,00 %	2,71 %	49,87
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	127,32	1,97 %	2,71 %	0,95
<i>Préstamos vivienda</i>	<i>109,35</i>	<i>2,29 %</i>	<i>2,71 %</i>	<i>0,46</i>
<i>Anticipos reintegrables</i>	<i>17,97</i>	<i>0,00 %</i>	<i>2,71 %</i>	<i>0,49</i>
TOTALES	3.051,31			80,19

En el epígrafe «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al

Estado antes de 1994 y de los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad. El hecho de que dicho epígrafe muestre un importe superior al registrado en 1998, a pesar de que el saldo medio de los depósitos del Tesoro fuese superior para el conjunto del año 1999, es consecuencia de la mayor variabilidad registrada para estos en 1999, que implicó que estuvieran por debajo del saldo vivo de los mencionados créditos singulares otorgados al Estado en más ocasiones y por un importe superior.

En cuanto a los créditos a la Seguridad Social, la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, al establecer las condiciones de amortización de determinados créditos a la Seguridad Social, estableció que «los citados créditos no devengarán interés alguno a partir del 1 de enero de 1995».

Finalmente, los préstamos de vivienda y anticipos a los empleados corresponden a los concedidos en virtud de los convenios colectivos firmados por el Banco de España con los mismos.

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante ha sido la media mensual del tipo de interés de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio, el mismo que se utiliza para abonar mensualmente al Tesoro los intereses devengados por el saldo neto de su cuenta en los términos establecidos en el Convenio establecido con el Banco de España.

ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español y, en particular, a las competencias del Banco de España, aparecidas durante 1999 y los primeros tres meses del año 2000.

Las nuevas disposiciones aparecen ordenadas con un doble criterio. En primer lugar, se recoge un extracto de las normas legales más significativas, siguiendo un orden cronológico con agrupación mensual. Cuando varias disposiciones constituyen el desarrollo normativo de un mismo tema, se agrupan en el apartado correspondiente a la fecha de la disposición de mayor rango.

Siguiendo el mismo criterio que en el caso anterior, para facilitar la plena comprensión de la regula-

ción de algún asunto, cuando esta se haya realizado a través de dos o más normas del mismo rango publicadas en diferentes momentos a lo largo del año, se lleva a cabo una agrupación de todas ellas en el apartado correspondiente a la norma más antigua.

Estas disposiciones han sido comentadas ampliamente en los artículos trimestrales sobre regulación financiera que se publican en el *Boletín económico* del Banco de España. Por ello, en segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 1999, especificando el mes de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín económico* donde fueron analizadas.

17.4.2000.

1. PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 1999 A MARZO DE 2000

1999	
ENERO	<p>ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y SUS ENTIDADES GESTORAS.— Con el fin de establecer un marco jurídico estable y completo de las entidades de capital-riesgo, se promulgó la <i>Ley 1/1999, de 5 de enero</i>, que refuerza y sienta las bases para que dichas entidades continúen promocionando o fomentando a las empresas pequeñas o medianas que desarrollan actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza mediante la adquisición de participaciones temporales en su capital. Entre las principales novedades de la Ley se encuentra el establecimiento de un régimen jurídico de autorización, supervisión, inspección y sanción homologable al resto de los sujetos que actúan en nuestros mercados financieros. En coherencia, se atribuyen a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el grueso de las potestades de supervisión sobre los nuevos sujetos: sociedades de capital-riesgo (SCR), fondos de capital-riesgo (FCR), y sus sociedades gestoras. La Ley permite, incluso, que las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva (IIC) gestionen fondos de capital-riesgo o los activos de las sociedades de capital-riesgo.</p> <p>Las SCR son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en las bolsas de valores. Para facilitar el desarrollo de su objeto, las sociedades de capital riesgo podrán conceder préstamos participativos u otras formas de financiación a las sociedades participadas. De igual modo, podrán realizar actividades de asesoramiento profesional respecto de las empresas participadas. Por su parte, los FCR son patrimonios administrados por una sociedad gestora con el mismo objeto principal que las SCR.</p> <p>FONDOS DE INVERSIÓN: FOLLETOS E INFORMES TRIMESTRALES.— La OM de 1 de octubre de 1998 actualizó los folletos informativos y permitió que los FIM y FIAMM utilizaran folletos informativos e informes trimestrales reducidos, con el objetivo de transmitir un mensaje comercial claro y preciso al inversor. La CNMV, mediante la <i>CCNMV 1/1999, de 14 de enero</i>, dictó las disposiciones necesarias para el desarrollo de la norma, aprovechando para integrar en un solo texto las disposiciones relativas a folletos explicativos de todas las IIC de carácter financiero. La citada norma regula el procedimiento de inscripción y actualización de los folletos explicativos y establece el modelo de folleto e informe trimestral reducido que podrá ser entregado a los partícipes de los fondos de inversión en lugar de los folletos explicativos e informes trimestrales completos. Respecto a los informes trimestrales, la sociedad gestora podrá optar por utilizar un informe trimestral reducido que deberá remitirlo, junto con el informe trimestral completo, a la CNMV para ser inscritos simultáneamente en el mismo registro. Tanto el folleto como el informe trimestral podrán ajustarse a los modelos de folleto e informes trimestrales reducidos, aunque deberán hacer mención a la existencia de un folleto y de un informe completos y en los lugares donde se encuentran disponibles, y a su derecho a solicitar su entrega o remisión periódica con carácter gratuito.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS.— La <i>CBE 2/1999, de 26 enero</i>, actualizó la <i>CBE 4/1991, de 14 de junio</i>, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, para introducir, de acuerdo con la <i>Ley 37/1998, de 16 de noviembre</i>, de reforma de la Ley del mercado de valores, el nuevo tratamiento del fondo de comercio en la Ley de sociedades anónimas, ya que aumenta de diez a veinte años el límite máximo para su amortización.</p> <p>De este modo, el fondo de comercio que aflore en la adquisición de empresas o en la adquisición de todo o parte de su negocio —aunque no se compre su capital— deberá amortizarse de acuerdo con un plan sistemático, que no podrá ser creciente ni exceder del período durante el cual dicho fondo contribuya a la obtención de ingresos para la sociedad, con el límite máximo de 20 años (antes eran 10 años).</p> <p>Por otro lado, se amplía la información existente sobre la actividad que realizan las entidades de crédito con residentes de otros países y el riesgo-país que asumen, ya que la reciente crisis internacional ha puesto de manifiesto las carencias existentes en la información disponible en el Banco de España sobre dicha actividad. Finalmente, se completa la información sobre el balance de las filiales de nuestros bancos en el extranjero, dada la gran presencia que tienen en América Latina.</p> <p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 1999 Y ENERO DEL 2000.— El <i>RD 80/1999, de 22 de enero</i>, y la <i>OM de 27 de enero de 1999</i>, dispusieron la</p>

1999	
FEBRERO	<p>creación y las condiciones de emisión de deuda del Estado para 1999 y enero del 2000, con el límite en este último mes del 15 % del volumen autorizado para 1999, y dos <i>Resoluciones de 28 de enero de 1999 de la DGTPF</i>, concretaron determinadas emisiones de deuda e hicieron público el calendario de subastas ordinarias de letras, bonos y obligaciones del Estado, todas ellas en euros, que se ofertaron durante ese período.</p> <p>En sentido amplio, han continuado los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos que configuraron la política de deuda para 1998. En cuanto a las ofertas competitivas, el importe nominal mínimo es de 1.000 euros en las subastas de letras del Tesoro a doce y dieciocho meses, de 500.000 euros en las de seis meses y de 5.000 euros en las subastas de bonos y obligaciones. En todos los casos, las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de 1.000 euros, salvo para las letras del Tesoro a seis meses, que habrán de ser múltiplos de 100.000 euros. Respecto a las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo será de 1.000 euros tanto en las subastas de letras del Tesoro a doce y dieciocho meses como en las subastas de bonos y obligaciones, siendo el importe nominal máximo por cada postor de 200.000 euros. En las letras a seis meses no se aceptarán peticiones no competitivas.</p> <p>REGLAMENTO DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS.— La Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), abordó una reforma en profundidad del impuesto, siguiendo el modelo vigente en los países de nuestro entorno. El <i>RD 214/1999, de 5 de febrero</i>, procedió al desarrollo reglamentario de la Ley 40/1998, incorporando en su normativa la regulación de los pagos a cuenta del impuesto, recogidos en el <i>RD 2717/1998</i>.</p> <p>REGLAMENTO DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES.— La Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del impuesto sobre la renta de no residentes y otras normas tributarias, ha supuesto la incorporación al sistema fiscal español de la regulación independiente de la imposición directa sobre la renta de los contribuyentes no residentes en territorio español. En ella se recogen las obligaciones tributarias a que están sujetos los contribuyentes no residentes que antes se incluían en el IRPF y en el impuesto sobre sociedades. El desarrollo reglamentario del impuesto sobre la renta de no residentes se llevó a cabo mediante el <i>RD 326/1999, de 26 de febrero</i>.</p> <p>OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN A LA ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA SOBRE DETERMINADAS OPERACIONES DE DEUDA DEL ESTADO. OBLIGACIONES DE COLABORACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.— Como consecuencia de la promulgación del Reglamento del nuevo IRPF, aprobado por el <i>RD 214/1999, de 5 de febrero</i>, el <i>RD 215/1999, de 5 de febrero</i>, reformó determinadas normas tributarias para lograr la adecuación del conjunto del ordenamiento fiscal a la nueva normativa del IRPF. Asimismo, se ha aprovechado el texto de la norma para incorporar las obligaciones de información por parte de la Central de Anotaciones y por parte de las entidades gestoras que intervengan en determinadas operaciones de deuda del Estado, así como las obligaciones de colaboración de las entidades de crédito con la administración tributaria, que se encontraban reguladas en el artículo 11 del <i>RD 505/1987, de 3 de abril</i>, sobre anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, que se deroga, y en el <i>RD 2027/1985, de 23 de octubre</i>, derogado en su totalidad.</p> <p>MODIFICACIONES DE LOS REGLAMENTOS DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES, DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES Y OTRAS NORMAS TRIBUTARIAS.— El <i>RD 215/1999, de 5 de febrero</i> (comentado anteriormente), también modificó el reglamento de los planes y fondos de pensiones, así como determinadas normas tributarias del impuesto sobre sociedades y del impuesto sobre el valor añadido (IVA), con el fin de adecuarlas a la nueva normativa sobre el IRPF, recientemente aprobada.</p> <p>Respecto al reglamento de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el <i>RD 1307/1988, de 30 de septiembre</i>, se desarrollan algunas normas relativas a los supuestos de enfermedad grave y paro de larga duración. Asimismo, se completó el régimen aplicable a los planes de pensiones y a las mutualidades de previsión social constituidas a favor de personas con minusvalía, regulados en la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del IRPF y otras normas tributarias.</p> <p>Finalmente, se modificó el <i>RD 2717/1998, de 18 de diciembre</i>, por el que se regulan los pagos a cuenta en el IRPF y en el impuesto sobre la renta de no residentes, para excluir de retención a los siguientes casos: por un lado, las transmisiones realizadas antes del 1 de enero</p>

