

BANCO DE ESPAÑA

informe anual

1998

informe anual

1998

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 1999

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

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	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	OIFCEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGT	Dirección General de Tráfico	OIFCEMEN	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.

Índice general

	<u>Páginas</u>
CAPÍTULO I	
RASGOS BÁSICOS	
I.1. La culminación de la convergencia	11
I.2. La transición a la política monetaria única	16
I.3. El comienzo de la participación de España en la UEM	20
CAPÍTULO II	
EL ÁREA DEL EURO Y EL ENTORNO EXTERIOR	
II.1. Introducción	31
II.2. El entorno exterior del área del euro	32
II.2.1. Los países desarrollados: Estados Unidos, Japón y el Reino Unido	32
II.2.2. Las economías emergentes	37
II.2.2.1. Las economías emergentes en Asia y Europa	37
II.2.2.2. Las economías latinoamericanas	40
II.3. El área del euro	41
II.3.1. Las condiciones económicas del área del euro	41
II.3.2. Las políticas económicas del área del euro	47
II.3.3. Las condiciones monetarias y financieras en el área del euro	48
II.4. La situación económica y la política monetaria al comienzo de la UEM	50
II.5. El marco estratégico y operativo de la política monetaria del eurosistema	52
CAPÍTULO III	
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	
III.1. Introducción	59
III.2. La demanda	59
III.2.1. La demanda nacional	60
III.2.2. La demanda exterior	66
III.3. Producto y empleo	69
III.3.1. La producción y el empleo en las distintas ramas productivas	70
III.3.2. El mercado de trabajo	71

	<u>Páginas</u>
III.4. Precios y costes	72
III.4.1. Los costes y la formación de precios	73
III.4.2. La formación de precios en las ramas productivas	74
III.4.3. Los deflatores de la demanda final	76
CAPÍTULO IV	
LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y LOS FLUJOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS	
IV.1. Introducción	81
IV.2. Las políticas macroeconómicas	85
IV.2.1. La política fiscal	85
IV.2.2. La política monetaria	88
IV.3. Los mercados financieros	90
IV.4. Los intermediarios financieros	96
IV.4.1. Las entidades de depósito	98
IV.4.2. Otros intermediarios financieros	101
IV.5. El ahorro y los flujos económicos y financieros	105
IV.5.1. Empresas y familias	105
IV.5.2. Administraciones Públicas	111
IV.5.3. Ahorro y necesidad de financiación de la economía: la balanza de pagos ..	112
BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA	117
ANEJO LEGISLATIVO	123
ÍNDICES	
ÍNDICE DE CUADROS	155
ÍNDICE DE GRÁFICOS	157
ÍNDICE DE RECUADROS	159
COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA	
CONSEJO DE GOBIERNO	163
COMISIÓN EJECUTIVA	164
ORGANIGRAMA GENERAL	165

CAPÍTULO I

RASGOS BÁSICOS

I.1. LA CULMINACIÓN DE LA CONVERGENCIA

El año 1998 ha tenido una importancia singular para la economía española. En el mes de mayo se aprobó la participación de España —junto con otros diez países europeos— en la Unión Económica y Monetaria (UEM). La incorporación al núcleo de fundadores de la UEM —tras haber cumplido satisfactoriamente los criterios de convergencia establecidos— ha supuesto un éxito muy importante que amplía las posibilidades de aproximar el nivel de vida de la sociedad española al existente en las economías más avanzadas de la Unión. El grado de convergencia nominal conseguido supone un paso adelante en esa dirección, del que ya se están percibiendo sus efectos beneficiosos, aunque para progresar en la convergencia real serán necesarios nuevos esfuerzos que prolonguen la adaptación de la estructura productiva y de las instituciones económicas a las condiciones del nuevo marco.

El logro de la convergencia nominal ha venido acompañado, además, por un elevado crecimiento del producto interior bruto (PIB) y del empleo, una situación de equilibrio en las cuentas exteriores y un recorte adicional del déficit público. Este balance se vio inicialmente favorecido por el contexto de recuperación de las economías europeas que prevaleció en la primera parte de 1998. Sin embargo, a partir del verano el clima externo empezó a hacerse crecientemente adverso como consecuencia, principalmente, del desencadenamiento de la crisis rusa y de su contagio a otros países en transición de la antigua Unión Soviética y a algunas economías emergentes, especialmente de Latinoamérica, lo que generó una gran inestabilidad en los mercados internacionales. Además, se produjo un deterioro adicional de la economía japonesa sin que las economías del sudeste asiático dieran muestras claras de recuperación. La acumulación de todos estos problemas cambió drásticamente las perspectivas de cre-

cimiento mundial y se hizo notar con intensidad en algunas economías europeas mediante un descenso de las exportaciones y una pérdida de confianza del sector empresarial.

En España, la culminación de la convergencia nominal con los países de la Unión Europea (UE), que se ha visto progresivamente afianzada desde 1997, ha sido el resultado de un proceso largo y complejo que empezó a hacerse más apremiante con la puesta en marcha del proyecto de unión monetaria y la firma del Tratado de la Unión Europea (TUE), en 1992, en el que se establecieron unos determinados requisitos de equilibrio macroeconómico —tasa de inflación y tipos de interés alineados con los de los países más estables del área, sostenibilidad de las finanzas públicas y estabilidad del tipo de cambio—, para poder entrar a formar parte del grupo de países fundadores de la misma. La trayectoria seguida para cumplir esos requisitos fue inicialmente accidentada, estuvo acompañada de gran incertidumbre y turbulencias considerables y requirió un cambio de orientación en la combinación de las políticas económicas con el fin de alcanzar la coherencia necesaria con los objetivos de estabilidad perseguidos. La corrección de los desequilibrios comenzó con lentitud, pero adquirió rapidez en los últimos años a medida que fue aumentando la credibilidad de las políticas económicas instrumentadas: tanto la monetaria, especialmente a partir de la autonomía del Banco de España y del establecimiento de un esquema de objetivos directos de inflación, como la fiscal, a través de la aplicación de mecanismos eficaces de reducción del gasto público y de la mejora en su control y gestión.

Gracias al esfuerzo de disciplina económica realizado, España logró cumplir los criterios establecidos para la entrada en la UEM. La reducción de la tasa de inflación, acompañada de un descenso paralelo de las perspectivas de crecimiento de los precios, y la estabilidad del tipo de cambio hicieron posibles reducciones signifi-

cativas de los tipos de interés, y todo ello favoreció, en un marco de política presupuestaria orientada a la reducción del déficit público, la consolidación de un proceso de crecimiento sostenido, basado en el aumento de la inversión privada y de la exportación. La superación del examen de los requisitos de convergencia, que se realizó a partir de las cifras correspondientes a 1997, estableció un nuevo marco para la política económica de 1998: lograda la convergencia, el objetivo debía ser mantener la estabilidad alcanzada y facilitar la transición a la etapa de funcionamiento pleno de la UEM, que debía iniciarse en 1999. Cabía esperar que el mantenimiento de la estabilidad se viese favorecido, en las nuevas condiciones, por el ajuste de las expectativas de inflación y por los elementos estabilizadores incorporados en la actuación del sector público como consecuencia del saneamiento realizado; no obstante, para que esos mecanismos operasen era imprescindible que las políticas económicas siguieran siendo coherentes con dicho objetivo.

El diseño y la ejecución de la política monetaria en 1998 estuvieron básicamente determinados por la necesidad de mantener tasas de inflación reducidas y de facilitar, simultáneamente, la convergencia de los tipos de interés hacia el nivel que debería constituir el punto de partida de la política monetaria única. A pesar de la incertidumbre que existió durante gran parte del año sobre el nivel de tipos de interés al que se realizaría dicha convergencia, en el caso de España era seguro que ello implicaría un descenso de cuantía importante. Dada esta situación, el Banco de España decidió administrar con cautela los recortes de sus tipos, con el fin de que fueran compatibles con el control de la inflación y con una evolución estable del tipo de cambio de la peseta cerca de su paridad central en el Sistema Monetario Europeo (SME). Aunque la crisis financiera internacional llegó a afectar a los mercados españoles en los meses de verano, dando lugar a descensos en los índices de cotización bursátil y a moderados incrementos de los diferenciales de tipos de interés a más largo plazo con Alemania, estos efectos resultaron ser transitorios. El año finalizó en una situación de estabilidad financiera y el nivel de convergencia de los tipos de interés a corto plazo se situó en el 3 %, inferior al esperado a lo largo del año, como consecuencia del descenso de la inflación en el área del euro y del deterioro de las expectativas de crecimiento del conjunto de la zona, motivado, principalmente, por la crisis internacional.

El control de la inflación ha sido el elemento clave en la configuración del nuevo marco de equilibrio macroeconómico. En el caso español, la inflación había estado fuertemente arraigada

en el comportamiento de los agentes económicos y en los propios mecanismos institucionales de funcionamiento de la economía. La modificación de estos condicionamientos ha requerido un dilatado esfuerzo para hacer creíble la orientación estabilizadora de la política económica. El progreso de los últimos años ha sido muy importante: después de que la tasa de inflación, medida por el índice de precios de consumo (IPC), quedara situada en el 2 % en 1997, en 1998 registró una reducción adicional, cerrándose el año con un incremento medio del IPC del 1,8 % y una tasa interanual en diciembre del 1,4 % (véase cuadro I.1). Aunque estos niveles constituyen los mínimos históricos y son compatibles con la definición cuantitativa de la estabilidad de los precios adoptada por el Banco Central Europeo (BCE), las políticas que sustentan la configuración de un entorno de baja inflación necesitan ser reforzadas, con el fin de asegurar la perdurabilidad de la nueva situación.

Entre los factores que ayudan a explicar el buen comportamiento de los precios en 1998 destaca la moderación de los incrementos salariales. Apoyados en el descenso de las expectativas de inflación, que se han ido acomodando a unos objetivos de inflación cada vez más ambiciosos, los salarios nominales, que ya habían experimentado una desaceleración sustancial en 1997, volvieron a reducir su ritmo de crecimiento en 1998. Aun así, los crecimientos salariales pactados en convenios colectivos (del 2,6 %, en media) se situaron por encima de la inflación prevista (un 2,1 %, según el presupuesto de 1998), incorporando una ganancia de poder adquisitivo que se vio incrementada por el hecho de que la inflación registrada fuese finalmente inferior a la prevista. En todo caso, el aumento de los salarios reales no superó el avance en la productividad del trabajo. El efecto beneficioso de la moderación salarial sobre los precios estuvo acompañado de otros factores con gran influencia en los precios de consumo, entre los que cabe citar el comportamiento moderado de los precios agrícolas, y, más importante, el efecto bajista ejercido por los precios exteriores, a través de los descensos experimentados por los precios de las materias primas y del petróleo, y de una evolución estable de los precios de los productos comerciables, en general. No obstante, el comportamiento de los precios en 1998, a pesar de los buenos registros alcanzados, presentó también algunos rasgos preocupantes, como el mantenimiento de tasas muy diferentes de variación entre diferentes grupos de productos y, en especial, entre las manufacturas y los servicios, prolongando la dualidad que ha venido caracterizando a la formación de precios en la economía española desde la década pasada.

Principales variables macroeconómicas

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
DEMANDA Y PRODUCTO A PRECIOS CONSTANTES (a):								
Consumo privado	2,9	2,2	-2,2	0,9	1,6	2,0	3,1	3,8
Consumo público	5,6	4,0	2,4	-0,3	1,8	0,9	1,4	1,6
Formación bruta de capital	1,1	-3,9	-14,0	3,8	8,9	1,2	3,6	10,0
Exportaciones de bienes y servicios	7,9	7,4	8,5	16,7	10,0	10,6	14,8	7,8
Importaciones de bienes y servicios	9,0	6,9	-5,2	11,3	11,0	7,4	12,2	10,6
Producto interior bruto	2,3	0,7	-1,2	2,3	2,7	2,4	3,5	3,8
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (a):								
Empleo total	1,0	-1,5	-2,9	-0,5	1,8	1,5	2,7	3,3
Remuneración por asalariado	9,5	10,4	6,8	2,8	3,0	3,9	2,3	1,8
Costes laborales unitarios	8,1	8,0	4,9	0,0	2,1	2,9	1,5	1,3
Deflactor del PIB	7,1	6,9	4,3	4,0	4,8	3,2	2,0	2,2
Índice de precios de consumo (media anual)	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8
Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	5,5	5,3	4,9	4,3	4,3	3,2	2,0	1,4
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (b):								
Ahorro de los sectores residentes (c)	21,5	19,6	19,4	19,2	22,3	22,0	22,2	22,5
<i>Administraciones Públicas (c)</i>	0,3	-0,1	-3,0	-2,5	-3,7	-1,6	0,4	1,5
Inversión de los sectores residentes	24,6	22,6	19,9	20,1	21,1	20,6	20,7	21,6
<i>Administraciones Públicas</i>	4,8	4,0	4,1	3,9	3,6	3,1	3,0	3,3
Capacidad (+) o necesidad (-)								
de financiación nacional sec. res.	-3,1	-3,0	-0,5	-0,9	1,1	1,3	1,6	0,9
<i>Administraciones Públicas</i>	-4,5	-4,1	-7,0	-6,4	-7,3	-4,7	-2,6	-1,8
Deuda bruta de las AAPP (d)	45,6	48,0	60,1	62,6	65,5	70,1	68,8	65,6
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS (a):								
ALP	11,8	6,3	7,7	7,6	10,0	7,2	5,1	1,5
ALPF (e)	12,9	9,6	7,6	10,2	7,3	9,1	9,1	6,8
M2	15,3	5,6	0,1	8,2	4,0	4,9	10,8	11,1
Crédito interno a empresas y familias	11,1	8,1	4,6	2,9	6,9	7,9	11,2	14,1
Crédito interno a Administraciones Públicas	5,5	3,6	10,8	10,4	22,8	7,1	2,2	-8,7
Financiación total a Administraciones Públicas (f)	13,9	15,1	15,4	16,8	15,9	12,1	9,6	4,1
TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO (g):								
Tipo de intervención del Banco de España	13,2	12,8	11,3	7,7	8,8	7,5	5,4	4,2
Tipo de la deuda pública a diez años	...	11,7	10,2	10,0	11,3	8,7	6,4	4,8
Tipo sintético del crédito bancario	16,2	15,6	14,5	10,7	11,5	9,7	7,2	5,9
Tipo de cambio peseta/marco	62,6	65,6	76,9	82,6	87,0	84,2	84,5	84,9
Tipo de cambio efectivo nominal								
(países desarrollados)	100,2	98,0	86,6	80,8	80,3	80,9	77,2	76,9
Tipo de cambio efectivo real								
(países desarrollados)	101,5	101,2	90,6	86,3	87,5	89,3	85,4	85,3

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.

(c) Incluye transferencias netas de capital recibidas.

(d) En porcentaje del PIB_{pm} (Directiva PNB).

(e) Incluye todos los ALP —excepto los emitidos por las AAPP— más la parte del patrimonio de los fondos de inversión que no está incluida en ALP.

(f) Incluye el crédito interno a AAPP, las colocaciones de deuda pública entre el público residente y no residente y la financiación exterior directa.

(g) Niveles.

La continuidad del proceso de reducción del déficit público se vio favorecida por la estabilidad de precios y los bajos tipos de interés en un entorno de crecimiento elevado del PIB. El déficit de las Administraciones Públicas se redujo desde el 2,6 %, alcanzado en 1997, hasta el 1,8 %, resultado en el que confluyeron diversos elementos. La disminución de los tipos de interés y el menor endeudamiento público determinaron una reducción de los pagos por intereses. A ello se sumó el moderado avance de aquellas partidas del gasto que están indicadas con la inflación prevista en los presupuestos —inferior a la de los Presupuestos de 1997— y el continuado control de otras partidas de gasto corriente, como el consumo público; finalmente, el crecimiento económico permitió un nuevo retroceso de los gastos derivados del desempleo. En conjunto, el gasto de las Administraciones Públicas redujo su peso en el PIB en 0,5 puntos porcentuales, a pesar de que la inversión pública creció sustancialmente por encima del producto, dando lugar a una recomposición del gasto favorecedora del potencial de crecimiento de la economía. Por el lado de los ingresos, se produjo un avance intenso de los ingresos impositivos, especialmente de aquellos más relacionados con la actividad. La influencia moderadora que sobre algunas rúbricas del gasto público ejerce el descenso de la inflación junto con los efectos cíclicos derivados del dinamismo económico, que tienden a favorecer la recaudación impositiva y a aminorar la cuantía de algunos gastos de transferencia, facilitan la tarea de reducir el déficit público, haciendo patentes los beneficios que en este terreno vienen a añadirse al ahorro generado por el descenso de los tipos de interés cuando la economía logra mantenerse en una fase de expansión con estabilidad de precios.

En términos generales, puede considerarse que la política fiscal tuvo en 1998 un carácter moderadamente restrictivo, tras el gran esfuerzo de consolidación realizado en los dos años anteriores. Ello, unido al aumento del ahorro público y a la reducción de las necesidades de financiación del sector que el propio proceso de consolidación fiscal genera, contribuyó a sostener el clima de confianza en la economía española, a facilitar el recorte adicional de los tipos de interés que tuvo lugar a lo largo del año, y, en definitiva, siguió favoreciendo un entorno adecuado al desarrollo de la inversión productiva por parte del sector privado.

El contexto macroeconómico que se acaba de describir de bajos tipos de interés, estabilidad de precios, orientación equilibrada de las políticas económicas y aumento de la confianza por la entrada de España en la UEM fue propicio para la expansión del gasto de empresas y

familias. Todo ello dio lugar a un crecimiento del PIB en 1998 del 3,8 %, el más elevado de la década, y a una fuerte generación de empleo, que alcanzó una tasa de variación del 3,3 %, culminando un período de progresiva recuperación de la economía, que se había iniciado en 1994. El mayor gasto del sector privado pudo financiarse sin problemas con los recursos generados por los distintos sectores económicos y fue compatible con el mantenimiento del equilibrio de las cuentas exteriores.

El gasto de las familias en bienes y servicios de consumo y en vivienda se fortaleció en 1998, respaldado por el elevado crecimiento de la renta disponible en términos reales —del 3,4 %— y por el aumento en los niveles de confianza de los consumidores. El notable incremento de la capacidad de gasto de las familias fue consecuencia, principalmente, de la creación de empleo y del aumento de los salarios reales. Además, los recortes de los tipos de interés continuaron teniendo un efecto expansivo sobre el consumo, especialmente el de bienes duraderos, y la inversión residencial. La confianza de los consumidores mejoró notablemente a lo largo del año, reflejando las buenas perspectivas que se iban confirmando para la economía española; aunque esta evolución alcista se vio frenada por las turbulencias financieras experimentadas en los meses de verano, el indicador se estabilizó en niveles máximos en los meses finales de 1998 y al inicio de 1999. En cualquier caso, el perfil de crecimiento estable del consumo a lo largo del año parece sugerir que el freno en la mejora de los niveles de confianza y un cierto enfriamiento de las expectativas económicas, a raíz del agravamiento de la crisis internacional, moderaron su impulso en la segunda mitad del año, aunque este se cerró con un incremento medio del 3,8 %.