1999	
MARZO	<p>del año 2000 de activos financieros con rendimiento explícito emitidos con anterioridad al 1 de enero de 1999 que no hayan sido transformados en anotaciones en cuenta y, por otro, las transmisiones efectuadas en el denominado «mercado ciego» de deuda pública, lo que permitirá la admisión en dicho mercado de operadores no residentes.</p> <p>DEUDA DEL ESTADO: REGULACIÓN DE LAS FIGURAS DE «CREADOR DE MERCADO» Y DE «ENTIDAD NEGOCIANTE».— La <i>OM de 10 de febrero de 1999</i>, desarrollada por la <i>Resolución de 11 de febrero de 1999</i>, y la <i>Resolución de 4 de marzo de 1999</i>, ambas de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro), establecieron los principios básicos de la regulación de las figuras de «creador de mercado» y de «entidad negociante» de la deuda pública del Reino de España.</p> <p>Respecto al creador de mercado, su función fundamental continúa siendo la de favorecer la liquidez del mercado español de deuda pública y cooperar con el Tesoro en la difusión interior y exterior de la misma. La principal novedad con respecto a la normativa anterior es que ahora para acceder a la categoría de creador de mercado no es necesario ostentar la condición de entidad gestora, siendo suficiente ser titular de cuenta en la Central de Anotaciones y cumplir con los requisitos establecidos en esta nueva regulación. También se permite que puedan acceder a dicha categoría las entidades financieras sin establecimiento permanente en España, al introducir las previsiones establecidas en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del mercado de valores, ya que se amplía la posibilidad de acceder a la titularidad de cuenta en la Central de Anotaciones.</p> <p>La condición de negociante se otorgará oficialmente a los miembros del mercado de deuda pública anotada por el Tesoro, previo informe favorable del Banco de España y de la CNMV, que cumplan los siguientes requisitos: ser titular de cuentas de valores a nombre propio en la Central de Anotaciones del Banco de España y cumplir los requisitos técnicos establecidos por la RMNDPA.</p> <p>APERTURA DE CUENTAS DE VALORES ENTRE LA CENTRAL DE ANOTACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA Y LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES CON SEDE EN LA UNIÓN EUROPEA.— La <i>OM de 18 de marzo de 1999</i> estableció las condiciones para la apertura de cuentas de valores en la Central de Anotaciones del Banco de España por parte de otros sistemas de compensación y liquidación de valores de otros países de la UE y viceversa.</p> <p>Respecto al primer caso, los sistemas de compensación y liquidación de valores con sede en la UE podrán mantener cuentas de valores en la Central de Anotaciones siempre que hayan suscrito un convenio con el Banco de España en el que se establezcan los términos y condiciones de funcionamiento de la misma. La cuenta de valores de cada sistema de compensación y liquidación reflejará el saldo global de los valores que, admitidos a negociación en el mercado de deuda pública, correspondan a participantes de aquel, constituyendo, en todo momento, la permanente y exacta contrapartida de los valores registrados en el depositario central.</p> <p>En cuanto al segundo, y del mismo modo que el anterior, la Central de Anotaciones podrá mantener cuentas de valores a su nombre en los sistemas de compensación y liquidación de valores con sede en la UE siempre que haya suscrito un convenio con cada uno de ellos en el que se establezcan los términos y condiciones de funcionamiento de las mismas.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIONES DE LAS NORMAS DE TRANSPARENCIA DE LAS OPERACIONES Y PROTECCIÓN DE LA CLIENTELA. INFORMACIÓN DE LOS SALDOS QUE INTEGRAN LA BASE DE CÁLCULO DE LAS APORTACIONES A LOS FONDOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS.— La <i>CBE 3/1999, de 24 de marzo</i>, modificó la <i>CBE 8/1990, de 7 de septiembre</i>, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, con el objeto de precisar diversos aspectos de la regulación sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, dentro del proceso de sustitución de la peseta por el euro. Por ello, se incorporan algunas de las normas contenidas en la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, y determinadas cuestiones contempladas en las recomendaciones de la Comisión Europea de 23 de abril de 1998, sobre las prácticas bancarias relativas a las «comisiones por la conversión a euros» y sobre la «doble indicación de precios y otros importe monetarios». Asimismo, para una mayor claridad informativa, se exige información adicional a suministrar a la clientela en el folleto de ta-</p>

1999

rifas y se precisa la forma en que la información ya prevista en la CBE 8/1990 debe reflejarse en el propio folleto y en el tablón de anuncios.

Por último, la Circular aprovechó para modificar la CBE 1/1997, de 31 de enero, sobre información de los saldos contables que integran la base de cálculo de las aportaciones a los Fondos de Garantía de Depósitos, para que dichos saldos se expresen, en lo sucesivo, en miles de euros.

SOCIEDADES Y SERVICIOS DE TASACIÓN: MODIFICACIONES DE LA INFORMACIÓN A RENDIR AL BANCO DE ESPAÑA.— Una vez transcurrido el plazo de adaptación de las sociedades de tasación a la nueva normativa, se modificó ligeramente la CBE 3/1998, de 27 de enero, mediante la *CBE 4/1999, de 24 marzo*. Tales modificaciones afectan a las normas de control de las pólizas de responsabilidad civil y a la información que deben remitir al BE, que ahora debe expresarse en euros.

ABRIL

TRANSFERENCIAS BANCARIAS.— La *Ley 9/1999, de 12 de abril*, reguló el régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la UE, transponiendo —de manera parcial— en el ordenamiento jurídico español los preceptos de la Directiva 97/5/CE, de 27 de enero, que requieren rango de Ley. La principal novedad, viene constituida por el establecimiento de una serie de obligaciones mínimas de las entidades que realicen transferencias entre Estados miembros, así como las consecuencias jurídicas del incumplimiento de tales obligaciones. El ámbito de aplicación de la Ley se ciñe a cualquier transferencia transfronteriza realizada por Estados miembros de la UE, dentro de la UE, cuyo importe sea igual o inferior a 50.000 euros (aproximadamente, 8,3 millones de pesetas), ordenada por personas físicas o jurídicas, bien a través de una entidad de crédito o sucursal, bien a través de los denominados establecimientos abiertos al público que realicen gestión de transferencias recibidas del exterior o enviadas al exterior a través de entidades de crédito. Asimismo, en las transferencias entre Estados miembros podrá intervenir una entidad intermediaria, que puede ser una entidad de crédito, distinta de la entidad del ordenante y de la del beneficiario, que participe en la realización de dicha transferencia como corresponsal de alguna de las entidades mencionadas.

En cuanto a las *obligaciones mínimas* de las entidades, estas deberán realizar las transferencias ajustándose a las instrucciones especificadas por el cliente, en lo que se refiere tanto a los plazos de ejecución como a la cantidad total a transferir. Para ello, deberán cumplir con unos requisitos mínimos de celeridad y fiabilidad.

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

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

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

Finalmente, la Ley prevé que todas las obligaciones señaladas pierdan tal condición siempre que puedan alegar motivos de fuerza mayor, es decir, circunstancias ajenas a quien la invo-

ca, anormales e imprevisibles, cuyas consecuencias no habrían podido evitarse pese a toda la diligencia empleada.

FOLLETOS DE UTILIZACIÓN EN EMISIONES U OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES.— El RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, introdujo importantes novedades en la regulación de las emisiones y ofertas públicas de ventas de valores como la introducción del denominado folleto reducido de programa, y el contenido mínimo de los folletos que podrá ser distinto según el tipo de valores a emitir, las características de la entidad emisora, la cuantía de la emisión u otras circunstancias que justifiquen su diversidad. En ambos casos, se habilitaba a la CNMV para que pudiera adaptar el contenido de estos folletos a las especiales características del emisor, con el fin de facilitarle la colocación de valores en el mercado primario en condiciones comparables a las de otros Estados de nuestro entorno. Haciendo uso de esta facultad, la CCNMV 2/1999, de 22 de abril, desarrolló el nuevo folleto reducido de programa y ha modificado algunos tipos de folletos actualmente regulados para su adaptación a las especiales características de las emisiones.

NEVO RÉGIMEN JURÍDICO EN MATERIA DE MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y DE LAS INVERSIONES EXTERIORES.— El RD 664/1999, de 23 de abril, terminó de adaptar nuestro ordenamiento interno a las previsiones del Tratado de la Unión Europea en materia de inversiones exteriores y libertad de movimientos de capitales, tanto extranjeros en España como españoles en el exterior. La principal novedad de la norma es que establece un trámite administrativo de declaración general «*ex post*» de las inversiones con una finalidad administrativa, económica y estadística, suprimiéndose los hasta ahora vigentes procedimientos de verificación y autorización previas. No obstante, en determinados supuestos de inversiones procedentes de o con destino a territorios o países calificados por nuestras disposiciones vigentes como *paraísos fiscales*, se exige, además de la declaración antes citada, una con carácter previo.