Las perspectivas de aumento de la demanda de las empresas se tradujeron en un crecimiento sustancial de la inversión privada. El sector empresarial ha afrontado el actual ciclo expansivo tratando de hacer compatible el gasto en ampliación de la capacidad productiva con un saneamiento intenso de su posición financiera, lo que ha repercutido en una sensible mejora de la rentabilidad del sector. No ha sido ajeno a esta mejora el recorte que han experimentado, a lo largo de varios años, los gastos financieros de las empresas, propiciado por los descensos en los tipos de interés y por el menor flujo de endeudamiento. En estas condiciones de saneamiento financiero de las empresas y de elevados niveles de ahorro en otros sectores de la economía, el desarrollo de proyectos de inversión se vio impulsado por unas perspectivas de demanda elevadas al inicio de 1998, lo que explica las fuertes tasas de cre-

cimiento experimentadas por la inversión en equipo en ese período. A medida que transcurre el año, se hizo patente una progresiva desaceleración de las ventas y del valor añadido de las empresas, especialmente de las manufactureras, ligada a la crisis de los mercados exteriores. Esto, junto con la tendencia a la estabilización —dentro de tasas elevadas— del gasto de los consumidores y al empeoramiento de las perspectivas de demanda derivado de la crisis, dio lugar a un descenso de las expectativas empresariales en la industria y a una desaceleración de la inversión productiva; no obstante, en términos de media anual, la inversión en bienes de equipo se incrementó cerca del 13 % en 1998.

La demanda de empresas y familias tuvo, por tanto, una evolución expansiva durante el pasado año —la demanda nacional se aceleró desde el 2,9 % en 1997 hasta el 4,9 % en 1998— que contribuyó a que se modificara, hasta cierto punto, el patrón de crecimiento, que se había observado en años anteriores, basado en mayor medida en la inversión productiva y en la exportación. El cambio de composición del crecimiento fue debido también a la desaceleración que experimentaron las exportaciones de bienes y servicios (su tasa de crecimiento pasó del 14,8 % en 1997 al 7,8 % en 1998). Al comienzo del año, las ventas al exterior todavía conservaban un empuje importante, a pesar de que ya habían comenzado a sentirse los efectos de la crisis financiera sufrida por las economías asiáticas en 1997. Sin embargo, al avanzar 1998 las exportaciones a las diferentes áreas geográficas se fueron resintiendo a medida que la crisis las iba alcanzando, y en el cuarto trimestre del año incluso las ventas al resto de la UE se redujeron. Esta evolución de las exportaciones ha podido verse influida también por la pérdida de competitividad de los productos españoles en terceros mercados, derivada de las devaluaciones que sufrieron las monedas de algunos de los países más afectados por la crisis y que compiten con España en ciertas gamas de productos.

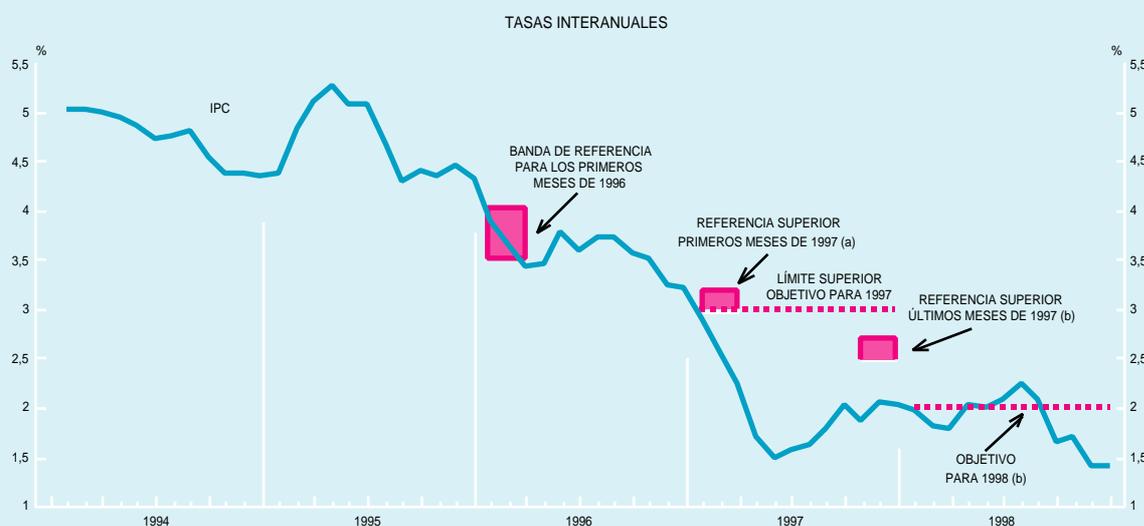
Desde el punto de vista interno, las actividades más afectadas por el debilitamiento del entorno exterior fueron las manufactureras. La crisis internacional, además de inducir una desaceleración de la actividad y un descenso en las expectativas de demanda en la industria, produjo una sustancial desaceleración de los precios de los productos comerciables, que obligó al sector manufacturero español a moderar sus aumentos de precios. Frente a esta desaceleración de los precios finales, los costes laborales unitarios en las manufacturas experimentaron un cierto repunte, a pesar de los menores incrementos de salarios en convenio, y los márgenes de explotación tendieron a atenuar su crecimiento.

Sin embargo, frente a esta evolución de los márgenes, los gastos financieros volvieron a experimentar un descenso importante en 1998 y la rentabilidad de las empresas manufactureras siguió creciendo, alcanzando unos niveles muy elevados.

La expansión de la economía española en los últimos años ha venido manteniendo un carácter equilibrado que ha facilitado su sostenimiento. Sin embargo, el cambio en la composición de la demanda que tuvo lugar en 1998 —a favor del consumo y de la construcción y en contra de las exportaciones y la inversión— y que se acentuó a partir del otoño —debido a la fuerte desaceleración de las exportaciones—, de prolongarse, podría redundar, a medio plazo, en una menor expansión de la capacidad productiva y en una mayor presión sobre los precios. Por el momento, el debilitamiento de la demanda exterior y, en menor medida, de la inversión en equipo se han traducido en una desaceleración del PIB que tras comenzar el año 1998 en tasas interanuales del 3,9 %, lo concluyó con un crecimiento interanual del 3,6 % en el cuarto trimestre. El deterioro de las exportaciones ha dado lugar, además, a un aumento del déficit comercial, que ha incidido en una fuerte reducción del superávit por cuenta corriente. Por otra parte, los precios de consumo, tras cerrar el año pasado en una tasa interanual del 1,4 %, han experimentado un rebrote en los primeros meses de este año, alcanzando el 2,4 % en abril, como consecuencia de la recuperación alcista de los precios energéticos, de los incrementos de algunos precios alimenticios y de la persistencia de tasas de inflación sistemáticamente más elevadas en los servicios.

De acuerdo con las últimas previsiones, para el conjunto de 1999, cabe esperar que la exportación comience a recuperarse en el transcurso del segundo semestre, deteniendo su pérdida de peso en el PIB, mejorando las expectativas de inversión y conteniendo el deterioro del saldo comercial. De esta forma, aunque se desacelere ligeramente, el PIB volverá a crecer en 1999 por encima de la media europea, dando lugar a un nuevo avance del empleo. Por lo demás, una vez superados los episodios de aumento de los precios alimenticios, normalmente los más variables junto con los energéticos, la tasa de inflación debería pasar a reflejar, en mayor medida, el comportamiento de los factores más estables que determinan la formación de los precios, en particular, la desaceleración salarial y la moderación de los precios exteriores, siempre y cuando el rebrote experimentado por los precios del petróleo a comienzos de 1999 no se acentúe y se confirme la suave desaceleración del consumo.

Inflación interanual Objetivos y referencias



Fuente: Banco de España.

- (a) El ritmo de crecimiento del IPC debía situarse, en los primeros meses de 1997, en tasas próximas al 3 %.
 (b) La tasa interanual de inflación debería estar, al final de 1997, próxima al 2,5%, y cerca del 2% a lo largo de 1998.

I.2. LA TRANSICIÓN A LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

El año 1998 ha sido también singular porque ha supuesto un cambio trascendental en el régimen de política monetaria. En 1998 finalizó un período de cuatro años en el que la política monetaria se había venido instrumentando en un régimen de autonomía plena, de acuerdo con lo estipulado en el Estatuto de Autonomía otorgado al Banco de España en junio de 1994. La culminación de ese período ha dado paso a una nueva etapa de política monetaria única en el conjunto de la zona del euro, diseñada y ejecutada por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

La política monetaria instrumentada a lo largo de estos últimos cuatro años ha contribuido, en colaboración con el resto de políticas económicas, a la desaceleración de las perspectivas de inflación y, en definitiva, a la consecución de la convergencia nominal. La adopción a partir de 1995 de un esquema de objetivos directos de inflación encaminado a lograr la estabilidad de precios a medio plazo ha desempeñado un papel importante en la consecución de estos logros. A lo largo de estos años se fueron cumpliendo las referencias y objetivos de inflación establecidos sucesivamente por el Banco de España, lo que permitió concluir el año 1998 en una situación de práctica estabilidad de precios —véase gráfico I.1—. El éxito de esta estrate-

gia se ha debido, en gran medida, a su capacidad para influir sobre las expectativas de precios de los agentes económicos, aunque la contribución de otros factores, como una combinación de políticas económicas más adecuada o ciertos cambios estructurales que han tendido a flexibilizar la economía española, ha sido indispensable.

La formulación de la política monetaria para 1998 estuvo condicionada por la previsible integración de España en la UEM. En consecuencia, el diseño de los objetivos para el año y su instrumentación se realizaron teniendo en cuenta dos tipos de consideraciones: la exigencia de mantener tasas reducidas de inflación, en coherencia con el esquema vigente de objetivos directos de inflación, y la conveniencia de articular una transición suave hacia la política monetaria única que permitiera alinear las condiciones monetarias de la economía española con las del conjunto de países integrantes de la UEM. Sobre la primera cuestión hay que recordar que la consolidación de tasas reducidas de inflación debía hacerse en un contexto en el que, tras la reducción de los tipos de interés que había tenido lugar desde 1995, se había producido una suavización de las condiciones monetarias y financieras que estaba ejerciendo un efecto expansivo sobre la demanda agregada. Sobre el segundo aspecto cabe señalar que, a finales de 1997, el tipo de intervención del Banco de España se encontraba en torno a

Principales medidas adoptadas en 1998 para la introducción de la moneda única

Fecha		Medidas		
Mes	Día	Origen	Contenido	
Marzo	25	Instituto Monetario Europeo Comisión Europea	Informe de Convergencia Informe de Convergencia	
Abril	28	Cortes Generales	Ley 12/1998, sobre modificación de la Ley de autonomía del Banco de España	
Mayo	1-2	Consejo Europeo	Decisión sobre los Estados miembros que adoptan el euro Determinación de los tipos de conversión irrevocables del euro	
		ECOFIN	Recomendación para la elección de los miembros del Comité Ejecutivo del BCE	
	3	Consejo Europeo	Reglamento sobre la introducción del euro	
	11	Parlamento Europeo	Dictamen sobre el nombramiento del Comité Ejecutivo del BCE	
Junio	1	Consejo Europeo	Establecimiento del BCE	
Julio	7	Banco Central Europeo	Decisión sobre determinadas especificaciones, canje y retirada de los billetes euros	
Septiembre	1	BCE/BCN de los Estados miembros no participantes Banco Central Europeo	Acuerdo sobre el Mecanismo de tipos de cambio II para los países con derogación (MTC II) Requerimientos estadísticos en la Tercera Etapa	
		18	Banco Central Europeo	Publicación de la documentación general sobre instrumentos y procedimientos de la política monetaria del SEBC
	26	ECOFIN Informal	Anuncio bandas de fluctuación del MTC II	
Octubre	13	Banco Central Europeo	Acuerdo sobre la estrategia de política monetaria del SEBC Definición de la «estabilidad de precios» Lista de activos de garantía para operaciones con el SEBC	
		16	Banco Central Europeo 30 Banco de España	Lista de instituciones financieras sujetas a reservas mínimas Circular 9/1998, sobre modificación de la normativa del Sistema Nacional de Compensación Electrónica
Noviembre	23	ECOFIN	Reglamento sobre la aplicación de las reservas mínimas por parte del BCE Reglamento sobre las competencias del BCE para imponer sanciones Reglamento sobre obtención de información estadística por el BCE	
		1	Banco Central Europeo	Reglamento sobre la aplicación de las reservas mínimas Reglamento sobre el balance consolidado de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) Anuncio del valor de referencia para el crecimiento monetario Acuerdo sobre TARGET
			BCE/BCN Eurosistema	Orientaciones sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria única
	3	BCN del Eurosistema	Reducción coordinada de los tipos de interés nacionales	
	11	Banco de España	Resolución de la Comisión Ejecutiva, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria	
	17	Cortes Generales	Ley 46/1998, de Introducción del euro	
	22	Banco Central Europeo	Anuncio de los tipos de interés aplicables a las operaciones de política monetaria del Eurosistema	
	23	Banco de España Mº de Economía y Hacienda	Circular 11/1998, para la adaptación del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero al sistema TARGET Real Decreto 2813/1998, sobre la redenominación a euros de la deuda del Estado	
	31	Consejo Europeo Banco Central Europeo, Banco Nacional de Dinamarca y Banco de Grecia	Fijación de los tipos de conversión irrevocables del euro Fijación de los tipos de cambio centrales y de intervención del MTC II	

Nota: Lo marcado en **negrita** son medidas en España; el resto, medidas de ámbito europeo.

1,5 puntos porcentuales por encima de los tipos oficiales de los países con tasas de inflación más bajas de la UE, con lo que la convergencia de los tipos de interés a corto plazo a finales de 1998 requería instrumentar nuevos recortes de magnitud significativa aunque incierta. A partir de los meses de primavera, el nivel esperado de los tipos de interés al comienzo de la Unión experimentó sucesivas revisiones a la baja, debido a la incertidumbre generada por la extensión de la crisis en los mercados financieros internacionales y a sus posibles efectos contractivos sobre el crecimiento económico mundial.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, el Banco de España fijó para 1998 un objetivo que consistía en mantener en el transcurso del año la tasa interanual de crecimiento del IPC cerca del 2 %. Una meta de estas características se consideraba adecuada para consolidar la estabilidad de precios en la economía española y próxima, con toda seguridad, al objetivo de estabilidad de precios que debía establecer el SEBC, con lo que se facilitaba la transición hacia la política monetaria única. La instrumentación de este objetivo a lo largo del año se pretendía realizar mediante la administración prudente del margen de descenso de los tipos de interés de intervención, con el fin de consolidar tasas bajas de inflación en el marco de crecimiento sostenido de la actividad antes descrito.

No obstante, era evidente que la capacidad de la política monetaria para influir sobre los precios españoles en la fase de transición hacia la moneda única era cada vez menor, de manera que cualquier desviación de la tasa de inflación española respecto a la media europea tendría que corregirse a través de los efectos contractivos de las pérdidas de competitividad resultantes. En consecuencia, a medida que la proximidad de la integración en la zona del euro fuera restando márgenes de autonomía a la política monetaria del Banco, resultaba más importante que el resto de las políticas económicas mejoraran su contribución al logro de la estabilidad de precios, ajustándose a lo establecido en el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento y desarrollando las reformas estructurales necesarias para flexibilizar la economía española y hacerla más competitiva.

Por otra parte, en 1998, el Banco de España estuvo estrechamente involucrado en el complejo proceso de decisiones que implicó el lanzamiento del euro y la puesta en marcha de la política monetaria única del SEBC (véase recuadro I.1), y continuó trabajando, en colaboración con los intermediarios financieros, en la adaptación del esquema de instrumentación monetaria al marco operativo que se estaba diseñando pa-

ra la futura política monetaria única. Así, a lo largo del año, se fue definiendo la secuencia temporal más adecuada para la introducción de estos instrumentos y de los procedimientos correspondientes, con la finalidad de que las entidades se fueran familiarizando con los métodos que iban a ser utilizados, más tarde, por el SEBC, como se explica en el capítulo II.

La favorable evolución de la inflación y de las perspectivas de precios facilitaron la aproximación de las condiciones monetarias españolas hacia las que estarían en vigor al inicio de la UEM. El tipo de intervención del Banco de España se redujo en 1,75 puntos porcentuales en 1998, hasta quedar situado en el 3 %. La secuencia de descensos ganó en intensidad a lo largo del año, reflejando el creciente peso que fueron cobrando los condicionantes externos en las decisiones del Banco de España. El último de estos recortes, de 50 puntos básicos, tuvo lugar el 3 de diciembre, y fue el resultado de la acción concertada de los bancos centrales de la UEM, atendiendo a las condiciones prevalentes en el conjunto del área, donde la evolución de la inflación no reflejaba peligros para la estabilidad de los precios y el ritmo de crecimiento tendía a desacelerarse, como consecuencia, principalmente, de las condiciones imperantes en el entorno internacional. Con esta decisión se estableció anticipadamente el nivel de tipos de interés para el inicio de la Unión Monetaria, de acuerdo con la estrategia de política monetaria que previamente había anunciado el BCE. Esas condiciones estuvieron vigentes hasta el 8 de abril de 1999, cuando el BCE instrumentó un recorte adicional de 0,50 puntos básicos, en respuesta a un escenario de consolidación de la estabilidad de los precios y de deterioro de las perspectivas de crecimiento en el área.

La evolución de los tipos de interés y de los tipos de cambio de los países de la zona del euro apenas se vio afectada por la creciente inestabilidad del entorno internacional que empezó a percibirse a partir de la primavera de 1998. La retirada de inversiones en las economías emergentes y el trasvase de fondos hacia activos denominados en dólares y marcos —divisas, ambas, que tradicionalmente han recibido la consideración de monedas refugio— y hacia la adquisición de deuda pública provocaron un aumento significativo de la volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas internacionales, que solo se amortiguarían en el último trimestre del año, en un entorno de condiciones monetarias internacionales más acomodantes, acompañadas de ciertos compromisos internacionales de ayuda financiera a los programas de saneamiento de las economías más afectadas. El período de inestabilidad en los merca-

dos financieros estuvo acompañado de un empeoramiento en las perspectivas de crecimiento económico mundial que se prolongaría hasta los primeros meses de 1999.