Respecto a *las inversiones extranjeras en España*, cabe reseñar la supresión de las categorías tradicionales en que se clasificaban las inversiones (directas, en cartera, en bienes inmuebles, y otras formas de inversión), que son sustituidas por una relación determinada de operaciones que son consideradas como inversiones exteriores: 1) La participación en sociedades españolas; 2) La constitución y ampliación de la dotación de sucursales; 3) La suscripción y adquisición de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por residentes; 4) La participación en fondos de inversión, inscritos en los registros de la CNMV; 5) La adquisición de bienes inmuebles sitos en España, cuyo importe total supere los 500 millones de pesetas (o su contravalor en euros) o cuando, con independencia de su importe, proceda de paraísos fiscales; 6) La constitución, formalización o participación en contratos de cuentas de participación, fundaciones, agrupaciones de interés económico, cooperativas y comunidades de bienes, cuando el valor total correspondiente a la participación de los inversores extranjeros sea superior a 500 millones de pesetas (o su contravalor en euros) o cuando, con independencia de su importe, proceda de paraísos fiscales.

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

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

a declarar será la sociedad española objeto de la inversión, y, finalmente, las operaciones de inversión en fondos de inversión deberán ser declaradas por la sociedad gestora del mismo.

En cuanto al *régimen de las inversiones españolas en el exterior*, guarda cierta similitud respecto al régimen anterior. De este modo, son consideradas como tales las siguientes operaciones: 1) La participación en sociedades extranjeras; 2) La constitución y ampliación de la dotación de sucursales; 3) La suscripción y adquisición de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por no residentes; 4) La participación en fondos de inversión extranjeros; 5) La adquisición de bienes inmuebles sitos en el extranjero, cuyo importe total supere los 250 millones de pesetas (o su contravalor en euros) o cuando, con independencia de su importe, proceda de paraísos fiscales; 6) La constitución, formalización o participación en contratos de cuentas de participación, fundaciones, agrupaciones de interés económico, cooperativas y comunidades de bienes, cuando el valor total correspondiente a la participación de los inversores residentes sea superior a 250 millones de pesetas (o su contravalor en euros) o cuando, con independencia de su importe, tenga destino en paraísos fiscales.

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

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

Como excepción al régimen liberalizador, el Real Decreto establece los supuestos en los que es necesario un control previo de las inversiones. En este sentido las inversiones que por su naturaleza afecten o puedan afectar —aunque sea de modo ocasional— a actividades relacionadas con el ejercicio del poder público o a actividades que afecten o puedan afectar al orden público, a la seguridad y a la salud pública. Será preceptiva la autorización administrativa previa del Consejo de Ministros, a propuesta del MEH y del Departamento afectado.

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

MEDIDAS URGENTES DE LIBERALIZACIÓN E INCREMENTO DE LA COMPETENCIA.—

Dado el dinamismo de la demanda interna, se han puesto de manifiesto importantes aumentos en los precios de algunos sectores, lo que ha obligado a la adopción de medidas urgentes para evitar la aparición de tensiones inflacionistas. En materia de defensa de la competencia, se han tomado medidas cautelares para evitar que los procesos de modificación de las estructuras de los mercados ocasionen un aumento excesivo del grado de concentración empresarial. Por ello, el *RD-LEY 6/1999, de 16 de abril*, introdujo una serie de instrumentos para un mayor control de las operaciones de concentración de empresas y una mayor eficacia del mismo. En lo que se refiere a las medidas relativas a la fe pública, se han rebajado los costes arancelarios de los notarios y registradores de la propiedad en los préstamos con garantía hipotecaria y en la compraventa de viviendas. En relación con el sector eléctrico, se sigue profundizando en la liberalización mediante la adopción de medidas relativas a la disminución del umbral legal para ser considerado consumidor cualificado, al tiempo que se procede a una rebaja adicional en la tarifa eléctrica. Finalmente, se producen moderaciones de precios en otros productos y servicios básicos, como son los medicamentos, en las tarifas de las autopistas de peaje, en los servicios de telecomunicaciones, así como un conjunto de medidas de fomento de la competencia en telefonía móvil.

1999	
MAYO	<p>SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: INCORPORACIÓN DE NUEVOS DOCUMENTOS Y ACTUALIZACIÓN DE DETERMINADOS ASPECTOS.— La <i>CBE 5/1999, de 28 de mayo</i>, incorporó dentro del subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente el tratamiento de los documentos con orden de protesto notarial, que hasta la fecha estaban excluidos. Ello ha sido posible gracias a la reforma de la Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaria y del cheque, modificada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma del mercado de valores, que amplió el plazo para la realización del protesto de cinco a ocho días hábiles, lo que ahora permite el tratamiento de estos documentos en el subsistema. En otro orden de cosas, se ha publicado la <i>CBE 6/1999, de 28 de mayo</i>, que modificó varias circulares del Banco de España dedicadas a la regulación del SNCE, con el fin de actualizar y homogeneizar su contenido, debido a que algunos aspectos que en ellas se recogen han sufrido modificaciones, bien por normativas de rango superior, bien por el propio desarrollo del SNCE, o bien por la publicación de circulares posteriores.</p> <p>MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE EMISIÓN DE VALORES.— La <i>OM de 28 de mayo de 1999</i> amplió el régimen liberalizador, propugnado por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, para determinadas emisiones de valores que, hasta la fecha, estaban prohibidas o sujetas al trámite de autorización previa, modificando su tratamiento administrativo. De esta forma, el único supuesto de prohibición, es decir, las emisiones de valores cuyo principal o intereses sean revisables en función de algún índice general de precios o del precio de algún bien o servicio o de índices vinculados a estos últimos, pasan a estar sujetas a autorización previa.</p> <p>Por otro lado, se eliminó la necesidad de autorización previa para el único supuesto en el que estaba contemplado, es decir, las emisiones con plazo de vencimiento superior a 18 meses, aunque deben de cumplir determinados requisitos. Cuando se realicen este tipo de emisiones y exista obligación de registrar el folleto informativo en la CNMV, este Organismo deberá remitir una copia del mismo a la Administración Tributaria. También le deberá informar sobre el resultado del procedimiento de adjudicación y la difusión alcanzada en la colocación, así como las eventuales modificaciones de las características de los valores ya emitidos.</p> <p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LOS FONDOS DE FONDTESORO.— La <i>OM de 28 de mayo de 1999</i> modificó parcialmente la OM de 7 de junio de 1990, sobre convenios de colaboración relativos a FONDOS DE FONDTESOROS, para permitir que dichos fondos puedan invertir en la parte de los activos emitidos por los «FTPymes» (especializados en la titulización de créditos a empresas productivas) que cuente con el aval del Estado y, además, contratar instrumentos derivados no negociados en mercados secundarios organizados. Asimismo, y con el objeto de ampliar la gama de activos financieros en que puedan invertir su patrimonio, se consideró oportuno permitir que un porcentaje de su cartera pueda también estar invertido en otros activos de renta fija, siempre que disfruten de una calidad crediticia elevada. Finalmente, en el caso de los FONDOS DE FONDTESORO de nueva creación, la citada Orden autoriza la inversión hasta un porcentaje determinado de su cartera en valores de renta variable.</p> <p>FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONVENIOS DE PROMOCIÓN (FTPymes).— La Ley 49/1998, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999, facultó al Ministerio de Economía y Hacienda para el otorgamiento de avales que garanticen valores de renta fija emitidos por Fondos de Titulización de Activos (FTA), constituidos al amparo de los convenios que suscribiría aquel con sus sociedades gestoras. Para dar cumplimiento a la citada disposición, la <i>OM de 28 de mayo de 1999</i> estableció el régimen y contenido de los citados convenios, con el objeto de promover la creación de FTA que, bajo la denominación comercial «FTPymes», podrán beneficiarse del aval del Estado para garantizar valores de renta fija que emitan con el fin de favorecer la financiación empresarial.</p> <p>La sociedad gestora que pretenda formalizar un convenio de estas características deberá solicitarlo a la DGTPF, aportando una memoria explicativa del proyecto de constitución de los FTPymes. Este trámite se efectuará con independencia de los que posteriormente hayan de realizarse ante la CNMV, conforme a las disposiciones vigentes. Por último, en los anejos de la Orden se detallan, por un lado, el convenio tipo de colaboración para la constitución de los FTPymes que suscribirá la DGTPF con la sociedad gestora y, por otro, el convenio marco de colaboración entre el MEH y las entidades de crédito para determinar los créditos susceptibles de cesión a los FTPymes que se creen para favorecer la financiación empresarial.</p>

1999	
JUNIO	<p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIAS.— El <i>RD 845/1999, de 21 de mayo</i>, modificó el <i>RD 1393/1990, de 2 de noviembre</i>, por el que se establece el reglamento de las instituciones de inversión colectiva, para adaptarlo a los preceptos expuestos en la <i>Ley 20/1998, de 1 de julio</i>, de reforma del régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria. Entre las novedades introducidas cabe reseñar las nuevas posibilidades de inversión de las IIC; la realización de ciertas operaciones con socios o partícipes y empresas del grupo, así como la introducción de mayores incentivos en el ámbito fiscal.</p> <p>En otro orden de cosas, se aprovecha el Real Decreto comentado para modificar el <i>RD 1343/1992, de 6 de noviembre</i>, por el que se desarrolla la <i>Ley 13/1992, de 1 de junio</i>, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras. De este modo, dentro de la ponderación de los elementos de riesgo para el cálculo del coeficiente de solvencia, se introducen los valores de renta fija del mercado hipotecario contemplados en la <i>Ley 2/1981, de 25 de marzo</i>, de regulación del mercado hipotecario que recibirán una ponderación no inferior al 10 % (cuando antes tenían el 50 %). Por último, se introducen determinadas modificaciones en el <i>RD 1732/1998, de 31 de julio</i>, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: ÍNDICE «EURIBOR» COMO NUEVA REFERENCIA PARA PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS.— La <i>CBE 7/1999, de 29 de junio</i>, modificó la <i>CBE 8/1990, de 7 de septiembre</i>, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, con objeto de incorporar, dentro del cuadro de tipos oficiales de referencia para préstamos hipotecarios, una nueva referencia interbancaria a un año ligada al comportamiento del índice EURIBOR. Dicho índice ha sido creado por la Federación Bancaria Europea entre un colectivo integrado por los bancos más importantes de la zona euro. La referencia interbancaria a un año ligada al EURIBOR se define como la media aritmética simple de los valores del tipo de contado publicado por la Federación Bancaria Europea para las operaciones de depósito en euros a plazo de un año, calculado a partir del ofertado por una muestra de bancos para operaciones entre entidades de similar calificación.</p> <p>ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO: AUTORIZACIÓN DE NUEVAS ENTIDADES, NORMAS CONTABLES Y OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN.— La <i>Ley 1/1999, de 5 de enero</i>, estableció un marco jurídico estable y completo de las entidades de capital riesgo (ECR) y facultó al Ministerio de Economía y Hacienda para que determinara, para cada tipo de ECR, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización, sus normas, así como las obligaciones de información que, tanto las ECR como sus sociedades gestoras, deberán facilitar a la CNMV. Haciendo uso de esa facultad, la <i>OM de 17 junio de 1999</i> habilitó a la CNMV para que dicte las disposiciones en materia de procedimiento de autorización de nuevas entidades, y para establecer las normas contables y los modelos a los que se deberán ajustar las cuentas anuales con el objeto de adaptarlas al prolongado período de maduración de las inversiones que realizan, incorporando un apartado específico que recoja información sobre el cumplimiento de coeficientes y las informaciones derivadas de la supervisión financiera a la que se hallan sometidas.</p> <p>MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DEL INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL.— De acuerdo con las previsiones del <i>RD-Ley 12/1995, de 28 de diciembre</i>, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera, el <i>RD 706/1999, de 30 de abril</i>, publicó los estatutos del Instituto de Crédito Oficial (ICO), aprovechando para adaptar su régimen jurídico y financiero a la <i>Ley 6/1997, de 14 de abril</i>, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, tal como era preceptivo por lo establecido en esta norma. El ICO se configura como entidad pública empresarial (antes, era considerada sociedad anónima estatal), continuando adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, con naturaleza jurídica de entidad de crédito, y sigue siendo considerado como Agencia Financiera del Estado.</p>
JULIO	<p>NUEVA LEY DE COOPERATIVAS.— La <i>Ley 27/1999, de 16 de julio</i>, creó un nuevo marco jurídico de las cooperativas que recoge el contenido de las directivas europeas sobre la materia, así como las numerosas modificaciones introducidas en nuestro derecho de sociedades en los últimos años. La Ley ofrece un amplio marco de flexibilidad en el que las propias cooperativas pueden autorregularse, y establece los principios básicos que, con carácter general, deberán ser aplicados en el ejercicio de su actividad. Uno de los objetivos de la norma es reforzar la consolidación empresarial de las cooperativas, para lo que ha sido preciso flexibilizar su régimen económico y societario, así como introducir algunas novedades en materia de financiación empresarial. Así, se habilita el acceso a nuevas modalidades de</p>

captación de recursos permanentes mediante la emisión de *participaciones especiales* con un plazo de vencimiento de, al menos, cinco años, que podrán ser libremente transmisibles. También se contempla la posibilidad de emitir *títulos participativos* con remuneración en función de los resultados de la cooperativa.

Respecto a su constitución, se reduce de cinco a tres el número de socios mínimo para constituir una cooperativa, lo que facilitará la creación de este tipo de sociedades. Con la misma finalidad se establece que la constitución de las cooperativas sea por comparecencia simultánea de todos los socios promotores, suprimiéndose la Asamblea constituyente, lo que supone una agilización del procedimiento. También se desarrolla el concepto de socio colaborador, que sustituye al denominado «asociado» de la anterior normativa, ampliando sus posibilidades de participación.

Finalmente, en lo referente a las cooperativas de crédito, continuarán rigiéndose por su ley específica y por sus normas de desarrollo. Asimismo, les serán de aplicación las normas que, con carácter general, regulan la actividad de las entidades de crédito, y solo con carácter supletorio la presente Ley de Cooperativas.

DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN DE LA FIGURA DE «CREADOR DE MERCADO».— La *Resolución de 23 de julio de 1999 de la DGTPF* modificó el régimen jurídico de los creadores de mercado de la deuda pública del Reino de España (en adelante, creadores), con el fin de mantener la liquidez del mercado de deuda que se había ido perdiendo como consecuencia del proceso de concentración de la negociación de derivados sobre la deuda pública europea. La nueva norma libera a los creadores con establecimiento permanente en España de la obligación de cotizar una de las dos referencias de bonos u obligaciones con vencimiento residual superior a ocho años. Por el contrario, les obliga a mantener cotizaciones del contrato sobre el bono notional de MEFF a diez años durante el 60 % de la sesión de mercado, con un diferencial máximo entre los precios de compra y venta de diez *ticks* (es decir, diez puntos básicos) y unas cantidades mínimas de cuarenta contratos para cada una de las posiciones. El incumplimiento de esta obligación durante seis meses consecutivos podrá ser causa de la pérdida de la condición de creador.

BANCO DE ESPAÑA: OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.— La *Resolución de 23 de julio de 1999 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* modificó la Resolución de 11 de diciembre de 1998 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que recogió las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria desde el pasado 1 de enero, para revisar, fundamentalmente, las consecuencias y las sanciones en el caso de incumplimiento por parte de las entidades, de las obligaciones derivadas de estas cláusulas generales.

En este sentido, la Resolución de 11 de diciembre disponía que, en determinados supuestos de incumplimiento de la contraparte derivados de las subastas; de los instrumentos contractuales que regulen las operaciones de mercado abierto; de los procedimientos de cierre del día; de la utilización de activos de garantía, o el incumplimiento de las obligaciones derivadas de la normativa en vigor sobre reservas mínimas, se establecían unas penalizaciones pecuniarias por un importe mínimo de 10.000 euros y máximo de un millón de euros, y que podían llevar, en determinados supuestos, a la suspensión o exclusión de la contraparte del acceso a las operaciones de política monetaria. La Resolución de 23 de julio modifica la mencionada penalización pecuniaria, ya que ahora esta será equivalente al resultado de aplicar el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito del SEBC más 2,5 puntos porcentuales sobre el importe que resulte de la aplicación de las reglas establecidas en la citada norma.

CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.— La *CBE 8/1999, de 27 de julio*, modificó la *CBE 3/1995, de 25 de septiembre*, sobre la Central de Información de Riesgos (CIR) para especificar el medio o vehículo para llevar a cabo las solicitudes de información que las entidades declarantes requieren de la CIR. Así, se establece que dichas solicitudes se formularán con el formato que se recoge en el anejo de la norma y deberán realizarse en soporte magnético o por interconexión de ordenadores. Solo se admitirán en papel solicitudes que no se refieran a más de cinco titulares. Finalmente, las solicitudes se acompañarán de una declaración expresa del solicitante de que obran en su poder las autorizaciones de los titulares que requiere la norma citada.