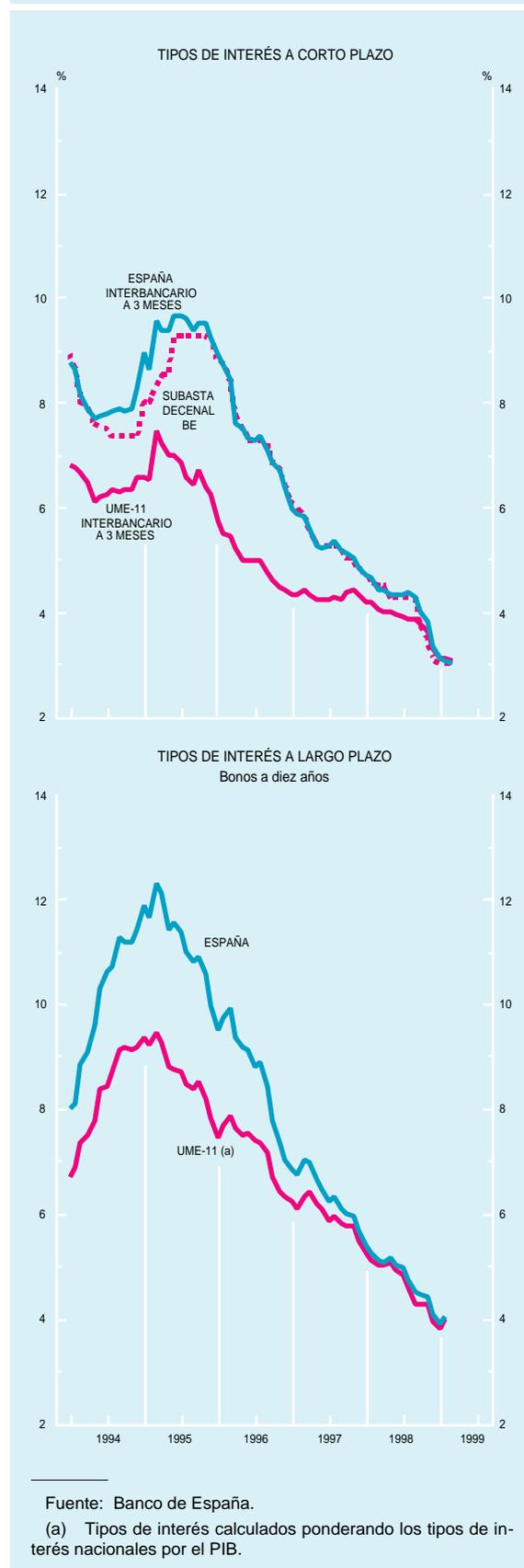
En los países que finalmente integrarían la zona del euro, la crisis se manifestó, principalmente, en una revisión a la baja de las expectativas sobre los tipos de interés, motivada por el empeoramiento en las previsiones de crecimiento de las economías europeas, que acentuó la trayectoria descendente de los tipos de interés a largo plazo y provocó recortes sucesivos de los tipos de interés previstos para el inicio de la tercera etapa de la UEM. Además, los mercados bursátiles europeos experimentaron episodios puntuales, aunque de gran intensidad, de volatilidad, y los mercados de renta fija mostraron un cierto desalineamiento de los tipos de interés a largo plazo, que no alteraría el proceso de convergencia que finalmente se alcanzaría al concluir el año.

Por su parte, los tipos de cambio de las divisas que integrarían la zona del euro mostraron una gran estabilidad a lo largo de 1998, lo que debe vincularse a la culminación con éxito del proceso de convergencia nominal que se había establecido como requisito para la constitución de la UEM y a la credibilidad del preanuncio, en el mes de mayo, de los tipos de cambio fijos entre las monedas que iban a participar en la Tercera Etapa de la Unión Monetaria. En estas condiciones, las divisas de los países de la zona del euro fueron acercándose a sus paridades centrales con el marco alemán, a medida que se aproximaba el inicio de la Tercera Etapa de la UEM y se estrechaban los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo.

Los tipos de interés de los mercados financieros españoles y el tipo de cambio de la peseta se ajustaron bien a este patrón general de comportamiento. El recorte de los tipos de intervención del Banco de España estuvo acompañado de descensos similares en los tipos de interés de los mercados monetarios, que mantuvieron la tendencia a la baja registrada en años anteriores —véase gráfico I.2—. Por su parte, la evolución descendente de los tipos de interés a largo plazo vino determinada por la certidumbre sobre la participación de España en la UEM, y por las expectativas sobre el tono de la política monetaria al inicio de la tercera fase de la UEM. Así, tras el recorte de los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo respecto a los de los países europeos con tasas de inflación más bajas que se produjo a principios de año, el diferencial a diez años respecto al marco alemán fluctuó en torno a los 20 puntos, nivel en el que ha permanecido tras la constitución de la zona del euro. El tipo de

GRÁFICO I.2

Tipos de interés



cambio de la peseta, por su parte, se aproximó con suavidad a la paridad central preanunciada.

Cabe concluir, por tanto, que la transición hacia la política monetaria única a lo largo de 1998 se realizó sin fricciones. La convergencia de tipos de interés a corto plazo y la aproximación hacia el tipo de cambio fijo de conversión se hizo de manera que permitió modular el efecto expansivo sobre la demanda agregada de unas condiciones monetarias que iban siendo progresivamente holgadas y mantener la tasa de inflación, al concluir el año, ligeramente por debajo del umbral del 2 % establecido en la programación monetaria para 1998.

I.3. EL COMIENZO DE LA PARTICIPACIÓN DE ESPAÑA EN LA U.E.M.

La participación de la economía española en el ámbito de la UEM culmina un proceso de integración internacional que se inició a mediados de la década de los ochenta, tras su ingreso en la CEE. Los beneficios de la integración han sido numerosos y han incidido en un comportamiento más competitivo de los mercados de bienes y de capitales españoles. En este contexto, se han creado las condiciones de estabilidad nominal necesarias para garantizar una senda de crecimiento sostenido no inflacionista y se ha producido una cierta aproximación de los niveles de renta *per capita* españoles a los de los países más prósperos de la UE. Con todo, en 1998, el PIB *per capita* español se situaba en un nivel del 79 % respecto al PIB comunitario y el conjunto de indicadores que miden el potencial de crecimiento de la economía presentaban todavía niveles deficitarios en relación con los de la UE (véase recuadro I.2).

La situación de partida de la economía española en la UEM es, en principio, adecuada para progresar en la convergencia real. Como se ha visto en el epígrafe anterior, la convergencia hacia la estabilidad ha facilitado el crecimiento del producto y del empleo a ritmos satisfactorios. Existen, sin embargo, algunos elementos de riesgo en los que deberá centrarse el esfuerzo de la política económica en el futuro inmediato.

Así, las condiciones monetarias comunes derivadas de la política monetaria instrumentada por el Eurosistema, adecuadas para el conjunto del área, pueden resultar relativamente holgadas para la situación coyuntural de la economía española. Los tipos de interés reales a corto y largo plazo se han situado en España en niveles históricamente muy reducidos, entre el 1 % y el 2 %, y los activos financieros líquidos

de los residentes, así como la financiación recibida por las empresas y las familias, han continuado registrando altas tasas de crecimiento. Una situación de estas características podría llevar a financiar crecimientos excesivos de la demanda interna y a generar presiones alcistas sobre los precios. Estos riesgos se derivan no solo de la posición más avanzada en el ciclo de la economía española en relación con la de otros países de la UEM, sino de la magnitud del impulso expansivo que proviene de los descensos de tipos de interés instrumentados a lo largo de los tres últimos años, que, como en algunos otros países de la Unión, tuvo que ser más intenso en España, dado que se partía de una situación inflacionista menos favorable y de un nivel de los tipos de interés nominales más elevados. A ello debe sumarse la ausencia de una cultura de estabilidad suficientemente arraigada en el comportamiento de los agentes, debido al carácter reciente del nuevo régimen de baja inflación.

La configuración de un escenario de estas características se ha producido sin que la tasa de inflación española, medida a través del crecimiento interanual del índice de precios de consumo, a pesar de haber experimentado un sustancial recorte en los últimos años, llegara a igualarse, plenamente, con la de la zona del euro. El criterio de convergencia en inflación del Tratado de Maastricht establecía un diferencial máximo de 1,5 puntos porcentuales en relación con la inflación media anual de los tres países que registrasen los crecimientos de precios más reducidos en 1997. La tasa de inflación española cumplió con holgura este requisito y ha mantenido desde entonces diferenciales de inflación que no han excedido este umbral. Sin embargo, a lo largo de 1998, la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) ha continuado registrando en España crecimientos sistemáticamente superiores a los de su homólogo de la zona del euro, hasta acumular en abril de 1999 un diferencial de 1,2 puntos porcentuales en términos de las tasas interanuales respectivas. La persistencia de diferenciales positivos de inflación, incluso cuando estos son reducidos, en la medida en la que sean el reflejo de un peor comportamiento relativo de los costes o de rigideces en el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores, podría acabar teniendo repercusiones perjudiciales para la competitividad en un entorno de moneda única en los países de la zona del euro.

La insuficiente alineación de los ritmos de aumento de los precios españoles a los de otros países del área se debe, fundamentalmente, al reducido ajuste de los precios de los servicios, cuya tasa de variación supera en 1,5 puntos

España con relación a Europa: la convergencia real

La convergencia real de la economía española, entendida como la aproximación de su nivel de renta *per capita* hacia los niveles prevalecientes en los países europeos más avanzados, ha constituido uno de los principales objetivos perseguidos con la integración de España en la hoy denominada UE, primero, y con su participación en la UEM, después.

La situación relativa de la economía española en 1986 —año en que se incorporó a la Comunidad Europea—, en términos de un conjunto de variables que aproximan su nivel de bienestar y su potencial de crecimiento en relación con la UE, se resume en el gráfico 1 (situación de partida). En ese año, el PIB *per cápita* español, se situaba en un nivel que representaba el 69 % del PIB de la UE. Dicho desfase se debía tanto al menor nivel de la productividad aparente del trabajo —que se situaba en un nivel del 95 % de la del conjunto de los países comunitarios— como a la baja proporción de la población empleada de la economía española —que suponía el 73 % de la tasa de ocupación comunitaria—.

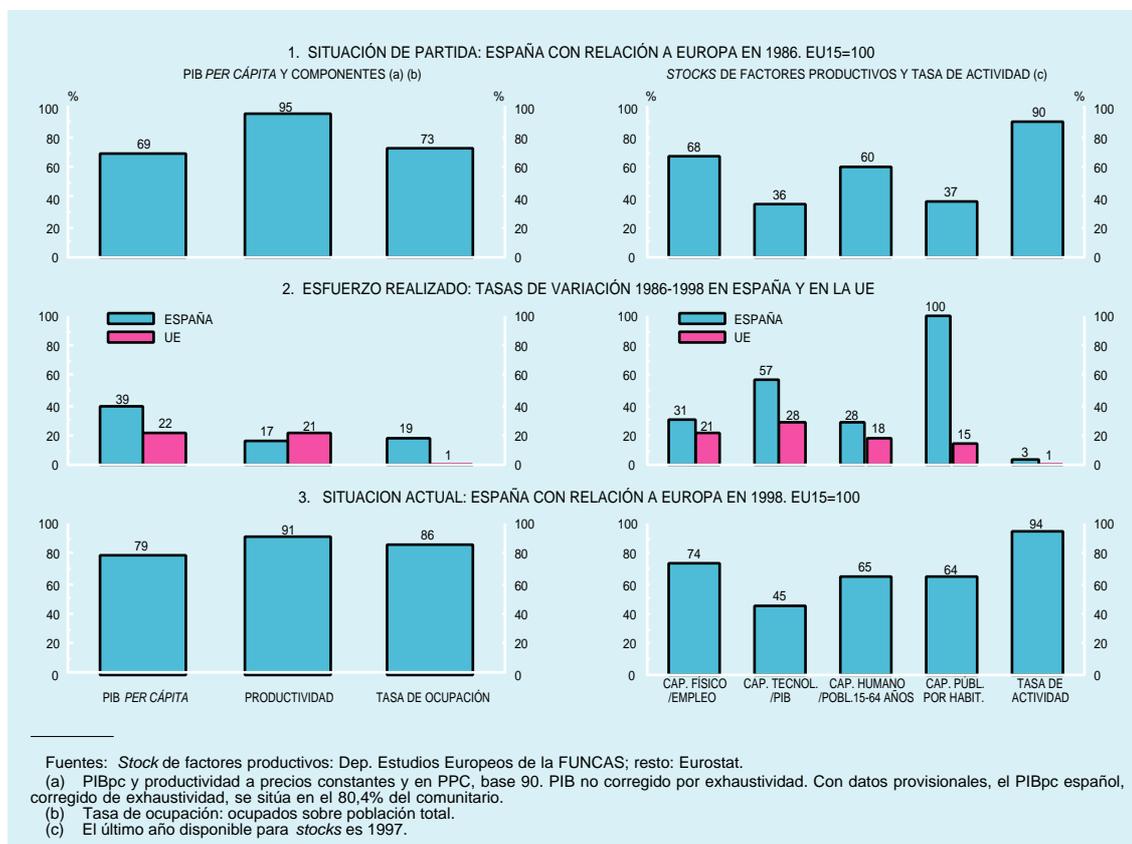
El gráfico 1 recoge, asimismo, el nivel comparado que presentaban, en 1986, algunos de los indicadores de los factores explicativos de la productividad del trabajo, tales como los *stocks* de capital físico, humano, tecnológico y de infraestructuras —este último se aproxima a través de un indicador de *stock* de capital público—. En este gráfico se observa que la posición relativa de cada uno de estos componentes era, en relación con el conjunto de la UE, considerablemente deficitaria.

A lo largo del período 1986-1998, el esfuerzo realizado por la economía española en la reducción de estas diferencias ha sido importante, tal y como queda reflejado en el gráfico 2 (esfuerzo realizado), en el que aparecen las tasas de variación acumuladas, para España y la UE, de las variables recogidas en el gráfico 1. Durante dicho período, el crecimiento del PIB *per cápita* español ha sido de un 39 %, 17 puntos por encima del aumento del PIB *per cápita* comunitario. Dicho aumento se ha debido a crecimientos similares de la productividad y de la tasa de ocupación (del 17 % y 19 %, respectivamente), mientras que en la UE la expansión del PIB se ha producido casi exclusivamente por el crecimiento de la productividad del trabajo.

El avance experimentado por la productividad del trabajo ha sido el resultado de las mejoras en la dotación del resto de factores productivos, lo que se ha reflejado en una acumulación de los *stocks* correspondientes, superior en este período a la del conjunto de la UE. Especialmente notable ha sido el crecimiento del *stock* de capital público, que ha supuesto una mejora de las infraestructuras muy significativa. También ha sido muy importante el avance registrado por el *stock* de capital tecnológico, aunque los niveles de partida eran extremadamente bajos y la inversión en I+D sigue siendo muy reducida en relación con la de la UE (0.8 % del PIB para España y 1.8 % del PIB para la UE).

Cabe destacar, sin embargo, que el avance en la creación de empleo por la economía española durante el período analizado, aun siendo importante, no ha sido suficiente para reducir de forma significativa la tasa de paro, que continúa siendo ocho puntos superior a la media europea, ya que se ha producido un importante crecimiento de la población activa. Esta mejora parcial de la situación del mercado de trabajo no solo refleja rigideces en el funcionamiento del mismo, sino también una todavía insuficiente dotación del resto de los factores productivos, lo que impide una explotación plena de las posibilidades que proporciona el empleo potencial. Por otra parte, el crecimiento de la productividad ha sido menor que el experimentado en el conjunto de la UE, aunque hay que señalar una evolución muy dispar de esta variable por sectores. Así, mientras que el aumento de la productividad en el sector servicios ha sido prácticamente nulo, en las ramas de manufacturas se ha producido un incremento de productividad próximo al 30 %.

No obstante, y a pesar del esfuerzo realizado, la distancia que separa la economía española de los niveles de bienestar de los países comunitarios más avanzados es todavía larga, tal y como se observa en el gráfico 3 (situación actual). Así, en 1998, el PIB *per cápita* español se situaba a un nivel del 79 % del PIB comunitario, lo que resultaba de una peor posición relativa de la productividad del trabajo en relación con la situación de 1986, que, sin embargo, se ha visto compensada por un incremento en la proporción de la población empleada. Por su parte, los *stocks* de factores productivos, que indican el potencial de crecimiento de la economía, seguían presentando niveles deficitarios.



los incrementos interanuales de los precios de los bienes en España y en casi dos puntos los de los servicios en la UEM (véase recuadro I.3). Persiste, por tanto, el carácter dual de la inflación española, aunque la información más reciente apunta también a un cierto deterioro en los precios de los bienes industriales y en el diferencial de inflación correspondiente.

Las razones de este comportamiento son diversas, debiéndose mencionar, en primer lugar, una trayectoria de crecimiento más alto en los costes unitarios del trabajo del sector servicios, sobre todo cuando se excluyen las actividades comerciales y financieras. El encarecimiento relativo del factor trabajo en este sector resulta de la combinación de una situación de ganancias de productividad más reducidas que las del sector manufacturero y de un sistema de negociación salarial centralizado, que tiende a homogeneizar los aumentos salariales por sectores y a debilitar el vínculo que debería prevalecer entre salarios y productividad —véase gráfico I.3—. Este modelo de comportamiento se ha ido atenuando en los últimos años debido a los efectos bajistas ejercidos sobre el salario medio por la elevada rotación de trabajadores en el sector servicios, que ha tendido a compensar la falta de adecuación de los salarios de convenio a la productividad, y a un cierto acortamiento en las diferencias de productividad entre sectores. A pesar de ello, la dualidad de la inflación española sigue reflejando la persistencia de las distorsiones que se derivan de la pauta que sigue prevaleciendo en la formación de costes.

Resulta difícil conocer con exactitud los elementos determinantes de los diferenciales de productividad entre sectores, dada la confluencia de factores de naturaleza diversa en este tipo de procesos. En principio, el impacto positivo que el progreso tecnológico ejerce sobre la productividad del trabajo del sector manufacturero, y que se produce como consecuencia de que su estructura productiva es intensiva en capital y de los incentivos a la innovación que se desprenden de su exposición a la competencia, podría explicar el mayor crecimiento relativo de la productividad en el sector. Además, en el caso español este desarrollo parece estar muy influido también por el comportamiento diferencial del empleo, que en el sector manufacturero ha tendido a reaccionar a la baja con mayor intensidad en las fases contractivas del ciclo económico determinando crecimientos más acusados de la productividad observada del trabajo. Esta característica, que en gran parte se debe a los costes de ajuste del empleo en las manufacturas, parece haberse aliviado algo en el período más reciente.

Una segunda razón de la existencia de tasas de inflación más altas en el sector de servicios es la mayor presencia de mercados protegidos frente a la competencia, que permite el mantenimiento de unos márgenes de explotación más elevados e insensibles a las condiciones de mercado, de lo cual se deriva una mayor permisividad frente a los aumentos de costes y una insuficiente transmisión de los avances que se van produciendo en la moderación de los mismos. Ello contrasta con la pauta de conducta del sector manufacturero, donde la necesidad de alinear los incrementos de precios finales a los que se determinan en los mercados internacionales ha limitado la traslación de los incrementos de costes, provocando ajustes significativos en los márgenes unitarios y, en última instancia, crecimientos más moderados en los precios del sector (véase gráfico I.4).

Este comportamiento tan dispar se ve favorecido por las diferencias en el destino final de ambas producciones. Así, la oferta de servicios es, mayoritariamente, de consumo en mercados internos relativamente protegidos frente a la competencia externa, lo que debilita la presión que, en el sector de manufacturas, ejerce la necesidad de competir con los productos exteriores, en el mercado interno o en los mercados internacionales. El impacto de este efecto se ve agudizado, además, por la propia regulación de los mercados de algunos servicios, cuya liberalización está más retrasada que en la mayoría de los mercados de bienes.

En este sentido hay que destacar también la elevada sensibilidad de los precios de determinadas actividades terciarias al comportamiento de los precios de los activos inmobiliarios y de los alquileres de locales comerciales y oficinas. Por esta vía, la formación de los precios de los servicios se ve afectada por la inadecuada regulación del mercado del suelo, que limita severamente la oferta disponible y termina generando presiones alcistas sobre los precios de los activos inmobiliarios y los alquileres, especialmente cuando el coste de la financiación es bajo. De esta manera, los conocidos efectos negativos que las ineficiencias del mercado del suelo tienen sobre la movilidad laboral y la determinación de los salarios se ven agravados por los sesgos inflacionistas que ejercen sobre el comportamiento de los precios de los servicios.

Debe tenerse en cuenta que la propensión alcista en la dinámica de los precios de los servicios puede terminar afectando a la rentabilidad de los sectores industriales y trasladándose hacia el resto de la economía tanto directamente, por el canal que transcurre a través del encarecimiento de los servicios que son utiliza-

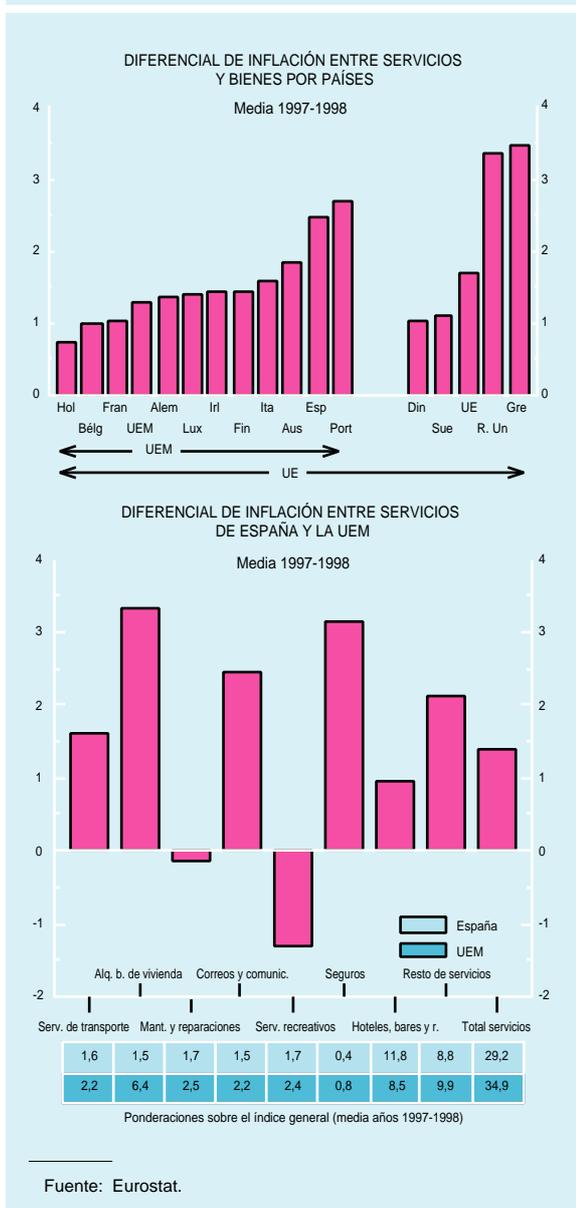
Diferenciales de inflación con la UEM en el sector servicios

El fenómeno de la inflación dual, entendido como la tendencia sistemática a que las tasas de inflación sean mayores en los sectores de productos no comerciables (en buena medida, aquellos dedicados a la prestación de servicios) que en los sectores comerciables (fundamentalmente, los sectores que producen bienes) es un rasgo común a las distintas economías desarrolladas. Los modelos teóricos coinciden en señalar que un elemento importante para explicar este diferencial se encuentra en las diferencias de productividad entre los sectores de bienes expuestos y no expuestos a la competencia, aunque resulta mucho más complejo detectar las causas últimas de las discrepancias observadas (progreso tecnológico, desplazamiento en las preferencias de los agentes económicos hacia la demanda de bienes no comercializables, actuación del sector público, ineficiencias en los mercados de factores y productos, etc.). Otro factor clave para explicar la inflación dual es el diferente entorno competitivo al que se enfrentan ambos sectores, lo que se traduce en una capacidad distinta para adaptar los precios finales a los costes incurridos. En este sentido, el sector servicios, que apenas se encuentra expuesto a la competencia exterior, muestra un elevado poder de fijación de precios.

En cualquier caso, la dualidad de la inflación se manifiesta con distinta intensidad en los diferentes países, al diferir tanto la evolución sectorial de la productividad como el grado de competencia de los mercados de productos y factores. En el gráfico superior se presenta el diferencial medio de inflación entre bienes y servicios en los distintos países de la UE calculados para los años 1997 y 1998. Dado que los índices de precios de consumo nacionales presentan notables diferencias metodológicas, en este recuadro se emplean los índices armonizados de precios de consumo, que, si bien no están exentos de problemas, resultan considerablemente más adecuados para realizar comparaciones internacionales de la evolución de los precios. En dicho gráfico se aprecia que el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios es superior al de los bienes para todos los países considerados. El diferencial medio en la UEM se eleva a 1,3 puntos porcentuales (pp), ascendiendo a 1,7 pp en la UE. España —con un diferencial de 2,5 pp— es, detrás de Portugal, el segundo país de la UEM con mayor grado de dualidad de la inflación, ocupando el cuarto lugar —superado, además, por el Reino Unido y Grecia— dentro de la UE. La mayor dualidad de la inflación en España es consecuencia, fundamentalmente, de las elevadas tasas de aumento de los servicios, que se encuentran desalineadas con las pautas de formación de estos precios en otros países de la UE. Así, el crecimiento medio de los precios de los servicios en nuestro país ascendió al 3,6 %, frente al 2,2 % en el conjunto de la UEM. Por su parte, el incremento medio de los precios de los bienes en España se elevó al 1,1 %, solo dos décimas por encima de los precios de la UEM.

El mayor ritmo de avance de los precios de los servicios en términos comparados no afecta, sin embargo, a todos sus componentes en igual medida. Así, en el gráfico inferior se presentan los diferenciales medios en el período 1997-1998 entre España y la UEM para algunos grupos específicos de servicios. La interpretación del gráfico precisa tener en cuenta que la homogeneidad de la información de base, pese a emplearse índices armonizados, no es absoluta. En cualquier caso, en el gráfico destaca la heterogeneidad existente entre los diferenciales de tasas de crecimiento de los precios. Así, algunas actividades, como los servicios recreativos, mantienen ritmos de crecimiento de sus precios inferiores al conjunto de la UEM y otras, como los hoteles, bares y restaurantes, mantienen diferenciales positivos pero moderados. Más preocupantes resultan los abultados diferenciales en sectores en los que las medidas liberalizadoras han podido ser todavía insuficientes (correos y comunicaciones, servicios de transporte) o en el caso de los alquileres y de los seguros, aunque esta valoración debe matizarse con alguna consideración de tipo sectorial. Así, la diferencia de ritmos de crecimiento en los precios de los seguros corresponde, al menos parcialmente, a alzas recientes en la imposición indirecta, mientras que en el caso de las telecomunicaciones puede deberse a que las reducciones en los precios como consecuencia de la mayor competencia entre operadores no se han trasladado aún, por razones metodológicas, a los índices de precios de consumo.

Grado de dualidad de la inflación



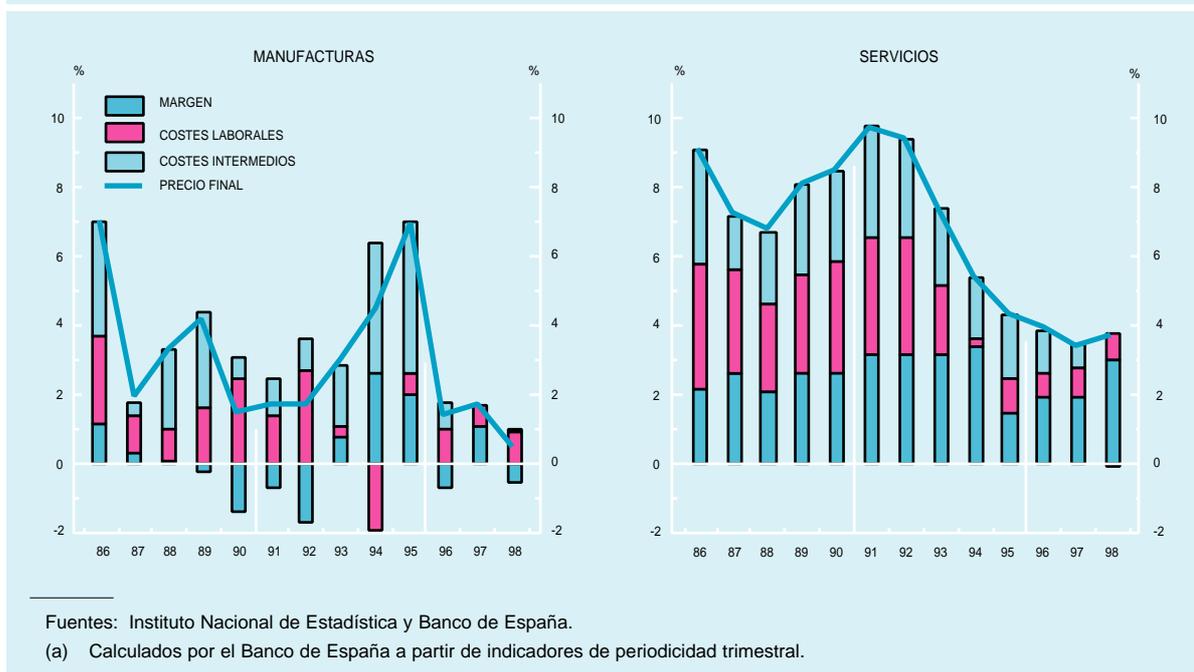
Evolución de precios y costes en las manufacturas y los servicios (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Calculados por el Banco de España a partir de indicadores de periodicidad trimestral. El agregado de los servicios excluye, además de los servicios no destinados a la venta, los servicios financieros y el comercio, rama, esta última, en la que se está produciendo un elevado crecimiento de la productividad en los últimos años.

Costes y márgenes en las manufacturas y los servicios (a)
Contribuciones al crecimiento de los precios finales



dos como *inputs* de producción en otros sectores, como indirectamente, por la influencia que ejercen sobre el comportamiento global de los salarios, debido al peso que tienen los servicios en la cesta de la compra de los consumidores.

Estos problemas en la formación de costes y precios adquieren mayor relevancia ante las condiciones monetarias y financieras, relativamente holgadas, en las que se está desarrollando la economía española al inicio de la UEM y ante el cambio de composición en la estructura de la demanda final que se está produciendo como consecuencia de la caída de las exportaciones, inducida por la crisis económica internacional, y del dinamismo del consumo privado y del gasto en construcción. El mantenimiento de los diferenciales de inflación con la zona del euro podría poner en peligro las posibilidades de crecimiento no inflacionista de la economía y, por lo tanto, el progreso en la convergencia real.

Para que la economía española se aproxime a los niveles de renta y bienestar de la media de la zona del euro es necesario, por un lado, que pueda mantener ritmos de crecimiento persistentemente más elevados que el conjunto del área, sin que la presión de la demanda erosione la competitividad de la producción nacional, y que, por otro lado, el crecimiento sea suficientemente intensivo en empleo para poder ir absorbiendo el mayor nivel de desem-

pleo que sigue padeciendo la economía española.

La consecución de estos objetivos requiere que las políticas de demanda que se mantienen bajo soberanía nacional se dirijan a compensar, en el corto plazo, el efecto expansivo de las condiciones monetarias y financieras vigentes, y que se desarrollen políticas de oferta que promuevan el crecimiento potencial de la economía española y la competitividad, de acuerdo con el nuevo marco que se deriva de la creación de la UEM. En este sentido, la instrumentación de la política monetaria única limita, prácticamente, el rango de las políticas de demanda a disposición de las autoridades económicas nacionales a la política fiscal y aumenta la importancia de la aportación que deberán hacer las políticas de oferta a la adaptación de la economía española a la UEM.

El manejo de la política fiscal deberá estar condicionado al cumplimiento de los compromisos adquiridos con el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, que se ha diseñado para reforzar el carácter estabilizador de la política fiscal en la zona del euro en el medio plazo y delimitar, así, el marco de disciplina fiscal en el que deberá desarrollarse la política monetaria única. Los países de la UE han asumido el compromiso de situar los saldos públicos en una posición próxima al equilibrio en el medio plazo, de forma que los déficit públicos a lo largo del ciclo

se sitúen siempre por debajo del umbral del 3 % del PIB. El Pacto de Estabilidad y de Crecimiento proporciona, así, cierto margen de actuación de los estabilizadores automáticos en períodos de desaceleración de la actividad.

Con estos condicionantes, la política fiscal española deberá actuar en el corto plazo para compensar el efecto expansivo que se deriva de las condiciones monetarias y financieras, y atenuar, así, la presión de la demanda sobre los precios y la competitividad. La instrumentación de una política fiscal de corte más restrictivo facilitará la adaptación al nuevo impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), que supondrá una reducción significativa sobre la presión fiscal de alcance todavía algo incierto; al mismo tiempo favorecerá la transición hacia la posición de equilibrio presupuestario, cuya consecución está prevista según el Plan de Estabilidad y de Crecimiento para el año 2002 y permitirá recuperar margen de actuación anticíclica por si fuera necesaria su utilización en el medio plazo. Por último, una orientación fiscal estabilizadora centrada en un control estricto del gasto contribuirá a configurar una combinación de políticas económicas adecuada desde el punto de vista de la composición de la demanda final y favorecerá la eficiencia en la asignación de recursos, dado que el mantenimiento de tipos de interés bajos y de ritmos de avance del consumo público moderados tendrán un impacto positivo sobre la inversión, las exportaciones y los precios. En el medio y largo plazo la política presupuestaria deberá continuar avanzando en la racionalización del gasto público y, en particular, en el ajuste de aquellos componentes del mismo, que por razones estructurales comportan mayores peligros de desbordamiento en el futuro.

Por su parte, las políticas de oferta tendrán que desempeñar un papel fundamental para evitar el mantenimiento en el tiempo de diferenciales de inflación que al erosionar la competitividad pueden obstaculizar el dinamismo económico y la generación de empleo. Estas políticas deberán, por un lado, promover la expansión del potencial de crecimiento económico, mediante el desarrollo de las infraestructuras, la formación del capital humano, el estímulo de la innovación y el aumento de la inversión tecnológica y, por otro, impulsar los cambios regulatorios y en la estructura de los mercados de bienes, servicios y factores necesarios para superar las rigideces que subyacen a la persistencia y excesiva dualidad de la inflación.

En este sentido, reviste especial importancia continuar y profundizar el programa ya emprendido de reformas liberalizadoras, con el fin de eliminar las distorsiones que persisten en la formación de costes y precios. Hasta ahora este pro-

ceso se ha basado en la introducción de reformas estructurales en los sectores y mercados que presentaban mayores deficiencias en su funcionamiento, en una política relativamente extensa de privatizaciones y en el reforzamiento de la política de la competencia. En este contexto se enmarcan también las medidas adoptadas por el gobierno en el mes de abril, que afectan a un conjunto de sectores y de actividades con carencias en el grado de apertura a la competencia. Estas medidas comprenden dos tipos de actuaciones: unas, de naturaleza más estructural, que consisten, principalmente, en el adelanto de los calendarios de liberalización, previamente establecidos por algunos sectores; y otras, de carácter más coyuntural, que al incidir directamente sobre la reducción de algunos precios regulados tienen un efecto directo sobre la tasa de inflación. La aplicación de las políticas de liberalización ha empezado a dar sus frutos, especialmente en el sector de los servicios públicos que estaban más regulados y que tenían mayores grados de monopolio. No obstante, para alcanzar la transformación necesaria será imprescindible profundizar y ampliar las actuaciones emprendidas con una perspectiva de medio y largo plazo. Así, en el sector de telecomunicaciones y en el del gas deberá darse un impulso definitivo a la liberalización para incrementar el nivel de competencia. También deberá avanzarse en la adaptación de la regulación del suelo, del comercio mayorista y minorista y del transporte en general, donde la colaboración de las Comunidades Autónomas y de los ayuntamientos es muy importante. Por último, deberán resolverse distintos aspectos del ordenamiento jurídico económico que tienen efectos adversos sobre la actuación económica, al introducir incertidumbres en torno al coste de determinados procedimientos jurídicos o imponer cargas administrativas excesivas que recaen sobre el establecimiento y el funcionamiento de las empresas.

En el ámbito del mercado de trabajo, las reformas acometidas en los últimos años han ido también en la dirección adecuada, observándose una cierta ampliación de la capacidad de la economía española para generar empleo y, en el último año, cierto avance del empleo estable en respuesta a las modificaciones normativas dirigidas a fomentar este tipo de empleo. No obstante, la tasa de desempleo y la *ratio* de temporalidad siguen siendo muy elevadas. Esta situación refleja la existencia de una brecha todavía significativa entre los costes de la contratación permanente y los de la contratación temporal, especialmente importante en el componente no salarial de los mismos. En este sentido, el impulso a la estabilidad en el empleo solo se conseguirá cuando se produzcan recortes efectivos y duraderos en los costes de contratación permanente.

Por último, la contribución de los salarios será decisiva para garantizar el mantenimiento de la competitividad de la economía española en el entorno de la UEM. Como se ha señalado en el primer epígrafe de este capítulo, la moderación salarial es una pauta de comportamiento que se ha extendido a todos los sectores de la economía y, en los últimos años, a los sectores de servicios, en los que las sucesivas reformas del mercado de trabajo han tenido un impacto particularmente acusado, determinando un grado mayor de rotación de la mano de obra y menores crecimientos salariales en el período más reciente. No obstante, la contención de los costes laborales en el sector de servicios puede ser todavía insuficiente desde el punto de vista de las ganancias de productividad del sector. Por otra parte, para evitar que los costes salariales en España comprometan una evolución adecuada de la competitividad, es deseable que los salarios evolucionen tomando como referencia la inflación de la zona del euro en su conjunto y que se adapten a las divergencias sectoriales o empresariales de productividad.

En definitiva, la economía española ha iniciado su participación en la UEM en unas condiciones económicas favorables para reducir las diferencias de renta *per capita* con los países más prósperos de la UEM. Para avanzar por esta senda es necesario, sin embargo, que se eliminen los riesgos de pérdida de competitividad que se derivan de la persistencia de un comportamiento dual en la formación de precios, que es la causa principal de que se mantengan tasas de inflación más elevadas que en el conjunto del área.