1999	
AGOSTO	<p>DEUDA DEL ESTADO: EMISIÓN DE NOTAS CANCELABLES A DIEZ AÑOS.— Con el fin de diversificar la gama de instrumentos de financiación del Estado en el segmento del largo plazo, la <i>Resolución de 9 de agosto de 1999 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera</i> dispuso la primera emisión de Notas Cancelables a diez años (en adelante, las notas), prevista para el pasado 10 de agosto, denominadas en euros y por un valor nominal de 500 millones de euros. El plazo de vencimiento de las notas es el 10 de agosto de 2009, con un tipo de interés nominal anual del 4,78 %, y los cupones se pagarán por anualidades vencidas (el primero se pagará el próximo 10 de agosto de 2000). Por su parte, el inversor tendrá la posibilidad de cancelar anticipadamente los valores los días 10 de agosto de los años 2003, 2005 y 2007 con una reducción del nominal reembolsado (96,1 %, 96,4 % y 98,03 % respectivamente). Para ello tendrá que notificar su deseo de proceder a la cancelación anticipada diez días hábiles del calendario «target» antes de las fechas de preamortización. Finalmente, se establece un mínimo de negociación de 1.000 euros.</p>
SEPTIEMBRE	<p>ESTABLECIMIENTOS ABIERTOS AL PÚBLICO PARA CAMBIO DE MONEDA EXTRANJERA.— Mediante la <i>Resolución de 27 de septiembre de 1999, del Banco de España</i>, se publicó la Circular Interna 4/1999, de 27 de septiembre, sobre establecimientos de cambio de moneda, que introduce ciertas modificaciones a la Circular Interna 1/1999, de 6 de abril, con motivo de la adaptación de la aplicación informática «ROC» (Registro de Oficinas de Cambio de Moneda) a los nuevos requerimientos del RD 2660/1998, de 14 de diciembre, por el que se estableció el régimen jurídico de estos establecimientos. Con ello, se automatizan determinados procedimientos que hasta la fecha se realizaban de forma manual y se permite a las sucursales del Banco de España gestionar la mayor parte de los datos de los titulares.</p> <p>NORMAS DE TRANSPARENCIA EN LAS OPERACIONES DE LOS MERCADOS OFICIALES DE VALORES.— La <i>CCNMV 3/1999, de 22 de septiembre</i>, promulgó una serie de normas sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores, ya que resulta imprescindible determinar la información mínima que necesariamente ha de publicarse sobre las operaciones realizadas en los mercados oficiales de valores, de acuerdo con los requisitos mínimos exigidos en la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. La Circular regula la información de carácter público que las bolsas de valores, los mercados oficiales de futuros y opciones y el mercado AIAF de renta fija deberán difundir sobre las operaciones de mercados, ya sean ordinarias o extraordinarias, así como, en su caso, las órdenes formuladas en los mismos.</p> <p>Las <i>sociedades rectoras de las bolsas de valores</i> deberán difundir, a través de los boletines diarios de contratación u otros medios adecuados de difusión, determinada información que se detalla en la norma, según el tipo de operación a realizar. Así, se regula la información que se deberá difundir en las operaciones ordinarias —tanto en las órdenes formuladas (o cotizaciones) como en las operaciones ejecutadas—; en las operaciones de renta variable efectuadas en corros; en las operaciones efectuadas en el mercado electrónico de renta fija; en las operaciones bursátiles especiales y en las operaciones extraordinarias.</p> <p>Las <i>sociedades rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones</i> deberán difundir, en tiempo real y para cada contrato y vencimiento abierto y serie, en su caso, el volumen acumulado para cada una de las tres mejores propuestas de compra y de venta. En las operaciones ejecutadas, se indicará el precio, volumen y hora de ejecución de todas las operaciones efectuadas a lo largo de la sesión y, en las posiciones abiertas, el volumen de las mismas.</p> <p>Por último, en las operaciones ejecutadas del mercado AIAF de renta fija deberá informarse, en tiempo real, del volumen contratado en cada emisión negociada, precio y TIR últimos, salvo para los activos a corto plazo (pagarés) para los que solo se difundirá volumen contratado y TIR últimos.</p> <p>FIRMA ELECTRÓNICA.— El <i>RD-LEY 14/1999, de 17 de septiembre</i>, estableció un marco común para la regulación de la firma electrónica, atribuyéndole eficacia jurídica y previendo el régimen aplicable a los prestadores de servicios de certificación. De igual modo, se determina el registro en el que habrán de inscribirse los prestadores de servicios de certificación y el régimen de inspección administrativa de su actividad; se regula la expedición y la pérdida de eficacia de los certificados, y se tipifica las infracciones y las sanciones que se prevén para garantizar su cumplimiento.</p>

1999	<p>La firma electrónica es definida como el conjunto de datos, en forma electrónica, anejos a otros datos electrónicos o asociados funcionalmente con ellos, utilizados como medio para identificar formalmente al autor o a los autores del documento que la recoge. A su vez, la firma electrónica es «avanzada» si permite la identificación del signatario y ha sido creada por medios que este mantiene bajo su exclusivo control, de manera que está vinculada únicamente al mismo y a los datos a los que se refiere, lo que permite que sea detectable cualquier modificación ulterior de estos.</p> <p>En cuanto a los efectos jurídicos de la firma electrónica «avanzada» —siempre que esté basada en un certificado reconocido y que haya sido producida por un dispositivo seguro de creación de firma— tendrá el mismo valor jurídico que la firma manuscrita en relación con la consignada en papel y será admisible como prueba en juicio, valorándose esta según los criterios de apreciación establecidos en las normas procesales.</p> <p>La prestación de servicios de certificación no está sujeta a autorización previa y se realiza en régimen de libre competencia, sin que quepa establecer restricciones para los servicios de certificación que procedan de alguno de los Estados miembros de la UE. En cuanto a la supervisión y control, el Ministerio de Fomento, a través de la Secretaria General de Comunicaciones (SGC), controlará el cumplimiento de las obligaciones de los prestadores de servicios de certificación. Al mismo tiempo, estos deberán facilitar a la SGC toda la información y los medios precisos para el ejercicio de sus funciones. Por otro lado, se tipifican las infracciones que pueden cometer los prestadores de servicios. Finalmente, el Real Decreto-Ley establece los requisitos que deben cumplir los certificados reconocidos, así como su período de vigencia y las condiciones para su pérdida de eficacia.</p> <p>ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO: PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS Y MODELOS NORMALIZADOS.— En virtud de la habilitación conferida por la OM de 17 junio de 1999, por la que se desarrolló parcialmente la Ley 1/1999, de 5 de enero, la CCNMV 4/1999, de 22 de septiembre, reguló los procedimientos y modelos de documentos aplicables para obtener la autorización del proyecto de constitución de las nuevas entidades de capital-riesgo (en adelante, ECR) y de sus sociedades gestoras (en adelante, SGECR), así como para la modificación de los reglamentos de gestión y estatutos sociales de las entidades ya existentes. La tramitación de los proyectos de constitución de las ECR y de las SGECR se iniciará mediante la presentación ante la CNMV de una solicitud de autorización, siguiendo los modelos establecidos en los anejos de la norma.</p> <p>OCTUBRE MODIFICACIONES DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIONES DE VALORES.— El RD 1676/1999, de 29 de octubre, introdujo algunas modificaciones en la normativa en materia de ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en bolsa (en adelante, OPA), con el fin de eliminar ciertos costes regulatorios, sin que ello implique una menor protección del inversor de la sociedad afectada por la oferta pública. Por un lado, se modifica el porcentaje o umbral para formular una OPA en el caso de adquisiciones indirectas de una participación significativa de otra sociedad o entidad, con el fin de equiparar dichos umbrales a los fijados para los mismos casos en los que medie una fusión. Por otro, y respecto a las ofertas competidoras, se modifican determinados requisitos a fin de superar la excesiva rigidez de su regulación y ampliar las posibilidades de reacción ante una OPA.</p> <p>CÓDIGO GENERAL DE CONDUCTA Y NORMAS DE ACTUACIÓN EN LA GESTIÓN DE CARTERAS DE INVERSIÓN.— Con la finalidad de adaptar el código general de conducta y las normas de actuación del mercado de valores a las peculiaridades de la gestión de carteras de inversión, la OM de 7 de octubre de 1999 creó un cuerpo de normas de conducta dirigidas de forma específica a regir las relaciones entre las entidades gestoras de carteras y sus clientes. Su ámbito de aplicación son las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito tanto españolas como extranjeras (en adelante, las entidades) que llevan a cabo en territorio nacional actividades de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por inversores residentes en España. Por otra parte, las relaciones entre el cliente y el gestor de su cartera deberán estar formalizadas mediante contrato-tipo normalizado, cuyos modelos serán aprobados por la CNMV.</p> <p>MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES.— El RD 1589/1999, de 15 de octubre, actualizó determinados preceptos del reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el RD 1307/1988, de 30 de septiembre. En cuanto a la</p>
------	--

1999	
	<p>limitación de las aportaciones anuales, se amplía el límite máximo de un millón de pesetas a 1.100.000 PTA, pudiendo incrementarse hasta 2.200.000 PTA, según la edad cumplida por el partícipe a partir de los 52 años en adelante. En referencia al régimen de prestaciones, se determinan nuevas situaciones asimilables a la jubilación y se actualizan las formas de cobro y reconocimiento del derecho a las prestaciones. Finalmente, se adiciona un nuevo capítulo al RD 1307/1988, para regular <i>los planes de pensiones del sistema de empleo de promoción conjunta</i> que tienen que desarrollarse por varias empresas, ya sean de un mismo grupo o de empresas con menos de 250 trabajadores.</p> <p>INSTRUMENTACIÓN DE LOS COMPROMISOS POR PENSIONES DE LAS EMPRESAS CON LOS TRABAJADORES Y BENEFICIARIOS.— El citado <i>RD 1588/1999, de 15 de octubre</i>, también ha aprobado el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios o denominado régimen de exteriorización, que tiene un doble objetivo; por un lado, protege los compromisos por pensiones de las empresas con trabajadores y beneficiarios en caso de insolvencia o de dificultades financieras para la empresa. Por otro, la exteriorización de los compromisos por pensiones fuera del balance de las empresas les permite liberar recursos y concentrarse en su actividad típica, lo que, en última instancia, se traducirá en una mayor competitividad nacional e internacional. Asimismo, este proceso supone trasladar la gestión de los recursos para pensiones a entidades especializadas en la gestión e inversiones financieras, ya sean entidades gestoras de fondos de pensiones o entidades aseguradoras.</p> <p>BANCO DE ESPAÑA: OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.— La <i>Resolución de 26 de octubre de 1999</i> de la Comisión Ejecutiva del Banco de España modificó la Resolución de 11 de diciembre de 1998 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, reformada parcialmente por la Resolución de 23 de julio de 1999, en la que se recogen las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria que efectuara el Banco de España, de acuerdo con las orientaciones marcadas por el BCE, con el fin de actualizar y puntualizar determinados supuestos de incumplimiento y, en particular, los que hacen referencia a la utilización de los activos de garantía.</p>
NOVIEMBRE	<p>MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE INGRESO EN EL TESORO PÚBLICO DE LOS BENEFICIOS DEL BANCO DE ESPAÑA.— El <i>RD 1746/1999, de 19 de noviembre</i>, estableció el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, que, a grandes rasgos, mantiene los mismos criterios que los establecidos en la legislación anterior aunque se tienen en cuenta las normas sobre asignación de ingresos monetarios a los bancos centrales nacionales previstas en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. El sistema de ingresos que se establece tiene carácter temporal, aplicándose, con un criterio de máxima prudencia, a los ejercicios de 1999, 2000 y 2001, hasta tanto el SEBC adopte una nueva determinación al amparo de lo establecido en sus Estatutos.</p> <p>SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES.— El <i>Ley 41/1999, de 12 de noviembre</i>, incorporó al ordenamiento jurídico español los preceptos de la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de valores. Se distinguen entre los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores y los participantes en los mismos, incluyendo las garantías ofrecidas para asegurar el buen funcionamiento de los mecanismos de pagos y de liquidación de valores. Por lo que concierne a los participantes, podrán serlo las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión que sean aceptadas como miembros de un sistema y que sean responsables frente al mismo de asumir obligaciones financieras derivadas de su funcionamiento. También podrán participar en los sistemas el BCE, el Banco de España, los bancos centrales de los Estados miembros, las organizaciones financieras internacionales de las que España sea miembro y los gestores y agentes de liquidación de otros sistemas.</p>
DICIEMBRE	<p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD.— La <i>CBE 9/1999, de 17 de diciembre</i>, introdujo en la normativa contable de las entidades de crédito nuevos criterios de cobertura para reconocer y prevenir riesgos potenciales de morosidad que, probablemente, se manifestarán cuando cambie el ciclo económico y, por ende, empeore la coyuntura. Cabe reseñar que se modifica ligeramente la composición del fondo genérico de insolvencias y se crea, como novedad, un <i>fondo para la cobertura estadística de insolvencias</i> (en adelante, fondo estadístico de insolvencias). En este sentido, las entidades estimarán las provisiones que deben realizar mediante métodos de cálculo basa-</p>