La superación de los riesgos que las pérdidas de competitividad podrían suponer para el crecimiento de la producción y del empleo requiere que la política presupuestaria acentúe sus funciones estabilizadoras para atenuar el carácter acomodante de la política monetaria común. Pero sobre todo es necesario que se refuercen las políticas de oferta orientadas a facilitar la ampliación del potencial de crecimiento y a incrementar la competitividad, extendiendo y completando las reformas liberalizadoras de los mercados de bienes, servicios y factores.

CAPÍTULO II

EL ÁREA DEL EURO
Y EL ENTORNO EXTERIOR

II.1. INTRODUCCIÓN

En 1998, los países desarrollados registraron, en términos generales, tasas de crecimiento todavía elevadas, con la clara excepción de Japón, que siguió inmerso en una profunda recesión. Este comportamiento ha estado acompañado de una disminución prácticamente generalizada de la inflación, que se ha situado en mínimos históricos en muchos países. Asimismo, el empleo ha respondido de forma positiva, tal como han puesto de manifiesto los descensos de las tasas de paro nacionales. Dentro de este conjunto de países, la prolongación del ciclo expansivo en Estados Unidos, la desaceleración de la economía del Reino Unido y la continuidad de la recuperación en el área del euro han sido los rasgos más característicos. No obstante, en la segunda mitad del año se asistió a una cierta acentuación de las diferencias cíclicas entre la economía norteamericana, por un lado, y las europeas, por otro, fruto de los mayores efectos contractivos, directos e indirectos, que ha ejercido sobre Europa la crisis de las economías con mercados emergentes y, en especial, de su extensión geográfica a nuevas áreas desde los meses centrales del año.

Para las economías en desarrollo y, en particular, para los países con mercados emergentes, 1998 ha sido un año lleno de dificultades. Mientras las economías asiáticas afectadas por la crisis del verano de 1997 estaban inmersas en la instrumentación, con mayor o menor decisión según los casos, de los planes de ajuste necesarios para corregir los desequilibrios y superar la contracción económica, otros países con mercados emergentes, con fundamentos económicos débiles, se vieron negativamente afectados por nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional. De entre ellos, hay que destacar el desencadenamiento de la crisis rusa en los meses centrales del año, cuya magnitud y posterior contagio a diversos países del área latinoamericana tuvieron graves repercusiones sobre la estabilidad de los mercados financieros internacio-

nales y alteraron sustancialmente las condiciones de financiación exterior que, hasta entonces, habían tenido estos países. Los mercados de valores de las economías desarrolladas se vieron afectados, en cierta medida, por estas turbulencias, sobre todo en aquellos países en los que el grado de exposición de sus inversiones exteriores a estas áreas era mayor. No obstante, la actuación posterior de las autoridades monetarias, que, en ausencia de presiones inflacionistas, instrumentaron descensos de los tipos de interés para paliar los riesgos de desaceleración de la actividad, contribuyó de forma significativa a restablecer la calma en los mercados.

En todo caso, tanto los problemas de las economías del sudeste asiático como los de la economía rusa en 1998 y, en general, las turbulencias financieras padecidas, fundamentalmente, por las economías emergentes han puesto de manifiesto la existencia de deficiencias importantes en el funcionamiento del Sistema Financiero Internacional. En particular, se han manifestado debilidades en los mecanismos de prevención y contención de los efectos de las crisis financieras internacionales en un contexto de elevada movilidad de capitales e importancia creciente de los mercados financieros internacionales en la propagación de las crisis (véase recuadro II.1).

Un rasgo especialmente destacable de la evolución económica internacional de 1998 ha sido el continuado descenso de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas, que ha constituido uno de los principales factores determinantes de las bajas tasas de inflación mundiales. Al mismo tiempo, la caída de los precios de materias primas ha acentuado los problemas de las economías emergentes, al haber mermado de forma sustancial los ingresos procedentes de las exportaciones de estos bienes, de los que algunos de los países en crisis son los principales productores mundiales.

En el entorno más cercano, 1998 pasará a la historia como el año en el que once países

de la Unión Europea reunieron las condiciones económicas requeridas para crear una unión monetaria, que se plasmó el 1 de enero de 1999 en el nacimiento de la moneda única europea: el euro. Asimismo, en julio de 1998 inició su andadura el Banco Central Europeo, autoridad monetaria supranacional de los once países de la zona del euro, encargada de definir la política monetaria única, que será ejecutada, principalmente, a través de los bancos centrales nacionales de los países participantes.

El descenso de la tasa de inflación y los requerimientos de convergencia de los tipos de interés a corto plazo entre los once países de la Unión Monetaria han marcado la pauta de la evolución de los mercados financieros europeos a lo largo de 1998. Asimismo, en los mercados cambiarios, en un clima de creciente estabilidad, el comportamiento de los tipos de cambio de los once países del euro estuvo condicionado por el preanuncio efectuado en mayo sobre las paridades de conversión al euro; todo ello en un contexto de mayor volatilidad del dólar frente a las principales monedas.

Los meses transcurridos de 1999 se han caracterizado por un elevado grado de incertidumbre sobre el panorama económico mundial. A pesar de que la economía de Estados Unidos mantiene un notable dinamismo, en los países europeos se ha generalizado una tendencia a la desaceleración del ritmo de crecimiento, de intensidad variable según los casos, cuyo origen más generalizado está en la contracción de las exportaciones. En todo caso, las previsiones apuntan a que este descenso de la actividad productiva podría ser pasajero, de manera que, ya en el año 2000, el conjunto de la economía mundial volvería a recuperar una senda de crecimiento más vigoroso.

Las primeras acciones de política monetaria del BCE han tenido en cuenta estos rasgos de desaceleración de la economía europea en un entorno de tasas de inflación muy reducidas. Así, tras producirse, en diciembre de 1998, una bajada coordinada de los tipos de interés de intervención de los bancos centrales nacionales que fijó anticipadamente el tipo de inicio de la UEM en el 3 %, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en abril de 1999, reducir adicionalmente su tipo de interés principal en 0,5 puntos, hasta situarlo en el 2,5 %.

II.2. EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

II.2.1. Los países desarrollados: Estados Unidos, Japón y el Reino Unido

En 1998, la economía de Estados Unidos continuó la fase expansiva que inició en la se-

gunda mitad de 1991. Desde entonces y hasta el cuarto trimestre de 1998, el PIB de la economía norteamericana ha aumentado, en términos reales, un 27 %, comportamiento que ha sido compatible con un descenso gradual de la tasa de inflación. En concreto, en 1998, el crecimiento del PIB fue del 3,9 %, la tasa de paro registró un valor mínimo histórico (4,5 %) y el incremento de los precios de consumo se situó en el 1,6 %. La información disponible sobre los primeros meses de 1999 confirma que esta economía mantiene un dinamismo sostenido similar al de los meses y años precedentes. La duración de esta fase expansiva de la economía norteamericana en un contexto de inflación reducida ha venido, sin duda, favorecida por elementos coyunturales, tales como la reducción de los precios de la energía en los últimos años. Al mismo tiempo, la consolidación de un entorno de estabilidad macroeconómica, al que han contribuido el rápido desarrollo tecnológico y las políticas económicas instrumentadas durante estos años, junto con la elevada flexibilidad de los mercados de bienes y factores, han desempeñado un papel muy importante en la ampliación del crecimiento potencial de esta economía, como consecuencia de los aumentos de productividad generados y de las ganancias de eficiencia obtenidas en la asignación de los recursos disponibles.

No obstante, si bien estos resultados son globalmente muy satisfactorios, la descomposición del crecimiento observado por componentes arroja un profundo desequilibrio entre el fuerte dinamismo de la demanda interna y el progresivo deterioro del saldo comercial. La pujanza de la demanda interna se basó, fundamentalmente, en el crecimiento del consumo privado, financiado con un considerable aumento del endeudamiento de las familias, que condujo a una reducción muy significativa de su tasa de ahorro, hasta alcanzar valores negativos en algunos meses de 1998 (véase gráfico II.1). Dentro del clima generado por la sólida situación de la economía y, en particular, por la elevada creación de empleo, la expansión del consumo responde, en buena medida, al efecto de la fuerte revalorización bursátil observada en los últimos años: si se toma como punto de partida el inicio del ciclo actual (finales de 1991), el precio medio de las acciones había aumentado, en marzo del presente año, un 200 %, situándose los índices bursátiles en niveles máximos históricos.

Naturalmente, en estas condiciones, la sostenibilidad a medio plazo del crecimiento del consumo depende de la evolución futura de las cotizaciones bursátiles. De este modo, el elevado nivel actual de los precios de las acciones en relación con los niveles habituales de los be-

Las iniciativas para la reforma del sistema financiero

Desde el desencadenamiento de la crisis asiática en 1997 se han sucedido un buen número de propuestas de organismos públicos y privados, nacionales e internacionales, encaminadas a sugerir posibles reformas de distintos aspectos de la arquitectura del sistema financiero internacional, con el fin de disminuir la probabilidad de que ocurran nuevos episodios de crisis y de que, en caso de que estos llegaran a tener lugar, la comunidad internacional se encuentre mejor preparada para hacerles frente. La discusión de este conjunto de propuestas en diversos foros internacionales ya ha dado como resultado la adopción de algunas de ellas. En muchos casos, sin embargo, el estado de las discusiones es todavía preliminar, siendo previsible que en el futuro próximo se produzcan avances significativos en su concreción y en la adopción de decisiones en los ámbitos correspondientes.

Las propuestas dirigidas a reformar el sistema financiero internacional con el objeto de prevenir las crisis financieras y, en su defecto, limitar sus consecuencias se pueden resumir en el siguiente cuadro:

	<p>1. SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN FINANCIERA</p> <p>Aprobadas o en fase de aprobación: Adopción de estándares de: — Supervisión bancaria (por parte del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, CBSB) — Regulación de los mercados de valores (Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO) — Supervisión de empresas de seguros (Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, IAIS) — Divulgación de información relativa a las colocaciones internacionales de valores (IOSCO) Creación, a iniciativa del G-7, del Foro de Estabilidad Financiera, al objeto de mejorar la coordinación de los trabajos encaminados a fortalecer la regulación y supervisión financieras</p> <p>En estudio: Creación de incentivos para la aplicación de los estándares ya aprobados, que incluirían la concesión de publicidad a la adhesión de los países a los estándares y el establecimiento de un nexo entre los requerimientos de capital de las instituciones financieras de un país y la calidad de sus mecanismos de supervisión Reforzamiento de la supervisión de los agentes que operan con un elevado grado de apalancamiento (<i>hedge funds</i>) y de los paraísos fiscales (<i>offshore centres</i>)</p>
2.1. Sector público	<p>2. MEJORA DE LA TRANSPARENCIA</p> <p>Aprobadas o en fase de aprobación: Adopción por el FMI de un Código de Buenas Prácticas sobre Transparencia Fiscal, de los Estándares Especiales de Difusión de Datos y —en fase de elaboración— de un Código de Buenas Prácticas sobre Transparencia de las Políticas Monetarias y Financieras</p> <p>En estudio: Creación de incentivos a la adhesión de los países a estos códigos y estándares similares a los estudiados en el caso de los estándares de transparencia</p>
2.2. Las instituciones financieras internacionales (IFIs)	<p>Aprobadas o en fase de aprobación: Adopción de una presunción en favor de la publicación de información</p> <p>En estudio Preparación de mecanismos de autoevaluación de la efectividad de sus propias políticas</p>
2.3. Sector privado	<p>Aprobadas o en fase de aprobación: Adopción por el Comité Internacional de Estándares Contables (IASC) de unos Estándares Internacionales de Contabilidad Adopción por la OCDE de un código de principios de gobierno de las empresas —en elaboración—</p>
	<p>3. ASPECTOS MACROECONÓMICOS</p>
3.1. Flujos internacionales de capitales	<p>En estudio: Modificación de los «Articles of Agreement» que permita una mayor implicación del FMI en la definición de la secuencia de la liberalización de los flujos de capitales Conveniencia de establecer ciertas medidas penalizadoras de los inlujos de capital a corto plazo en determinadas circunstancias</p>
3.2. Regímenes cambiarios	<p>En estudio: Estudio de las circunstancias que determinan la idoneidad de regímenes cambiarios alternativos en cada caso concreto</p>
	<p>4. PREVENCIÓN Y GESTIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS</p>
4.1. Implicación del sector privado	<p>En estudio: Adopción de cláusulas en los contratos de emisión de bonos que tiendan a facilitar la actuación coordinada de los acreedores en caso de crisis Introducción de opciones <i>roll-over</i> en todos los contratos internacionales de endeudamiento que otorguen al prestatario la capacidad de extender el plazo de la deuda en caso de crisis por un período determinado y a unos tipos de interés penalizadores Obligación de que las entidades colocadoras de las emisiones de bonos suscriban una parte de ellas Contratación de líneas contingentes de crédito con el sector privado Posible concesión de préstamos por parte del FMI a deudores que hayan acordado con sus acreedores una modificación en las condiciones de financiación de su deuda</p>
4.2. Otros elementos	<p>Aprobadas o en fase de aprobación Establecimiento de una línea contingente de crédito por parte del FMI para prevenir y contrarrestar eventuales ataques especulativos contra un país cuya situación macroeconómica y financiera sea saneada</p>
	<p>5. EFECTOS SOCIALES DE LAS CRISIS</p> <p>Aprobadas o en fase de aprobación: Adopción por el Banco Mundial (BM) de los Principios de Buenas Prácticas en Política Social Realización por el BM de exámenes regulares para cada país en desarrollo, al objeto de identificar posibles debilidades estructurales que puedan agravar las consecuencias de las crisis</p> <p>En estudio: Incremento de recursos para las iniciativas Facilidad Fortalecida de Ajuste Estructural (ESAF) del FMI y Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC)</p>

Estados Unidos: consumo privado y factores explicativos



Fuentes: Estadísticas nacionales y REUTERS.

(a) Tasas de variación interanuales.

neficios empresariales constituye un elemento objetivo de riesgo. Una brusca corrección de las cotizaciones podría aumentar la fragilidad financiera de las familias, dado su alto endeudamiento, y modificar sus planes de consumo, frenando la actividad económica. No obstante, en el momento actual parece más probable que la propia madurez del ciclo económico propicie, en el futuro cercano, una moderación suave y paulatina de las tasas de crecimiento del producto.

Por lo que se refiere a la evolución del sector exterior, en 1998 se agudizaron los desequilibrios comerciales de EEUU hasta situar el déficit por cuenta corriente en el 2,7 % del PIB. Una consecuencia de ello fue el aumento del efecto contractivo de la demanda externa neta al crecimiento del PIB (-1,6 puntos porcentuales). El fuerte dinamismo de la demanda interna y la pérdida de competitividad del dólar se unieron a una reducción de la demanda exterior de productos norteamericanos resultante de la desaceleración de la actividad en el resto del mundo.

Finalmente, por el lado de los precios, a pesar de la baja inflación registrada en 1998, el dinamismo de la demanda interna y las tensiones existentes en el mercado de trabajo, tal como manifiestan los aumentos salariales en algunos sectores y el crecimiento anual de los costes laborales unitarios en las manufacturas, configuran un panorama en el que no están ausentes ciertas presiones inflacionistas. No obstante, el comportamiento muy favorable del precio de las materias primas en 1998, la continuada apreciación del dólar, en mayor medida frente a las monedas europeas que frente al yen (véase gráfico II.2), y la flexibilidad de los mecanismos de formación de precios en la economía norteamericana, han resultado determinantes para explicar la relativa estabilidad de los precios en 1998.

Por lo que respecta a las políticas económicas, cabe destacar la gestión rigurosa de las finanzas públicas en los últimos años, lo que ha permitido que, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el saldo estructural, que ya fue positivo en 1997, ascendiese al 0,8 % del PIB en 1998. El esfuerzo de consolidación fiscal realizado y el impacto favorable del crecimiento económico sobre el componente cíclico del saldo presupuestario hicieron posible la existencia de un superávit significativo (1,3 % del PIB en 1998), por segundo año consecutivo.

La política monetaria, por su parte, ha debido ser conducida, en 1998, en un entorno complejo que ha venido caracterizado por el fuerte

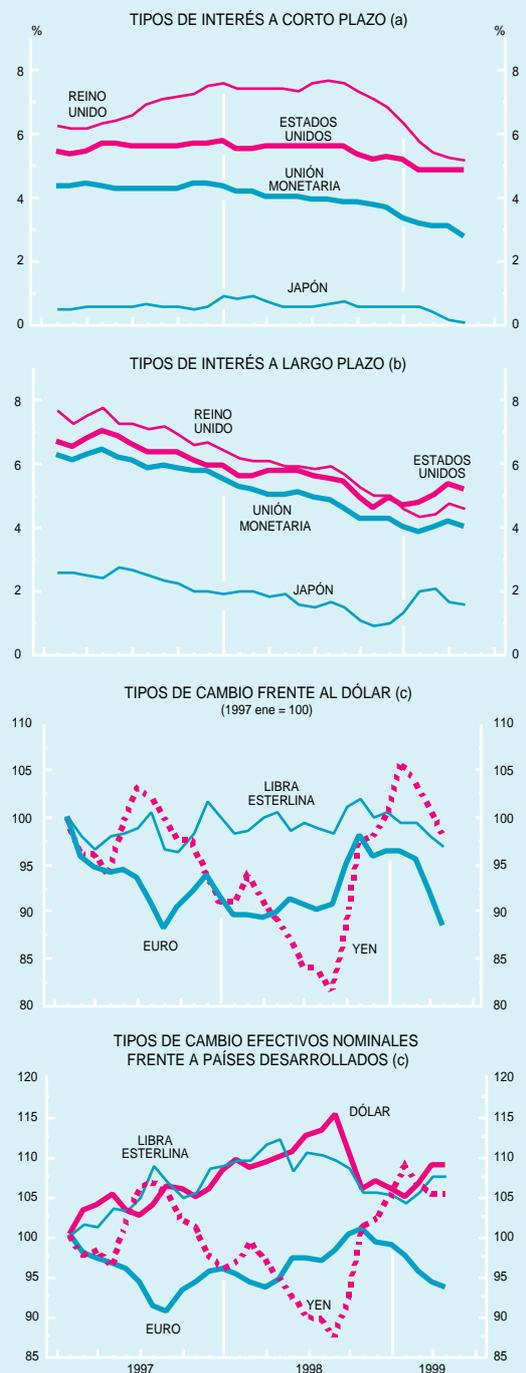
dinamismo de la actividad económica, por la presencia de ciertas dudas sobre la solidez de la situación financiera del sector privado y por las implicaciones de las turbulencias de los mercados financieros internacionales. Así, mientras que la presión continuada del gasto sobre la capacidad productiva instalada parecía requerir la aplicación de políticas de demanda contractivas, el elevado endeudamiento del sector privado, apoyado en la fuerte revalorización bursátil, y la exposición del sector financiero doméstico a las economías emergentes en crisis actuaban como factores disuasorios para la adopción de medidas que pudieran inducir correcciones súbitas en los precios de las acciones e incrementar la fragilidad de las entidades financieras.

En este contexto, en agosto se desencadenó la crisis rusa, que dio lugar a una caída importante de la bolsa, una depreciación sustancial del dólar frente al marco y el yen, un deterioro significativo de la situación financiera de las entidades con grandes inversiones en los países afectados por la crisis —Rusia, en primer lugar, y después Latinoamérica— y una ampliación notable de las primas de riesgo de la deuda privada. Ante la posibilidad de que este episodio de inestabilidad se acentuase y se extendiera al conjunto del sistema financiero, la Reserva Federal redujo, entre septiembre y noviembre, el tipo de interés oficial en tres ocasiones, desde el 5,5 % hasta el 4,75 % vigente en la actualidad. Esta decisión fue seguida de una recuperación de los mercados bursátiles, de una relativa normalización de las condiciones en los mercados financieros, de un fortalecimiento del dólar respecto a las monedas del área del euro —frente al yen siguió depreciándose hasta enero de 1999— y de un renovado dinamismo de la demanda interna, factores todos ellos que han persistido en los primeros meses de 1999.

La situación económica descrita para Estados Unidos contrasta fuertemente con la recesión que sufre Japón desde finales de 1997: en 1998 el PIB se redujo un 2,9 % (véase cuadro II.1), contracción que no tiene precedentes desde 1974, y que fue consecuencia de una caída del 3,5 % de la demanda interna, solo parcialmente compensada por la demanda exterior. El fuerte deterioro del clima económico general, tal como demuestran los niveles mínimos históricos de los índices de confianza de consumidores y empresarios, y el aumento de la tasa de paro hasta registros no conocidos (4,6 % en febrero de 1999), provocaron una disminución del consumo privado del 1,1 % y una caída del 9 % de la formación bruta de capital fijo. En cuanto al sector exterior, las importaciones de bienes y servicios se desplomaron un 7,7 %, al

GRÁFICO II.2

Tipos de interés y tipos de cambio



Fuentes: Banco de España y BIS.

(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada con PIB en PPA, de los once países. En 1999: EURIBOR a tres meses.

(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: media ponderada con PIB en PPA, de los once países.

(c) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.

Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido

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

Fuentes: FMI y OCDE.

(a) Tasa de variación.

(b) Contribución al crecimiento del PIB.

(c) Porcentaje sobre el PIB.

hilo de la caída de la demanda interna, mientras que las ventas al exterior descendieron un 2,3 %, fruto de la disminución de la demanda mundial. En consecuencia, el superávit por cuenta corriente, que fue del 3,2 % del PIB en 1998, superó ampliamente el 2,3 % de 1997.

Los precios han seguido, a lo largo del año y en los primeros meses de 1999, una senda de signo deflacionista. La tasa de inflación, medida con los precios de consumo, es muy reducida (0,4 % en la media de 1998 y -0,1 % interanual en febrero de 1999); si se excluyen del índice general los alimentos sin elaborar, la inflación viene siendo negativa desde julio. Asimismo, los precios de producción han estado registrando tasas interanuales negativas a lo largo de 1998, que han llegado a situarse entre el -4 % y el -5 % en los dos primeros meses de 1999.

Esta situación macroeconómica se inserta en un contexto de profunda fragilidad del sistema bancario y de deficiencias estructurales graves en los mercados japoneses. Como respues-

ta a esta situación, el Gobierno puso en marcha en 1998 un importante plan de saneamiento bancario que incluía la aportación de fondos públicos cuantiosos y el establecimiento de mecanismos para reestructurar el control y mejorar la gestión de los bancos en crisis. Asimismo, comenzaron a instrumentarse políticas macroeconómicas y estructurales encaminadas a impulsar la actividad y dinamizar el funcionamiento de la economía. Sin embargo, los planes de saneamiento bancario no se han traducido todavía en un aumento apreciable de la solidez del sistema crediticio; los sucesivos paquetes fiscales se han instrumentado con fuertes retrasos y no se está seguro de cuál será su evolución en 1999; y las políticas de reforma estructural adoptadas, adecuadamente orientadas hacia una mayor liberalización de los mercados interiores y a una mayor apertura exterior, están teniendo, en la práctica, escasa repercusión.

En este contexto, el margen de maniobra de las políticas de demanda se ha reducido sensiblemente. Por un lado, la actuación presupues-

taria expansiva —con un déficit público del 6,1 % del PIB en 1998, que podría ser más alto en 1999— ha llevado el saldo de deuda pública a niveles superiores al 100 % del PIB en 1998, lo que ha generado dificultades para su financiación y, en algunos momentos, ha favorecido el incremento de los tipos de interés a largo plazo, a pesar del entorno deflacionista (véase gráfico II.2). Por otro lado, la política monetaria, instrumentada a través de reducciones en los tipos de interés ha agotado su recorrido (el tipo de interés oficial está actualmente en el 0,15 %) y se ha debilitado el mecanismo de transmisión monetaria, debido a la fragilidad en la que se encuentra el sistema bancario y la escasa demanda de crédito. Asimismo, la apreciación sostenida del yen frente al dólar entre agosto de 1998 y enero de 1999 (superior a un 25 %) y el repunte mencionado de los tipos de interés a largo plazo limitaron, aún más, la efectividad de la política monetaria expansiva. A pesar de que a lo largo del primer trimestre de 1999 se han observado ciertos indicios de una posible mejora de la situación económica en los próximos meses, las dificultades para una reactivación de las demandas de inversión y de consumo privado de la economía japonesa permanecen vigentes.

Por último, entre los países de la UE que no forman parte de la UEM destaca la ralentización de la actividad que ha sufrido el Reino Unido en el transcurso de 1998, cuyo origen principal se encuentra en la contracción de las exportaciones como consecuencia de la crisis asiática y de la fuerte apreciación de la libra —un 30 % en términos reales entre mediados de 1996 y finales de 1998—. La desaceleración de la actividad, que ha resultado ser especialmente intensa en la industria, no fue suficiente para reducir, hasta bien avanzado el año, las presiones alcistas sobre los salarios en un mercado laboral que siguió mostrándose muy dinámico, como se refleja en el hecho de que la tasa de paro permanece estabilizada en el 4,6 % desde agosto de 1998, el nivel más bajo desde hace 18 años. Por su parte, el crecimiento de los precios de consumo, excluidos los intereses hipotecarios, no retornó a una senda compatible con el objetivo oficial del 2,5 % hasta la segunda mitad del año.

Las políticas económicas han tenido en este país una clara orientación hacia la estabilidad nominal. La política presupuestaria ha continuado guiada por el proceso de consolidación fiscal, de modo que el saldo de las Administraciones Públicas presentó un superávit del 0,6 % del PIB en 1998 (–1,9 % del PIB en 1997), con una reducción del déficit estructural de 1,3 puntos porcentuales del PIB. El Banco de Inglaterra, por su parte, varió el tono de la política mo-

netaria después del verano, en línea con la mejora de las perspectivas de precios. Hasta junio, elevó progresivamente el tipo de interés de intervención hasta el 7,5 %; desde septiembre, y en sucesivas etapas, redujo dicho tipo hasta el 5,25 % registrado en abril. En consecuencia, los tipos de interés a corto y a largo plazo han seguido una trayectoria bajista, prácticamente ininterrumpida desde mediados de 1998, mientras que, en los mercados de cambios, la libra se ha mantenido estable frente al dólar y se ha apreciado frente al euro.

II.2.2. Las economías emergentes

II.2.2.1. Las economías emergentes en Asia y Europa

La actividad económica en los países del sudeste asiático en 1998 estuvo condicionada por los desarrollos posteriores a la crisis del verano de 1997. En conjunto, la economía de la región registró una fuerte contracción en 1998. Así, el PIB se redujo un 5,5 % en Corea del Sur, un 8 % en Tailandia y Malasia y un 14 % en Indonesia (véase cuadro II.2). No obstante, en la parte final del pasado año comenzaron a observarse algunos indicios de que la crisis del verano de 1997 podría haber tocado fondo y de que, en los dos primeros países mencionados, la actividad económica podría haber repuntado.

En general, todos los países continuaron avanzando en la instrumentación de políticas de ajuste macroeconómico y de reforma estructural, en particular en el sector financiero, aunque con grados muy diferentes de intensidad. La depreciación acumulada por los tipos de cambio y el impacto sobre las importaciones de la contracción de la demanda interna han permitido cambiar el signo de las balanzas por cuenta corriente que, a finales de 1998, presentaban, en muchos países, excedentes significativos. A partir del verano comenzó a observarse una suavización de las condiciones financieras. En efecto: en un contexto de cierta recuperación de la confianza de los inversores, los tipos de interés pudieron reducirse sustancialmente en la mayor parte de los países, alcanzando, en algunos, niveles similares a los vigentes con anterioridad al estallido de la crisis. Asimismo, se produjo una mejoría de los mercados de valores y los tipos de cambio de los países de la zona tendieron a estabilizarse (véase gráfico II.3). No obstante, aunque la mayoría de estas economías han empezado a recuperarse, subsisten todavía elementos de fragilidad, particularmente ligados a la situación de sus sistemas financieros, que deben ser corregidos con el fin de evitar su vulnerabilidad a las perturbaciones de los mercados internacionales.

Países con mercados emergentes: principales indicadores macroeconómicos

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
PIB (a):						
Asia						
Corea del Sur	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5	-5,5
Tailandia	8,5	8,6	8,8	5,5	-0,4	-8,0
Indonesia	7,3	7,5	8,2	8,0	4,6	-13,7
Malasia	8,3	9,3	9,4	8,6	7,7	-6,8
Rusia	-10,4	-11,6	-4,8	-3,5	0,8	-4,8
Latinoamérica						
Argentina	6,3	8,5	-5,8	4,8	8,6	4,2
Brasil	4,9	5,9	4,2	2,8	3,2	0,2
Chile	7,0	5,7	10,6	7,4	7,1	3,3
Méjico	2,0	4,4	-6,2	5,2	7,0	4,9
INFLACIÓN (a):						
Asia						
Corea del Sur	4,8	6,2	4,5	4,4	4,4	7,5
Tailandia	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6	8,1
Indonesia	9,7	8,5	9,4	7,9	6,6	60,7
Malasia	3,5	3,7	3,4	3,5	2,7	5,3
Rusia	895,9	302,0	190,1	47,8	15,0	28,0
Latinoamérica						
Argentina	10,6	4,2	3,4	0,2	0,8	0,9
Brasil	2.103,3	2.123,7	59,6	11,1	7,9	3,5
Chile	12,7	11,4	8,2	7,4	6,1	5,1
Méjico	9,8	7,0	35,0	34,4	20,6	16,7
SALDO PÚBLICO (b):						
Asia						
Corea del Sur (c)	1,7	1,4	1,4	1,4	1,4	-3,2
Tailandia	2,1	2,0	2,6	1,6	-2,1	...
Indonesia	-0,7	0,0	0,8	1,4	...	...
Malasia	-2,6	2,5	3,8	4,2	...	...
Rusia	-9,4	-10,4	-5,4	-7,9	-7,0	-6,0
Latinoamérica						
Argentina	-0,8	-2,3	-4,0	-3,7	-2,5	-2,1
Brasil	-58,1	-44,3	-7,0	-5,9	-6,1	-8,1
Chile	1,8	1,4	3,1	1,4	0,1	-1,2
Méjico	0,7	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-1,2
SALDO CUENTA CORRIENTE (b):						
Asia						
Corea del Sur (c)	0,1	-1,0	-1,9	-4,7	-1,8	13,1
Tailandia	-5,0	-5,6	-8,0	-7,9	-1,9	12,2
Indonesia	-1,5	-1,7	-3,3	-3,3	-3,0	-0,1
Malasia	-4,8	-7,8	-10,0	-4,9	-5,1	12,3
Rusia	3,4	3,8	1,3	0,5	-0,2	-0,5
Latinoamérica						
Argentina	-3,1	3,8	-1,7	-2,2	-3,7	-4,3
Brasil	-0,1	-0,3	-2,5	-3,0	-4,2	-4,5
Chile	-4,5	-1,2	-2,1	-5,4	-5,3	-6,6
Méjico	-5,8	-7,0	-0,6	-0,6	-2,0	-3,9

Fuentes: FMI y Russian European Centre for Economic Policy.

(a) Tasa de variación.

(b) Porcentaje sobre el PIB.

(c) Incluye determinadas transacciones de la Seguridad Social.

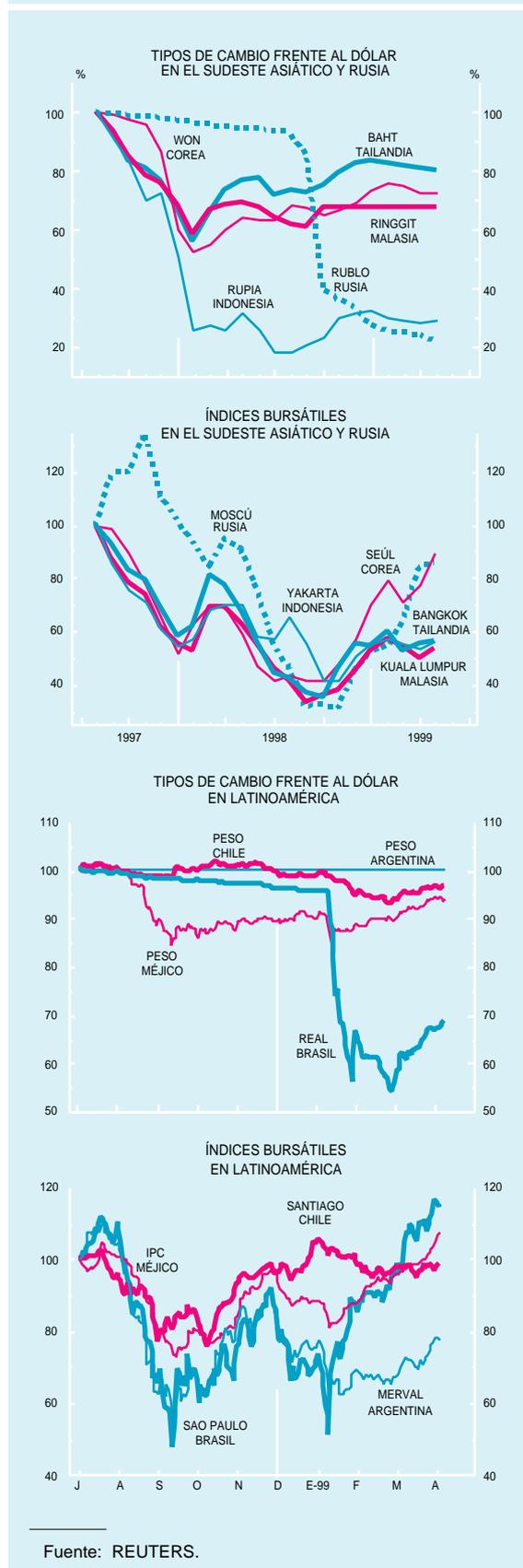
Una manifestación clara de la transmisión internacional de los episodios de inestabilidad fue la crisis financiera ocurrida en Rusia en el verano de 1998. Este país resultaba especialmente vulnerable a los cambios en la percepción del riesgo implícito en la inversión en las economías emergentes que supuso la crisis asiática, como consecuencia del estado de fuerte deterioro en que se encontraba su economía. Entre 1992 y 1998, el PIB ruso había registrado una caída acumulada de casi el 50 % en términos reales, la inversión se había reducido en un 70 % y las condiciones sociales habían empeorado gravemente. Los problemas presupuestarios, en gran medida de naturaleza estructural, se manifestaban principalmente en la escasa capacidad de recaudación —como consecuencia del raquitismo relativo de la base impositiva efectiva, de la elevada evasión fiscal y del efecto de las menores ventas y el más bajo precio del petróleo—, en las dificultades encontradas en el proceso de privatizaciones y en los gastos generados por el mantenimiento de empresas públicas inviables o deficientemente gestionadas. Las elevadas necesidades de financiación de las Administraciones Públicas —el déficit público superó el 6 % del PIB en 1997 y 1998— supusieron, a su vez, un incremento notable del saldo de deuda pública en circulación que, desde 1995, tenía vencimientos muy cortos y, en gran medida, se encontraba en manos de extranjeros (más de un 30 % en mayo de 1998).

En estas condiciones, la crisis asiática de mediados de 1997 agravó sensiblemente la situación financiera de Rusia, al inducir una reducción generalizada de la propensión a adquirir activos emitidos en países con economías emergentes por parte de los inversores internacionales y la consiguiente elevación de los tipos de interés exigidos a la deuda emitida por ellos. El endurecimiento de las condiciones de financiación de la deuda, en una situación de escasez crónica de recursos fiscales y de déficit por cuenta corriente creciente, generó presiones depreciatorias sobre el rublo y fuertes pérdidas de reservas exteriores que no lograron contenerse con la firma del acuerdo entre el Gobierno ruso y el FMI en julio, que suponía la obtención de financiación extraordinaria. El 17 de agosto, las autoridades rusas anunciaron un conjunto drástico de medidas que incluían la devaluación del rublo —que dio paso a la flotación el 3 de septiembre—, la moratoria unilateral por 90 días en el servicio de la deuda externa bancaria privada, la conversión obligatoria de la deuda pública a corto plazo denominada en rublos en nuevos instrumentos a largo plazo y la suspensión de su servicio y negociación.

Desde entonces, la situación económica se ha ido deteriorando progresivamente. Se esti-

GRÁFICO II.3

Evolución de los tipos de cambio y de las bolsas



ma que el PIB se redujo casi un 5 % en 1998, la inflación se ha acelerado hasta el 103 % interanual en febrero de 1999, el rublo se ha depreciado más de un 75 % entre agosto y marzo de 1999 (véase gráfico II.3), y el sistema bancario atraviesa una profunda crisis. No obstante, cabe la posibilidad de que se produzca una nueva refinanciación de la deuda externa, gracias al apoyo financiero que Rusia va a recibir de las instituciones financieras internacionales, de Japón, del Club de París y de los bancos internacionales respecto a la llamada «deuda soviética» (deuda contratada por la antigua URSS con anterioridad a 1.1.1992).

Por el momento, el impacto directo de la crisis rusa sobre la UEM ha sido limitado. La conexión es más estrecha por el lado financiero (especialmente en el caso de Alemania) que por el comercial: a finales de 1997, los préstamos bancarios del área del euro a Rusia suponían un 10 % de los préstamos internacionales concedidos y las exportaciones el 2,7 % del total. Ahora bien, la magnitud global del impacto depende también de sus consecuencias sobre el resto de las economías de Europa Central y del Este. En este sentido, conviene señalar que la incidencia de la crisis de Rusia solo ha sido sustancial en los países pertenecientes a la antigua Unión Soviética y que, en las principales economías de la zona (Polonia, República Checa y Hungría), con las que la UEM mantiene lazos comerciales muy importantes, la repercusión ha sido limitada, como consecuencia de la relativa solidez de la situación y de las políticas económicas de esos países.