1999	<p>dos en su propia experiencia de impagos y en las expectativas de pérdidas por categorías homogéneas del riesgo crediticio, teniendo en cuenta la calidad de los diferentes tipos de contrapartes, las garantías constituidas y su valor recuperable, la vida de las operaciones cuando ello sea relevante, y la evolución futura del riesgo en función de los cambios previsibles de la coyuntura a medio y largo plazo.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIONES EN LA DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.— La CBE 9/1999, de 17 de diciembre, establecía la obligación de constituir el nuevo fondo estadístico de insolvencias. Dadas las características y funcionamiento de dicho fondo, la <i>CBE 10/1999, de 17 de diciembre</i>, consideró conveniente modificar la CBE 5/1993 para aclarar que no procede incluir, como deducción de los recursos propios, las posibles insuficiencias en la dotación al citado fondo. Asimismo, es necesario tener en cuenta el importe del fondo estadístico de insolvencias para el cálculo del valor contable neto de los activos y cuentas de orden sobre los que se calcula el coeficiente de insolvencias.</p> <p>BOLSAS DE VALORES: MODIFICACIÓN DE LOS REQUISITOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN Y CREACIÓN DE UN SEGMENTO ESPECIAL DE NEGOCIACIÓN.— Con el ánimo de abrir a determinadas empresas españolas una nueva vía de obtención de recursos en los mercados de valores, la <i>OM de 22 de diciembre de 1999</i> flexibilizó aún más lo dispuesto en la OM de 19 de junio de 1997, ya que la justificación de la obtención de beneficios en los ejercicios venideros se ha sustituido por un informe que la entidad emisora debe aportar a la CNMV sobre las perspectivas de su negocio y sobre la evolución de sus beneficios en los próximos ejercicios. Por otro lado, se ha creado un segmento especial de negociación que se denominará «<i>Nuevo Mercado</i>», en el que se negociarán los valores de empresas de sectores innovadores de alta tecnología u otros sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento futuro.</p> <p>PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2000.— Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, mediante la <i>Ley 54/1999, de 29 de diciembre</i>, se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado para el año 2000. En el campo de la regulación financiera, el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes se mantienen en el 4,25 % y en el 5,5 %, respectivamente. Asimismo, se fija en 1,71 billones de pesetas el límite para el incremento del saldo vivo de la deuda del Estado durante el año. En la mayoría de las figuras impositivas, las modificaciones afectan a la deflactación de un 2 % de las correspondientes escalas de gravamen (porcentaje de inflación previsto para el próximo ejercicio).</p> <p>MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL.— Para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, la <i>Ley 55/1999, de 29 de diciembre</i>, adoptó una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, que se han incorporado en otra norma distinta, dado su contenido específico, lo que permite reducir el amplio número de materias que normalmente contienen las leyes de presupuestos. La Ley introduce determinadas reformas que afectan al ámbito tributario, a las normas reguladoras del régimen personal al servicio de las Administraciones Públicas, y atiende a necesidades concretas tanto en la gestión como en la organización y acción administrativa.</p>
2000	
ENERO	<p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2000 Y ENERO DEL 2001.— La Ley 54/1999, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, autorizó al Gobierno para que, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, pueda incrementar el saldo de la deuda del Estado durante este año hasta un importe de 1,708 billones de pesetas, que será efectivo al término del ejercicio, pudiendo ser sobrepasado durante el mismo, y prevé las causas por las que se revisará automáticamente. El <i>RD 68/2000, de 21 de enero</i>, y la <i>OM de 25 de enero de 2000</i>, dispusieron la creación y las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2000 y enero del 2001, con el límite en este último mes del 15 % del volumen autorizado para el año 2000, y dos <i>Resoluciones de 27 de enero de 2000</i> del Tesoro, concretaron determinadas emisiones de deuda e hicieron público el calendario de subastas ordinarias de letras, bonos y obligaciones del Estado, que se ofertarán durante ese período.</p> <p>En sentido amplio, continúan los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos que configuraron la política de deuda para 1999. En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, la modalidad de letras del Tesoro —a seis,</p>

2000	
FEBRERO	<p>a doce y a dieciocho meses—, bonos del Estado —a tres y a cinco años— y obligaciones del Estado —a diez, a quince y a treinta años—; representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta. Finalmente, respecto a los procedimientos de emisión, se mantienen los tradicionales, pudiendo efectuarse: mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas) o mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores.</p> <p>MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO INTERNO DEL BANCO DE ESPAÑA.— La <i>Resolución de 22 de febrero de 2000 del Consejo de Gobierno del Banco de España</i> adaptó el Reglamento Interno del Banco de España, recogido en la Resolución de 14 de noviembre de 1996, a las modificaciones introducidas por la Ley 12/1998, de 28 de abril, a la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en la que se garantizaba la integración del Banco de España dentro del SEBC, estando sujeto a las Orientaciones e Instrucciones del BCE, así como al resto de los instrumentos jurídicos que le resulten vinculantes.</p> <p>Dado el importante número de modificaciones introducidas por la citada Resolución, el legislador, mediante la <i>Resolución de 28 de marzo de 2000 del Consejo de Gobierno del Banco de España</i>, consideró oportuno publicar un texto completo del Reglamento Interno.</p> <p>Cabe reseñar las siguientes novedades: se introducen en el Reglamento las nuevas funciones del Banco de España, ya especificadas en la Ley 12/1998, de modo que el Banco de España participará en el desarrollo de las funciones básicas atribuidas al SEBC como la definición y ejecución de la política monetaria y de tipo de cambio, que antes ejecutaba con plena autonomía. Respecto a su naturaleza y a su régimen jurídico, el Banco de España —que continúa teniendo la consideración de entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada— es parte integrante del SEBC y está sujeto a las Orientaciones e Instrucciones del BCE, así como al resto de los instrumentos jurídicos que resulten vinculantes. Asimismo, el BE podrá mantener —para el mejor desarrollo de sus funciones— un sistema de tratamiento documental de actos jurídicos del BCE.</p> <p>Finalmente, se introduce el régimen de ingresos en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España para los años 1999, 2000 y 2001, establecido en el RD 1746/1999, de 19 de noviembre.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: CÁLCULO DEL TIPO DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO A UN AÑO (MIBOR).— La OM de 1 de diciembre de 1999 determinó una nueva fórmula de cálculo del tipo de interés interbancario a año (Mibor), que entró en vigor el pasado 1 de enero, que dejaría de tener la consideración de tipo de referencia oficial del mercado hipotecario. Recientemente, la <i>CBE 1/2000, de 28 de enero</i>, ha ajustado el contenido de la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, a lo dispuesto en la citada Orden. En este sentido, la Circular relega el carácter oficial del Mibor a los préstamos hipotecarios formalizados antes del 1 de enero del año 2000, e introduce en su fórmula de cálculo las consideraciones establecidas en la OM de 1 de diciembre.</p> <p>BOLSAS DE VALORES: CONDICIONES PARTICULARES DE ADMISIÓN Y PERMANENCIA EN EL NUEVO MERCADO.— La OM de 22 de diciembre de 1999 creó un segmento especial de negociación en las bolsas de valores denominado «<i>Nuevo Mercado</i>», en el que se negociarían los valores de empresas de estos sectores innovadores, y previó que la CNMV establecería los criterios generales que deben cumplir los valores de una empresa que negocien en dicho mercado, así como las condiciones particulares de admisión y permanencia. Al objeto de dar cumplimiento a dicho mandato, la <i>CCNMV 1/2000, de 9 de febrero</i>, determinó el tipo de empresas a las que se dirige el nuevo mercado; las condiciones de admisión; los requisitos de información y transparencia de los emisores; las particularidades del procedimiento de admisión de valores, así como las condiciones específicas de contratación que han de establecer para la negociación de valores en dicho mercado.</p> <p>FIRMA ELECTRÓNICA: REGLAMENTO DE ACREDITACIÓN DE PRESTADORES DE SERVICIOS DE CERTIFICACIÓN Y DE CERTIFICACIÓN DE DETERMINADOS PRODUCTOS.— Mediante la <i>OM de 21 de febrero de 2000</i>, se aprobó el Reglamento de acreditación de prestadores de servicios de certificación y de certificación de determinados productos de firma electrónica. Regula el funcionamiento de los sistemas de acreditación y de certificación que giran en torno a tres clases de órganos, entidades u organismos: 1) los órganos competentes para la acreditación de prestadores y la emisión de certificados de confor-</p>