No obstante, el reciente desencadenamiento del conflicto militar de Kosovo incrementa sensiblemente la incertidumbre sobre el porvenir económico de la región en el futuro próximo.

II.2.2.2. Las economías latinoamericanas

En 1998, las economías latinoamericanas se vieron negativamente afectadas por la reducción de la demanda global de materias primas que supuso las crisis de las economías del sudeste asiático. En la segunda mitad del año, la situación se agravó sensiblemente como consecuencia de la inestabilidad generada por los problemas financieros de Rusia en los mercados internacionales y por las dificultades internas que mostraban algunos países, particularmente Brasil, para proseguir los esfuerzos de reducción de sus desequilibrios macroeconómicos. Estos desarrollos vinieron acompañados de una reducción de los flujos de capitales hacia las economías latinoamericanas, toda vez que los inversores internacionales prefirieron colocar los fondos en activos de mayor calidad.

Desde 1994, Brasil venía aplicando con éxito un programa de ajuste estructural, que le había permitido doblegar la dinámica de hiperinflación que sufría desde la década anterior, corregir en gran medida el abultado déficit público y atraer un flujo estable y muy importante de capitales exteriores. Sin embargo, en el transcurso de 1998 se fueron haciendo patentes algunos signos de agotamiento de ese programa que debilitaron la confianza de los inversores internacionales y dieron lugar a presiones depreciatorias sobre el real, moneda que mantenía un régimen de *crawling-peg* con el dólar. En la primera mitad de 1998, el déficit público superó la cota del 7 % del PIB, como consecuencia de una creciente carga de intereses no compensada por el lado de los ingresos y de la laxitud de los gastos en un período preelectoral. Por su parte, el déficit por cuenta corriente alcanzó el 4,5 % del PIB. Con ese telón de fondo, la moratoria de la deuda rusa en agosto disparó la desconfianza de los inversores internacionales sobre Latinoamérica y, en especial, sobre la capacidad de Brasil para hacer frente a sus compromisos financieros, con lo que se inició un proceso de huida de capitales y de fuertes presiones depreciatorias sobre el real que generaron importantes pérdidas de reservas y elevaciones muy importantes de los tipos de interés a corto plazo, que alcanzaron el 42 % en noviembre.

En esta situación, las autoridades brasileñas obtuvieron del FMI un paquete de ayuda financiera condicionado a la instrumentación de un severo plan de ajuste presupuestario. En enero de 1999, ante las dificultades para poner en práctica las reformas presupuestarias requeridas, se aceleraron los flujos de salida de capital y se ampliaron los diferenciales de tipos de interés exigidos a los emisores brasileños, de manera que las autoridades acabaron abandonando su compromiso cambiario. Después de una intensa depreciación frente al dólar en los dos primeros meses de libre flotación —cercana al 40 %—, el real ha tendido a estabilizarse y, desde principios de marzo, se ha apreciado ligeramente, en un entorno de tipos de interés todavía elevados, y de una incipiente renovación del flujo de entrada de capitales, tras la introducción de algunas reformas fiscales. De todos modos, el estancamiento de la producción brasileña, que ha dado lugar a una recesión en 1999, hace que las previsiones de superación de la crisis se pospongan, por el momento, hasta el año 2000.

La crisis brasileña y el movimiento general en busca de la calidad supusieron la reaparición de dudas en los mercados en torno a la solidez del ajuste económico instrumentado en otros países del área latinoamericana, y la revisión generalizada del riesgo asociado a la inversión en mercados emergentes se tradujo en

un tensionamiento de las condiciones financieras reinantes en el conjunto del área.

En la región, la crisis financiera supuso derrumbes de las cotizaciones bursátiles, fuertes presiones vendedoras sobre los tipos de cambio, que requirieron la acción de los bancos centrales en los mercados de cambios, elevaciones muy significativas de los tipos de interés y, en algunos casos, la revisión a la baja de la calificación de las emisiones de deuda (véase gráfico II.3). Finalmente, países como Colombia y Ecuador tuvieron que variar su régimen cambiario de bandas deslizantes frente al dólar (véase recuadro II.2). El endurecimiento de las condiciones financieras, en un contexto de mantenimiento o descenso de los precios de las materias primas exportadas por estos países, afectó a la tasa de crecimiento del PIB del área, que se redujo de forma notable en la segunda mitad del año, situándose en el conjunto de 1998 en un 2,3 %, frente al 5,2 % registrado en 1997. Asimismo, la caída de la demanda y del valor unitario de las exportaciones supuso un notable empeoramiento del déficit por cuenta corriente del conjunto de la zona, que se estima alcanzó los 90 mil millones de dólares (casi un 40 % superior al de 1997).

La crisis ha afectado más a unos países que a otros, en función de su situación macroeconómica, de su nivel de endeudamiento relativo y del grado de concentración de sus exportaciones. A diferencia de otras situaciones similares, México, Argentina y Chile, una vez superados los momentos críticos de los episodios especulativos, han conseguido ir restableciendo la normalidad en sus condiciones monetarias y financieras, lo cual refleja la confianza de los mercados en sus procesos de reforma, el estado saneado de sus finanzas públicas y, sobre todo, en el caso de Argentina, la solidez de su régimen de política monetaria. No obstante, las perspectivas económicas del conjunto del área dependen del grado de éxito que obtenga Brasil en su proceso de ajuste y en su recuperación económica. Téngase en cuenta que Brasil representa alrededor del 40 % del PIB del área latinoamericana y que mantiene estrechas relaciones comerciales con el resto de los principales países de la zona, muy especialmente con Argentina.

II.3. EL ÁREA DEL EURO

II.3.1. Las condiciones económicas del área del euro

En el área del euro, el elevado crecimiento registrado en 1998 vino acompañado de la ausencia de presiones inflacionistas, por lo que

las condiciones económicas existentes al inicio de la UME resultaban, en términos generales, adecuadas para el lanzamiento del euro. No obstante, la expansión de la actividad en el conjunto del año estuvo acompañada por una desaceleración notable de la misma en su segunda mitad, mientras que el descenso de la inflación se benefició de la contribución positiva de algunos precios con un comportamiento tradicionalmente poco estable, lo que encubrió la resistencia a la baja de la inflación de otros componentes del índice general. Finalmente, los procesos de corrección de los desequilibrios fiscales y de introducción de reformas estructurales experimentaron progresos relativamente limitados en 1998.

El crecimiento económico durante el pasado ejercicio —el 2,9 %— supuso la prolongación de la recuperación iniciada en 1997 (véase cuadro II.3), tras los mediocres resultados obtenidos entre 1995 y 1996, de modo que la tasa de expansión del producto en 1998 fue la más elevada desde el inicio de la década. Sin embargo, pasado el primer semestre, cuando se alcanzó el máximo de la actual fase expansiva, el dinamismo de la actividad mostró un perfil descendente, ya que la demanda interna fue incapaz de contrarrestar un entorno exterior que se hizo progresivamente más adverso. De este modo, la aportación negativa de la demanda externa al crecimiento del PIB se amplió de forma considerable en la segunda mitad del año en la mayoría de los países (véase gráfico II.4).

Inicialmente, las turbulencias financieras que las economías emergentes comenzaron a padecer en el verano de 1997 contribuyeron al descenso de los tipos de interés a largo plazo en la UEM —al igual que en otros países industrializados—. Asimismo, la menor demanda de petróleo y de otras materias primas por parte de esos países favoreció la caída de los precios de estos productos en los mercados internacionales, lo que propició la contención de las presiones inflacionistas.

Sin embargo, en el transcurso de 1998, con la extensión de la crisis a otros países, sus efectos adversos sobre el área del euro se manifestaron con creciente intensidad. En primer lugar, su incidencia negativa se reflejó en un menor dinamismo de la demanda exterior, como consecuencia del deterioro de la actividad en los países afectados. Posteriormente, la prolongación de la crisis comenzó a dañar la confianza empresarial y, en consecuencia, a acrecentar las dudas acerca del mantenimiento de un crecimiento sostenido en el conjunto del área.

La demanda interna mantuvo, durante todo el año, un notable grado de fortaleza, aunque

UEM. Principales indicadores macroeconómicos

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
DEMANDA Y PRODUCTO (a):						
Producto interior bruto	-1,1	2,7	2,2	1,6	2,5	2,9
Demanda interior	-2,6	2,3	1,9	1,2	1,9	3,4
Consumo privado	-0,9	1,4	1,9	1,9	1,4	3,0
Consumo público	1,0	0,5	0,1	1,7	0,3	0,4
Formación bruta de capital fijo	-7,9	2,1	3,4	0,4	2,1	4,2
Exportaciones	1,1	8,7	8,1	4,4	10,3	6,0
Importaciones	-4,1	7,6	7,4	3,3	9,0	7,3
Contribuciones al crecimiento del PIB (b):						
<i>Demanda interna</i>	-2,6	2,3	1,9	1,1	1,9	3,3
<i>Demanda externa</i>	1,5	0,4	0,4	0,4	0,7	-0,3
PRECIOS Y COSTES (a):						
Precios de consumo (media anual)	3,7	3,0	2,7	2,2	1,6	1,1
Precios de consumo (dic./dic.)	3,6	2,8	2,8	1,9	1,5	0,8
Costes laborales unitarios	...	...	1,7	1,8	0,6	...
Remuneración por asalariado	...	...	3,5	3,4	2,6	...
CUENTAS DE LAS AAPP (c):						
Gastos corrientes	51,0	50,1	49,7	49,7	48,6	47,4
<i>Gasto por intereses</i>	5,7	5,4	5,7	5,5	5,0	4,5
Ingresos corrientes	49,4	48,6	48,5	48,8	49,0	48,6
Inversión pública	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3
Déficit (-)/superávit (+) primario	0,2	0,3	0,7	1,3	2,5	2,4
Déficit (-)/superávit (+)	-5,5	-5,1	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1
MERCADO DE TRABAJO:						
Empleo total (a)	...	...	0,4	0,2	0,3	1,3
Paro (d)	10,9	11,7	11,4	11,6	11,6	11,0

Fuentes: BCE y Comisión Europea.

(a) Tasas de variación.
(b) Puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB.
(c) Porcentaje del PIB.
(d) Porcentaje de la población activa.

con un perfil suavemente descendente en el segundo semestre. Por componentes, el dinamismo del consumo, que tendió incluso a acrecentarse en los trimestres finales del año, estuvo impulsado por el aumento de la renta real disponible de las economías domésticas resultante de la creación de empleo y del moderado incremento de los salarios reales derivado de la mejora de las expectativas sobre la tasa de inflación. Todo ello se vio amplificado por la mejora de la confianza de las familias, que acrecentó su propensión a consumir. En este contexto, el efecto derivado de la evolución alcista de los mercados bursátiles desempeñó un papel relevante, aunque de menor importancia que el observado en Estados Unidos, dada la menor participación de las tenencias de activos de renta variable en la riqueza de las familias residentes en el área del euro.

La reducida inflación, la prolongación del curso descendente de los tipos de interés y la estabilidad cambiaría en el área del euro con-

formaron un clima macroeconómico propicio a la expansión de la inversión. No obstante, la conjunción de todos estos elementos se reveló insuficiente para evitar la desaceleración paulatina de algunos de sus componentes al final del año. Lógicamente, el deterioro gradual de las perspectivas del sector exterior pudo inducir una mayor precaución en los planes de inversión empresariales y, así, explicar la desaceleración de la formación bruta de capital entre el primero y el último trimestre del año. No obstante, dos tercios de la reducción en la contribución de la inversión al crecimiento fueron debidos al comportamiento de las existencias, cuya evolución no resulta fácil de interpretar debido a la escasa precisión con que se estima y a la dificultad para identificar el carácter voluntario o involuntario del ajuste de inventarios observado.

El comportamiento de las exportaciones supuso el freno más importante a la expansión de la actividad en 1998. Los flujos comerciales ex-

Regímenes cambiarios en países emergentes

Buena parte de los países con mercados emergentes adoptaron en el pasado reciente y, sobre todo desde el comienzo de la década presente, estrategias de política económica encaminadas a lograr el grado suficiente de estabilidad macroeconómica que les permitiera lograr su integración plena en la comunidad financiera internacional. Estos planes de estabilización incluían, en general, medidas tendentes a garantizar la apertura comercial completa, a avanzar en la desregulación de los mercados y a liberalizar los flujos de capitales con el exterior. Las medidas liberalizadoras venían acompañadas de la adopción de regímenes cambiarios que suponían, en mayor o menor medida, el anclaje nominal de la economía a la evolución del tipo de cambio.

Tal y como se muestra en el cuadro adjunto, la mayoría de las economías emergentes tenían vigentes, antes de las crisis cambiarias de 1997 y 1998, sistemas de tipos de cambios fijos o semifijos, cuya expresión extrema era el régimen de *currency board* (donde la base monetaria en circulación debe estar completamente respaldada por las reservas exteriores disponibles) adoptado por Argentina y Hong-Kong. En general, los países del sudeste asiático eligieron un régimen de tipo de cambio fijo con el dólar, mientras que los países de América Latina optaron por regímenes con tipos deslizantes de acuerdo con reglas preanunciadas (*crawling pegs* o *crawling bands*). Cabe señalar que, entre 1993 y 1996, el porcentaje de países miembros del FMI con este tipo de regímenes cambiarios pasó del 68 % al 73 %. La adopción de esta estrategia de política cambiaria obedeció, principalmente, a tres tipos de razones:

- Un intento de reducir el riesgo cambiario o el coste de su cobertura para los inversores extranjeros.
- Avanzar en el logro de la estabilidad de precios, intentando que la disciplina impuesta por la competencia internacional y el régimen cambiario sobre los sectores más expuestos a la competencia internacional se extendiera al conjunto de la economía.
- Reducir el grado de discrecionalidad de la política monetaria nacional, con el fin de lograr un grado suficiente de credibilidad que favoreciera el logro de los objetivos de estabilidad de precios y redujera los costes de la política antiinflacionista. Esta estrategia aparecía, así, como la respuesta lógica al fracaso de las estrategias antiinflacionistas basadas en políticas de controles de precios de rentas y a la creciente dolarización de los medios de pago en estas economías.

A pesar del éxito inicial de las estrategias basadas en el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio, varios son los países que, en los últimos años, han sufrido crisis cambiarias. Estas crisis se han desencadenado, en general, en un contexto de agudización de los desequilibrios en las economías afectadas. Así, por ejemplo, las crisis del peso mejicano (diciembre de 1994), del rublo ruso (agosto de 1998) y del real brasileño (enero de 1999) vinieron precedidas de agravamientos notorios de los desequilibrios fiscales. Por su parte, la crisis de la corona checa (mayo de 1997) se vio favorecida por un creciente déficit por cuenta corriente que situó la deuda externa en niveles difícilmente sostenibles. Finalmente, en el caso de la crisis de las monedas del sudeste asiático, desempeñaron un papel destacado el elevado endeudamiento exterior del sector privado asociado al exceso de inversión privada nacional y la canalización de los flujos de capital exteriores a través de sistemas financieros domésticos frágiles y deficientemente supervisados.

No obstante, al menos en el estallido y profundización de las crisis más recientes (Rusia y Brasil), además de los desequilibrios económicos de los países afectados, han influido notoriamente aspectos no estrictamente domésticos como la revisión generalizada de la inversión en mercados emergentes producida por la crisis del sudeste asiático. Además, la posición fuertemente apalancada de una parte significativa de las inversiones internacionales ha exacerbado, en muchos casos, las recomposiciones de las carteras y los movimientos de las cotizaciones en los mercados financieros.

En todo caso, el colapso de un régimen cambiario implica, normalmente, el agotamiento de la estrategia de política económica ante el cambio en el entorno económico en el que se inscribe. En este sentido, los cambios tecnológicos y regulatorios recientemente registrados en la esfera internacional, y la baja rentabilidad de las inversiones domésticas en los países desarrollados, han impulsado la transformación del ahorro interno de estos países en flujos de capitales internacionales. De este modo, las estrategias de política económica basadas en la estabilidad del tipo de cambio adoptadas por las economías emergentes tuvieron que instrumentarse en condiciones de fuertes entradas de capitales, en muchos casos con carácter especulativo, que incrementaron su vulnerabilidad al entorno financiero internacional e hicieron más exigentes las condiciones económicas exigidas para el mantenimiento del régimen cambiario.

En este contexto, las crisis acaecidas en los últimos años han reabierto el debate sobre las condiciones que hacen viables las políticas con objetivos cambiarios explícitos, y han tendido a polarizar la discusión sobre cuáles son los sistemas cambiarios que resultan más adecuados para las economías emergentes. En este sentido, ante la evidencia de que la casi totalidad de los países que se han visto obligados a modificar recientemente su régimen cambiario mantenían, o bien sistemas de tipo de cambio fijo tradicionales, o bien *crawling pegs*, y de que tanto Argentina como Hong-Kong han logrado mantener sus regímenes cambiarios, algunos analistas han sugerido los *currency board* o incluso la «dolarización» completa, como únicas alternativas viables al sistema de libre flotación en el contexto actual. No obstante, el establecimiento de reglas generales en este campo resulta de una enorme complejidad, habida cuenta de las interacciones existentes entre el régimen cambiario de un país y su situación y perspectivas económicas, y la gran diversidad que, en este sentido, tienen en la actualidad los países agrupados bajo la etiqueta común de «economías emergentes».

Políticas de tipo de cambio de algunas economías emergentes y en desarrollo desde 1993

	Política de tipo de cambio previa	Modificación	Política actual
Asia:			
Tailandia	Fija con dólar (a)	Julio 1997	Flotación
Indonesia	Fija con dólar (a)	Agosto 1997	Flotación
Filipinas	Fija con dólar (a)	Agosto 1997	Flotación
Corea	Fija con dólar (a)	Noviembre 1997	Flotación
Malasia (b)	Fija con dólar (a)	Agosto 1997 / Septiembre 1998	Flotación/Fija con dólar
Hong-Kong	Currency Board con dólar	—	Currency Board con dólar
América Latina:			
Méjico	Crawling peg con dólar	Diciembre 1994	Flotación sucia
Brasil	Crawling peg con dólar	Enero 1999	Flotación sucia
Ecuador (c)	Crawling band con dólar	Febrero 1999	Flotación
Perú	Flotación sucia	—	Flotación sucia
Colombia (d)	Crawling band con dólar	Agosto 1998	Crawling band con dólar
Venezuela	Crawling band con dólar	—	Crawling band con dólar
Argentina	Currency Board con dólar	—	Currency Board con dólar
Chile	Banda sobre cesta (80 % dólar)	—	Banda sobre cesta (80 % dólar)
Europa Central y Oriental:			
Rusia	Bandas con el dólar	Agosto 1998	Flotación
Polonia	Crawling band con cesta	—	Crawling band con cesta
Hungría	Crawling peg con cesta	—	Crawling peg con cesta
República Checa	Crawling peg con cesta	Mayo 1997	Flotación sucia con marco
Eslovaquia	Banda sobre cesta	Octubre 1998	Flotación
Bulgaria	Flotación	Junio 1997	Currency Board con marco
Rumanía	Fija	Mayo 1997	Flotación

(a) Seguían, de una manera formal, una cesta de monedas, donde el dólar representaba la moneda predominante.