2000	
MARZO	<p>midad de productos de firma electrónica; 2) las entidades encargadas de evaluar y emitir informe o certificado, y 3) el organismo independiente al que se recomienda la acreditación de dichas entidades de evaluación, cuya designación se lleva a cabo en este Reglamento. La Secretaría General de Comunicaciones del Ministerio de Fomento (en adelante, la Secretaría) es el órgano competente para, salvaguardando la seguridad en las comunicaciones, acreditar a los prestadores de servicios de certificación y certificar los productos de firma electrónica que cumplan determinadas condiciones.</p> <p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: INVERSIÓN EN VALORES NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANOS.— La Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC, desarrollada reglamentariamente por el RD 1393/1990, de 2 de noviembre, estableció que estas entidades tendrían, al menos, el 90 % de su activo invertido en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en bolsa y otros activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente, de funcionamiento regular, y abiertos al público. Asimismo, señalaba que un mercado tendría estas características cuando así lo dispusiera el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV. En este sentido, la <i>OM de 10 de marzo de 2000</i>, sobre inversiones de las IIC en valores negociados en el mercado de valores latinoamericanos, consideró aptos los valores negociados en este mercado para la inversión del activo de las sociedades y fondos de inversión, por reunir dicho mercado los requisitos establecidos en la Ley 46/1984.</p>

2. ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
I. BANCO DE ESPAÑA		
<i>a) Régimen jurídico</i>		
Modificación del régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España	Nov 1999	Ene 2000
Modificación del Reglamento Interno	Feb 2000 Mar 2000	Abr 2000
<i>b) Instrumentación de la política monetaria</i>		
Operaciones de política monetaria	Jul 1999 Oct 1999	Oct 1999 Ene 2000
<i>c) Mercado de cambios y relaciones con el exterior</i>		
Nuevo régimen jurídico en materia de movimientos de capitales y de las inversiones exteriores	Abr 1999	Jul-ago 1999
<i>d) Otras funciones</i>		
Apertura de cuentas de valores entre la Central de anotaciones del Banco de España y los sistemas de compensación y liquidación de valores con sede en la Unión Europea	Mar 1999	Abr 1999
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: incorporación de nuevos documentos y actualización de determinados aspectos	May 1999 Jul 1999	Jul-ago 1999 Oct 1999
Central de Información de Riesgos		
II. ENTIDADES DE CRÉDITO		
Modificaciones de las normas de Transparencia de las operaciones y relaciones con la clientela	Mar 1999	Abr 1999
Transferencias bancarias	Abr 1999	Jul-ago 1999
Modificación de las normas de contabilidad y modelos de estados financieros	Ene 1999 Dic 1999	Abr 1999 Ene 2000
Índice «euribor» como nueva referencia para préstamos hipotecarios	Jun 1999 Ene 2000	Jul-ago 1999 Abr 2000
Modificación del régimen jurídico del Instituto de Crédito Oficial	Abr 1999	Jul-ago 1999
Nueva ley de cooperativas	Jul 1999	Oct 1999
Modificaciones en la determinación y control de los recursos propios mínimos	Dic 1999	Ene 2000
III. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
<i>a) Instituciones de inversión colectiva</i>		
Modificación de los Fondos de inversión colectiva	May 1999	Jul-ago 1999
Fondos de titulización de activos: convenios de promoción (FTPymes)	May 1999	Jul-ago 1999
Instituciones de inversión colectiva inmobiliarias	May 1999	Jul-ago 1999
Fondos de inversión: folletos e informes trimestrales	Ene 1999	Abr 1999
Código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión	Oct 1999	Ene 2000
Modificación del reglamento de planes y fondos de pensiones	Oct 1999	Ene 2000
Instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios	Oct 1999	Ene 2000
Inversión en valores negociados en el mercado de valores latinoamericanos	Mar 2000	Abr 2000

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
<i>b) Otras instituciones</i>		
Sociedades y servicios de tasación: información que deben rendir al Banco de España	Mar 1999	Abr 1999
Entidades de capital-riesgo: autorización de nuevas entidades, normas contables y obligaciones de información	Jun 1999 Sep 1999	Jul-ago 1999 Ene 2000
Establecimientos abiertos al público para cambio de moneda extranjera	Sep 1999	Oct 1999
IV. MERCADO DE VALORES		
<i>a) Mercado de deuda pública</i>		
Condiciones de emisión para 1999 y enero del 2000	Ene 1999	Abr 1999
Regulación de las figuras de «creador de mercado» y de «entidad negociante»	Feb 1999	Abr 1999
Condiciones de emisión para 1999 y enero del 2000	Ene 1999	Abr 1999
Emisión de notas cancelables a diez años	Ago 1999	Oct 1999
Modificación de la regulación de la figura de «creador de mercado»	Jul 1999	Oct 1999
<i>b) Otros mercados</i>		
Modificación del régimen de emisión de valores	May 1999	Jul-ago 1999
Folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores	Abr 1999	Jul-ago 1999
Normas de transparencia en las operaciones de los mercados oficiales de valores	Sep 1999	Oct 1999
Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores	Oct 1999	Ene 2000
Modificación de los requisitos de admisión a negociación en las bolsas de valores	Dic 1999	Ene 2000
Creación de un segmento especial de negociación en las bolsas de valores: nuevo mercado	Dic 1999 Feb 2000	Ene 2000 Abr 2000
V. NORMAS FISCALES		
Reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas	Feb 1999	Abr 1999
Renta de no residentes y otras normas tributarias	Feb 1999	Abr 1999
Obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria sobre determinadas operaciones de deuda del Estado. Obligaciones de colaboración de las entidades de crédito	Feb 1999	Abr 1999
Modificaciones de los reglamentos de los planes y fondos de pensiones, del impuesto sobre sociedades y otras normas tributarias	Feb 1999	Abr 1999
Fiscalidad de activos financieros	Dic 1999	Ene 2000
VI. OTRAS MATERIAS		
Medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia	Abr 1999	Jul-ago 1999
Firma electrónica	Sep 1999 Feb 2000	Oct 1999 Abr 2000
Presupuestos Generales del Estado para el año 2000	Dic 1999	Ene 2000
Medidas fiscales, administrativas y de orden social	Dic 1999	Ene 2000

ÍNDICES

Índice de cuadros

	<u>Páginas</u>
Cuadro I.1.	Principales indicadores de la economía española 17
Cuadro II.1.	Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido 33
Cuadro II.2.	Países con mercados emergentes: principales indicadores macroeconómicos 39
Cuadro II.3.	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro 44
Cuadro II.4.	Países de la UEM: crecimiento anual del PIB 45
Cuadro II.5.	Indicadores de aspectos estructurales 48
Cuadro III.1.	Principales agregados macroeconómicos 60
Cuadro III.2.	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales 61
Cuadro III.3.	Composición de los deflatores de la demanda final y del PIB 76
Cuadro III.4.	Medidas con efectos instantáneos sobre precios aplicadas en 1999 82
Cuadro III.5.	Principales operaciones no financieras de las AAPP (SEC-95) 83
Cuadro III.6.	Balanza de pagos: resumen 88
Cuadro IV.1.	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables 97
Cuadro IV.2.	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados 98
Cuadro IV.3.	Entidades de depósito. Estructura de balance y cuenta de resultados 102
Cuadro IV.4.	Fondos captados por otros intermediarios financieros 106
Cuadro IV.5.	Cuentas de utilización de renta, de capital y financieras. Economía nacional. Detalle por sectores (% del PIB) 109
Cuadro IV.6.	Empresas no financieras y familias. Operaciones financieras 113
Cuadro IV.7.	Cuenta financiera de la Balanza de Pagos 119

Índice de gráficos

	<u>Páginas</u>	
Gráfico I.1.	Índices de precios de consumo, tipos de interés y tipos de cambio en la UEM	16
Gráfico I.2.	PIB <i>per cápita</i> , productividad y tasa de ocupación: diferenciales de crecimiento entre España y la UE15	24
Gráfico I.3.	Características técnicas del proceso productivo. Sector privado (Crecimientos acumulados)	26
Gráfico I.4.	Precios y costes laborales: comparación internacional. Manufacturas (Crecimientos acumulados)	26
Gráfico II.1.	Estados Unidos: consumo privado y determinantes, productividad	34
Gráfico II.2.	Tipos de interés y tipos de cambio.	35
Gráfico II.3.	Mercados emergentes: tipos de cambio y Bolsas	40
Gráfico II.4.	Mercados emergentes: diferenciales de tipos de interés frente al dólar	41
Gráfico II.5.	UEM: composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo, el salario real y la productividad a lo largo del ciclo	46
Gráfico II.6.	UEM. Índices armonizados de precios de consumo	46
Gráfico II.7.	UEM: composición del ajuste presupuestario en 1998 y 1999 respecto a los ejercicios precedentes	47
Gráfico II.8.	Tipos de interés del Eurosistema	52
Gráfico II.9.	Tipos de interés en la zona del euro	54
Gráfico II.10.	Índices de los mercados bursátiles	55
Gráfico II.11.	Agregados monetarios y crediticios en la zona del euro. Tasas de variación interanuales	55
Gráfico III.1.	Consumo final de los hogares.	62
Gráfico III.2.	Inversión residencial	65
Gráfico III.3.	Inversión productiva privada	66
Gráfico III.4.	Demanda exterior y principales determinantes	68
Gráfico III.5.	Índices de competitividad	69
Gráfico III.6.	Crecimiento real y principales magnitudes del mercado de trabajo.	71
Gráfico III.7.	Valor añadido bruto, empleo y productividad	72
Gráfico III.8.	Empleo y paro	73
Gráfico III.9.	Deflatores del PIB y de la demanda final. Tasas de variación interanual.	76
Gráfico III.10.	Formación de precios	78
Gráfico III.11.	Deflatores de la demanda final	80
Gráfico III.12.	Descomposición de la variación del déficit de las AAPP (SEC-95)	84
Gráfico III.13.	Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación.	87
Gráfico III.14.	Balanza por cuenta corriente y balanza de capital	88
Gráfico IV.1.	Rentabilidad de la deuda pública	95
Gráfico IV.2.	Entidades de depósito	104

	<u>Páginas</u>
Gráfico IV.3.	Tipos de interés bancarios. Bancos y cajas de ahorros..... 105
Gráfico IV.4.	Inversores institucionales..... 108
Gráfico IV.5.	Ahorro financiero neto 110
Gráfico IV.6.	Ahorro, inversión y financiación de las familias y empresas no financieras . 112
Gráfico IV.7.	Riqueza financiera de las empresas no financieras 114
Gráfico IV.8.	Riqueza financiera de las familias 116
Gráfico IV.9.	Ahorro, inversión y financiación de las Administraciones Públicas 117

Índice de recuadros

	<u>Páginas</u>
Recuadro I.1. Crecimiento, productividad y tecnologías de la información en Estados Unidos y Europa	15
Recuadro I.2. Evolución de las condiciones monetarias y financieras en España	19
Recuadro I.3. Medidas estructurales y de liberalización de los mercados de bienes y servicios en 1999	25
Recuadro II.1. La situación patrimonial de las familias norteamericanas	37
Recuadro II.2. Evolución reciente de los precios del petróleo	43
Recuadro II.3. La evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro	53
Recuadro III.1. La reforma del IRPF	63
Recuadro III.2. El efecto de las medidas de fomento del empleo estable	75
Recuadro III.3. La inflación subyacente en 1999	81
Recuadro III.4. El SEC-95 y la medición del déficit de las Administraciones Públicas	85
Recuadro IV.1. Los nuevos mercados bursátiles: mercados para las empresas de rápido crecimiento	101
Recuadro IV.2. Las principales diferencias entre la actividad de los grupos bancarios y la de sus bancos matrices	107
Recuadro IV.3. Implicaciones para el análisis monetario y financiero de las cuentas financieras según el SEC-95	111
Recuadro IV.4. Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999 .	115

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

Consejo de gobierno

<i>GOBERNADOR</i>	Luis Ángel Rojo
<i>SUBGOBERNADOR</i>	Miguel Martín
<i>CONSEJEROS</i>	Eduardo Bueno José M. González-Páramo Jesús Leguina Joaquín Muns Jaime Requeijo Julio Segura
<i>DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA</i> (Sin voto en asuntos de política monetaria)	Gloria Hernández
<i>VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES</i> (Sin voto en asuntos de política monetaria)	Luis Ramallo
<i>DIRECTORES GENERALES DEL BANCO</i> (Con voz y sin voto)	Luis M. Linde Gonzalo Gil José L. Malo de Molina Raimundo Poveda Jaime Caruana
<i>SECRETARIO</i> (Con voz y sin voto)	José R. Del Caño
<i>REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO</i> (Con voz y sin voto)	José M ^a Penela

Comisión ejecutiva

GOBERNADOR

Luis Ángel Rojo

SUBGOBERNADOR

Miguel Martín

CONSEJEROS

José M. González-Páramo
Julio Segura

DIRECTORES GENERALES

(Con voz y sin voto)

Luis M. Linde
Gonzalo Gil
José L. Malo de Molina
Raimundo Poveda
Jaime Caruana

SECRETARIO

(Con voz y sin voto)

José R. Del Caño

PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

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

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

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (en disquetes, mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

MONOGRAFÍA ANUAL

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPIACIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992).
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
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.)

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

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

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).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 9713 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: The balance-sheet transmission channel of monetary policy: The cases of Germany and Spain.
- 9714 OLYMPIA BOVER: Cambios en la composición del empleo y actividad laboral femenina.
- 9715 FRANCISCO DE CASTRO AND ALFONSO NOVALES: The joint dynamics of spot and forward exchange rates.
- 9716 JUAN CARLOS CABALLERO, JORGE MARTÍNEZ Y M^a TERESA SASTRE: La utilización de los índices de condiciones monetarias desde la perspectiva de un banco central.
- 9717 JOSÉ VIÑALS Y JUAN F. JIMENO: El mercado de trabajo español y la Unión Económica y Monetaria Europea.
- 9718 SAMUEL BENTOLILA: La inmovilidad del trabajo en las regiones españolas.
- 9719 ENRIQUE ALBEROLA, JUAN AYUSO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: When may peseta depreciations fuel inflation?
- 9720 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: The back calculation of nominal historical series after the introduction of the european currency (An application to the GDP).
- 9721 UNA-LOUISE BELL: A comparative Analysis of the Aggregate Matching Process in France, Great Britain and Spain.
- 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.)
- 9726 FRANCISCO ALONSO, JUAN AYUSO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: How informative are financial asset prices in Spain?
- 9727 JAVIER ANDRÉS, RICARDO MESTRE AND JAVIER VALLÉS: Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
- 9728 JUAN J. DOLADO, JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO AND JOSÉ VIÑALS: A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.
- 9801 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA PEREA, ALBERTO URTASUN Y JESÚS BRIONES: Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
- 9802 PILAR ÁLVAREZ CANAL: Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 ÁNGEL ESTRADA Y ALBERTO URTASUN: Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 SOYOUNG KIM: Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 OLYMPIA BOVER, PILAR GARCÍA-PEREA AND PEDRO PORTUGAL: A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 PABLO HERNÁNDEZ DE COS E IGNACIO HERNANDO: El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 SOYOUNG KIM: Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y ALICIA SANCHÍS: Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 JOSÉ VIÑALS: The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 JUAN AYUSO, GRACIELA L. KAMINSKY AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 ROBERTO BLANCO: Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibx 35 y el mercado al contado.
- 9816 M^a CRUZ MANZANO E ISABEL SÁNCHEZ: Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, EMILIO MUÑOZ AND JUAN PEÑALOSA: The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ Y JAVIER SANTILLÁN FRAILE: El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 EVA ORTEGA: The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 EVA ORTEGA: Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
- 9821 EVA ORTEGA: Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 CORAL GARCÍA Y ESTHER GORDO: Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 ENRIQUE ALBEROLA-ILA AND TIMO TYRVÄINEN: Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 CONCHA ARTOLA E ISABEL ARGIMÓN: Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.
- 9825 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO: Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 OLYMPIA BOVER Y RAMÓN GÓMEZ: Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 IGNACIO HERNANDO Y JOSEP A. TRIBÓ: Relación entre contratos laborales y financieros: Un estudio teórico para el caso español.

- 9905 CRISTINA MAZÓN AND SOLEDAD NÚÑEZ: On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 NADINE WATSON: Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 JOSÉ VIÑALS: El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.
- 9908 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Learning about migration decisions from the migrants.
- 9909 OLYMPIA BOVER AND PILAR VELILLA: Migrations in Spain: Historical background and current trends.
- 9910 FERNANDO RESTOY: Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.
- 9911 LUIS J. ÁLVAREZ AND M^a DE LOS LLANOS MATEA: Underlying inflation measures in Spain.
- 9912 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Estimation of the business cycle: a modified Hodrick-Prescott filter.
- 9913 ENRIQUE ALBEROLA AND JOSÉ MANUEL MARQUÉS: On the relevance and nature of regional inflation differentials: The case of Spain.
- 9914 AGUSTÍN MARAVALL: An application of tramo and SEATS. Report for the «Seasonal Adjustment Research Appraisal» project.
- 9915 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal outliers in time series.
- 9916 ENRIQUE ALBEROLA AND HUMBERTO LÓPEZ: Internal and external exchange rate equilibrium in a cointegration framework. An application to the Spanish Peseta.
- 9917 JOSÉ VIÑALS AND JAVIER VALLÉS: On the real effects of monetary policy: A central banker's view.
- 9918 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Short-term and long-term trends, seasonal adjustment, and the business cycle.
- 9919 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: Intertemporal substitution and the liquidity effect in a sticky price model.
- 9920 J. ANDRÉS, I. HERNANDO AND J. D. LÓPEZ-SALIDO: The role of the financial system in the growth-inflation link: The OECD experience.
- 9921 ÁNGEL ESTRADA AND IGNACIO HERNANDO: Microeconomic price adjustments and inflation: Evidence from Spanish sectoral data.
- 9922 CONCHA ARTOLA AND UNA-LOUISE BELL: Identifying Labour Market Dynamics using Labour Force Survey Data.
- 9923 JUAN AYUSO AND ROBERTO BLANCO: Has financial market integration increased during the nineties?
- 9924 IGNACIO FUENTES AND TERESA SASTRE: Mergers and acquisitions in the Spanish Banking industry: some empirical evidence.
- 0001 GEORGES SIOTIS: Market power, total factor productivity growth, and structural change. An illustration for Spain, 1983-1996.
- 0002 ALBERTO CABRERO: Seasonal adjustment in economic time series: The experience of the Banco de España (with the model-based method).
- 0003 LUIS GORDO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El sistema de financiación vigente para el período 1997-2001. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 0004 J. ANDRÉS, F. BALLABRIGA AND J. VALLÉS: Monetary Policy and Exchange Rate Behavior in the Fiscal Theory of the Price Level.

EDICIONES VARIAS (1)

- 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. 6.000 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 8.000 PTA (*).
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.080 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3^a ed. (1994). 6.000 PTA (*).
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 520 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 832 PTA (*).
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 1.040 PTA (*).
- RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (***).
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).
- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (*).
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).
- SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^a ed. (1999). 6.000 PTA (*).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA (*).
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999)(**).
- BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 2.000 PTA (*).
- PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 1.500 PTA (*).

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

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

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

Informe anual (ediciones en español e inglés):

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

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

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

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

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

Central de Anotaciones en Cuenta:

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

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

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

Economic bulletin (3):

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

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

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

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.

Memoria del Servicio de Reclamaciones

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

Ediciones varias (7).

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

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