(b) En septiembre de 1998 se introdujeron controles a las salidas de capitales.

(c) Devaluación de la paridad central (agosto 1998).

(d) Devaluación de la paridad central.

Currency Board: tipo de cambio fijo en el que la base monetaria está respaldada, por ley, por divisas.

Crawling peg: el tipo de cambio se deprecia a una tasa anunciada de manera oficial con antelación.

Crawling band: *crawling peg* en el que se imponen unas bandas que se deprecian a la misma tasa preanunciada.

GRÁFICO II.4

UEM: composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo a lo largo del ciclo



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

- (a) Saldo de respuestas.
- (b) Índice del nivel de la variable con base = 100 en el primer trimestre de 1993.

perimentaron una desaceleración sostenida y pronunciada —más intensa en el caso de las exportaciones que en el de las importaciones—, de modo que la contribución de la demanda externa al aumento del PIB, tras haber sido positiva desde 1993, cambió su signo en 1998. La evolución de las exportaciones puede ser explicada, en gran parte, por el deterioro del crecimiento en los países con mercados emergentes y por la apreciación del tipo de cambio efectivo real del área durante la mayor parte del año.

Los indicadores más recientes, referidos a los primeros meses de 1999, apuntan hacia una prolongación del proceso de desaceleración moderada de la actividad. El deterioro de las expectativas de los empresarios se ve confirmado por el descenso del índice de confianza empresarial, que, en contraste con la fuerte correlación positiva mostrada históricamente, ha evolucionado, desde mediados de 1998, de modo opuesto al indicador de confianza de los consumidores, que se ha mantenido en los niveles más elevados desde el inicio del cálculo de la serie en 1985 (véase gráfico II.4). Esta pauta dispar de comportamiento entre ambos tipos de indicadores refleja, en buena medida, una evolución diferenciada de la actividad en las distintas ramas productivas, de manera que mientras la producción de servicios está conservando un tono sostenido, la debilidad se está concentrando en la industria, afectada más directamente por el deterioro del sector exterior.

En lo sustancial, la ordenación de los países del área, de acuerdo con las tasas de expansión de sus PIB, se mantuvo inalterada en 1998 con relación al ejercicio precedente (véase cuadro II.4). Francia, que de crecer por debajo de la media en 1997 superó a esta en dos décimas en 1998, constituye la excepción más notable, mientras que Alemania e Italia continuaron creciendo a un ritmo más lento que los demás. Estos dos países, junto con Bélgica, fueron los únicos que presentaron tasas de crecimiento inferiores a la media del área. Esta clasificación de los países del área según sus tasas respectivas de expansión de la actividad no puede ser trasladada mecánicamente a la posición relativa que cada uno de ellos ocupa dentro del ciclo económico, puesto que sus tasas de crecimiento potencial difieren entre sí. Sin embargo, los países para los que las tasas de crecimiento potencial son más elevadas tendieron a coincidir en 1998 —como ya ocurriera el año precedente— con aquellos más avanzados en el ciclo en términos de la diferencia entre las tasas de expansión del producto observado y el potencial. Por tanto, el grado de diacronía cíclica entre las economías del área del euro no varió

Países de la UEM: crecimiento anual del PIB

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bélgica	-1,5	2,4	2,1	1,5	2,9	2,9
Alemania	-1,2	2,8	1,3	1,3	2,3	2,5
España	-1,2	2,3	2,7	2,4	3,5	3,8
Francia	-1,3	2,8	2,1	1,6	2,3	3,2
Irlanda	3,7	8,1	11,8	8,3	10,7	11,9
Italia	-1,2	2,2	2,8	0,9	1,5	1,4
Luxemburgo	8,7	4,2	3,8	3,0	3,7	5,7
Holanda	0,8	3,2	2,3	3,1	3,6	3,7
Austria	0,4	3,1	1,8	1,6	2,5	3,3
Portugal	-1,4	2,4	2,9	3,2	3,5	4,0
Finlandia	-1,2	4,6	5,1	3,6	6,0	5,3
UEM	-1,1	2,7	2,2	1,6	2,5	2,9

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y estadísticas nacionales.

significativamente en 1998 en relación con 1997.

En el transcurso de 1998, la inflación en el área del euro, medida por la tasa de variación media del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), continuó la senda de progresiva desaceleración seguida en los últimos años. El IAPC, que creció un 1,6 % en 1997, registró en 1998 una moderación adicional de su ritmo de avance hasta el 1,1 %.

Sin embargo, la evolución del índice general oculta pautas divergentes en lo que atañe tanto al comportamiento de los distintos componentes como a los diversos países. Los grupos de productos cuyos precios presentaron, por término medio, un ritmo de crecimiento inferior, en comparación con el ejercicio precedente, fueron los correspondientes a los servicios y a los bienes energéticos (véase gráfico II.5). En el primer caso, sin embargo, la tímida mejora, en comparación con 1997, que se concentró en el comienzo del año, no impidió que se mantuviera la tradicional resistencia de la tasa de variación de los precios de este componente a converger hacia el nivel general. Más significativa fue la desaceleración del ritmo de avance de los precios de los bienes energéticos. El descenso de la cotización del petróleo en los mercados internacionales, en parte como consecuencia de la disminución de la demanda inducida por la crisis de los países con economías emergentes y de la ausencia de acuerdos por parte de los países exportadores para ajustar su producción a las nuevas condiciones de la demanda, indujo una caída de los precios de los bienes energéticos incluidos en el IAPC del 2,6 % en el conjunto del año —frente al aumento del 2,7 % del ejercicio precedente—, caída

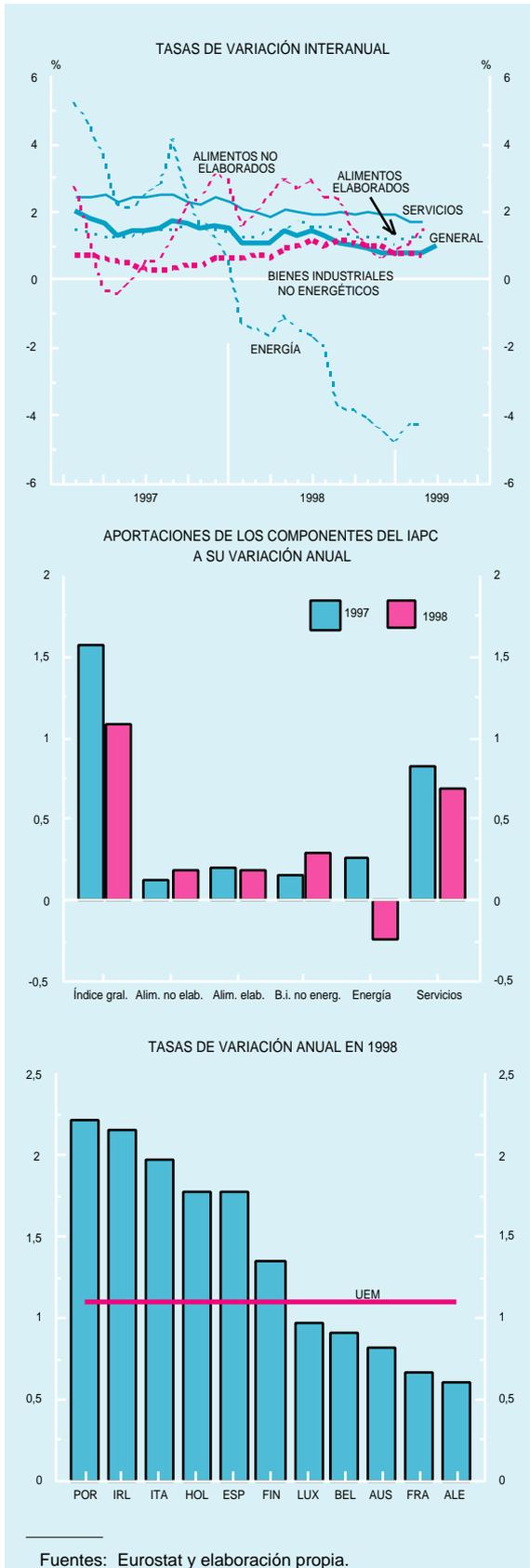
que se intensificó notablemente en la segunda parte del mismo. La considerable magnitud del descenso de este componente explicó una parte importante de la desaceleración del índice general, a pesar de su ponderación relativamente reducida dentro de este (véase gráfico II.5).

En cuanto a los restantes componentes, los precios de los alimentos elaborados aumentaron en 1998 a la misma tasa que en el ejercicio precedente, mientras que los correspondientes a los alimentos no elaborados y a los bienes industriales no energéticos incrementaron su ritmo de avance. El impulso alcista fue más pronunciado en el caso de los alimentos no elaborados, aunque menos significativo, pues se trata de un componente volátil cuyos precios se desaceleraron fuertemente en el tramo final del año tras un repunte transitorio en primavera, debido al impacto de la climatología adversa en esos meses y a la incidencia sobre las tasas de variación interanuales del favorable comportamiento registrado en el año precedente. Los alimentos no elaborados fueron, junto con los servicios, los componentes más inflacionistas en 1998.

Al margen de la trayectoria trazada por los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados —componentes del índice general con un comportamiento marcadamente errático—, la ligera moderación de la inflación de los servicios y la pauta algo más expansiva de la correspondiente a los bienes industriales no energéticos determinaron, en 1998, una disminución del diferencial que separa las tasas de variación de los precios de los productos más expuestos a la competencia internacional (los alimentos elaborados y los bienes industriales no energéticos) de los que lo

GRÁFICO II.5

UEM. Índices armonizados de precios de consumo



están en menor medida (los servicios). Sin embargo, el estrechamiento de esta brecha para el conjunto del área fue compatible con su ampliación para algunos países.

La mayor magnitud de las ganancias de productividad que normalmente se registra en el sector de bienes comerciables puede explicar, en principio, la persistencia de un cierto diferencial de inflación entre los dos grupos de productos, cuya magnitud es difícil de precisar. No obstante, en general, sucede que esta brecha tiende a ser mayor en los países en los que la presión de la demanda es más intensa, al provocar tensiones inflacionistas en el sector servicios, cuyos precios, a diferencia de lo que ocurre en el sector de bienes, están menos influidos por la competencia internacional. En la práctica, en 1998 se pudo observar, de hecho, una correlación muy elevada entre la posición dentro del ciclo económico de los distintos países y sus diferenciales de inflación entre ambos grupos de productos. La razón para ello es que gran parte del fenómeno de la inflación dual es debida a la existencia de obstáculos a la libre competencia y rigideces en los mecanismos de formación de precios en los sectores no expuestos a la competencia internacional.

En los mercados de trabajo, a lo largo de 1998 prosiguió el proceso de fortalecimiento del ritmo de creación de empleo iniciado en la primavera de 1997. En el conjunto del año, esta variable creció a una tasa ligeramente superior al 1 %, ayudada por la firme evolución de la actividad económica, la moderación de los salarios —que crecieron por debajo de la productividad— y los efectos favorables de las reformas que han comenzado a ser introducidas en algunos mercados nacionales de trabajo y de bienes y servicios. La desaceleración de la actividad en el tramo final del año tuvo un efecto limitado que, además, se circunscribió al sector de manufacturas sin que, hasta el momento, haya afectado a los servicios.

El crecimiento de la población activa —posiblemente, en gran parte, atribuible a la propia evolución favorable del mercado de trabajo de la UEM— impidió que la creación de empleo se plasmara en una reducción más intensa de la tasa de paro. No obstante, tras alcanzar su punto máximo en los meses centrales de 1997, la tasa de desempleo experimentó un progresivo descenso, hasta alcanzar el 10,5 % en los dos primeros meses de 1999 —su nivel más bajo de los últimos cinco años—. A pesar de ello, desde una perspectiva a medio y largo plazo, la situación del mercado de trabajo dista de ser satisfactoria, dado el carácter estructural de la mayor parte del desempleo remanente. Las divergencias entre los resultados obtenidos

**Los objetivos de déficit contenidos en los programas de estabilidad
(en % del PIB)**

	1999	2000	2001	2002
Bélgica	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3
Alemania	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0
España	-1,6	-1,0	-0,4	0,1
Francia (a)	-2,3	-2,0	-1,6	-1,2
Irlanda	1,7	1,4	1,6	—
Italia	-2,0	-1,5	-1,0	—
Luxemburgo	1,1	1,2	1,3	1,7
Países Bajos (a)	-1,3	—	—	-1,1
Austria	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4
Portugal	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8
Finlandia	2,4	2,2	2,1	2,3
PRO MEMORIA:				
UEM	-1,8	-1,6	-1,2	-0,8

Fuente: Programas de estabilidad nacionales.
(a) Escenario de inferior crecimiento económico.

por los distintos países —más favorables en los que han abordado más resueltamente este componente del paro a través de reformas estructurales— son particularmente ilustrativas.

II.3.2. Las políticas económicas del área del euro

En 1998 tuvo lugar una cierta pausa en el proceso de consolidación fiscal en los países del área iniciado en 1994. Aunque el déficit público agregado descendió hasta el 2,1 % del PIB (frente al 2,5 % registrado en el ejercicio precedente), esta disminución se apoyó en el abaratamiento del coste de refinanciación de la deuda (a causa de la trayectoria descendente de los tipos de interés) y en el impacto favorable de la evolución de la actividad sobre los componentes cíclicos de ingresos y gastos. De este modo, el superávit primario se deterioró por vez primera desde 1994, al pasar del 2,5 % al 2,4 % del PIB, mientras que el déficit presupuestario estructural —esto es, el calculado bajo condiciones cíclicas neutrales— pudo experimentar, según las distintas estimaciones, un ligero aumento.

Entre los principales países del área, fue especialmente significativa la cuantía de la mejora del saldo presupuestario en Alemania, muy superior a la esperada, que arrojó un déficit del 2 % del PIB. Este resultado puede atribuirse, en parte, a la contención generalizada del gasto en todos los niveles de las Administraciones Públicas, pero, sobre todo, a la recuperación cíclica de los ingresos impositivos. En Francia, el déficit registró una disminución marginal del

0,1 % del PIB, hasta situarse en el 2,9 %. La mejora, que no fue mayor debido a la introducción en 1997 de medidas de consolidación presupuestaria de efectos reversibles —en una cuantía del 0,5 % del PIB—, es imputable, sobre todo, al comportamiento de los ingresos, frente a las dificultades experimentadas para el control del gasto. Finalmente, en Italia, la reducción de los pagos por intereses superó las previsiones, lo que sirvió para contrarrestar la debilidad de los ingresos impositivos.

Los objetivos de los planes presupuestarios para 1999 adolecen, en algunos casos, de un grado de ambición insuficiente, pues las mejoras previstas en los resultados tienden a descansar, en mayor medida, sobre una continuación de los efectos favorables de los factores exógenos anteriormente descritos (en particular, la disminución del coste del servicio de la deuda) que sobre un esfuerzo genuino de consolidación fiscal. A medio plazo, los Programas de Estabilidad, cuya presentación por parte de los países del área concluyó el pasado mes de enero, trazan las metas que cada uno de ellos espera alcanzar en los próximos años (véase cuadro II.5). En algunos casos, el ritmo de aproximación al objetivo de situar el saldo presupuestario en torno al equilibrio en el año 2002 —que algunos países ya han logrado alcanzar— parece adecuado; en otros casos, habría sido deseable, probablemente, que la trayectoria de consolidación proyectada fuera más decidida. Dentro de este segundo grupo se encuentran los tres países de mayor tamaño del área, pues todos ellos están entre los que, por su posición fiscal actual, tienden a presentar un menor margen de flexibilidad presupuestaria

para afrontar, a través de los estabilizadores automáticos, una hipotética desaceleración de la actividad.

En todo caso, la política fiscal está sometida a retos muy importantes que aconsejan aprovechar, en la medida de lo posible, cualquier oportunidad para acelerar el avance hacia la consecución de saldos estructurales equilibrados. Asimismo, la superación de las imperfecciones de las que adolecen los distintos mercados de productos y de factores debe constituir una prioridad en todos los países miembros. En este sentido, resultan prometedoras las iniciativas recientes del Consejo Europeo dentro de los «procesos de Luxemburgo y Cardiff» para crear un marco institucional que, por un lado, impulse un avance coordinado en las reformas de los mercados nacionales y, por otro, promueva el seguimiento de los progresos realizados dentro de los ejercicios de vigilancia multilateral.

II.3.3. Las condiciones monetarias y financieras en el área del euro

A lo largo de 1998, las condiciones monetarias y financieras de los países que se integrarían en el área del euro se fueron aproximando progresivamente, como reflejaron la elevada estabilidad de los tipos de cambio bilaterales y la reducción de los diferenciales de tipos de interés en todos los plazos. Este proceso fue consecuencia de la convergencia nominal alcanzada por las economías involucradas que, a su vez, reforzó la confianza de los mercados en la culminación del proceso de Unión Monetaria en los plazos previstos.

En general, las condiciones monetarias existentes en 1998 en el área pueden considerarse como acomodantes, con tipos de interés reales **en niveles históricamente bajos, inferiores al 3 %**, y con un crecimiento elevado de los agregados monetarios estrechos y de las variables crediticias, sobre todo en los países con ritmos de crecimiento más elevados. Por su parte, los tipos de cambio entre las monedas de los países que formarían a partir del mes de mayo el área del euro permanecieron, en general, muy estables, en niveles cercanos a las paridades centrales establecidas en el SME, con la excepción de la libra irlandesa, cuya fortaleza, ligada a la observada para la libra esterlina en aquel momento, obligó a una revaluación de su paridad central del 3 % en marzo. El proceso de convergencia de los tipos de cambio hacia sus paridades centrales se aceleró a partir del anuncio, el 3 de mayo, de que los tipos de conversión de cada moneda con el euro respetarían las paridades bilaterales centrales del me-

canismo de cambios del SME. La libra irlandesa, a pesar de la revaluación de su paridad central en marzo, se mantuvo significativamente por encima de esta hasta final de año, debido a la menor rapidez con la que el Banco Central de Irlanda redujo sus tipos de interés de intervención para alinearlos con los vigentes en los países más estables del área.

En 1998, las políticas monetarias nacionales estuvieron fuertemente condicionadas por el proceso de convergencia de los tipos de interés y por la necesidad de tener en cuenta, cada vez en mayor medida, las consideraciones relativas al conjunto del área del euro. De hecho, los bancos centrales de Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Finlandia mantuvieron, durante la casi totalidad del año, tipos de intervención similares, que apenas variaron hasta el mes de diciembre. El resto de los bancos centrales, con tipos de interés más elevados, solo pudieron tener en cuenta las condiciones específicas de cada economía para administrar en el tiempo el margen de reducción existente para sus tipos de intervención.

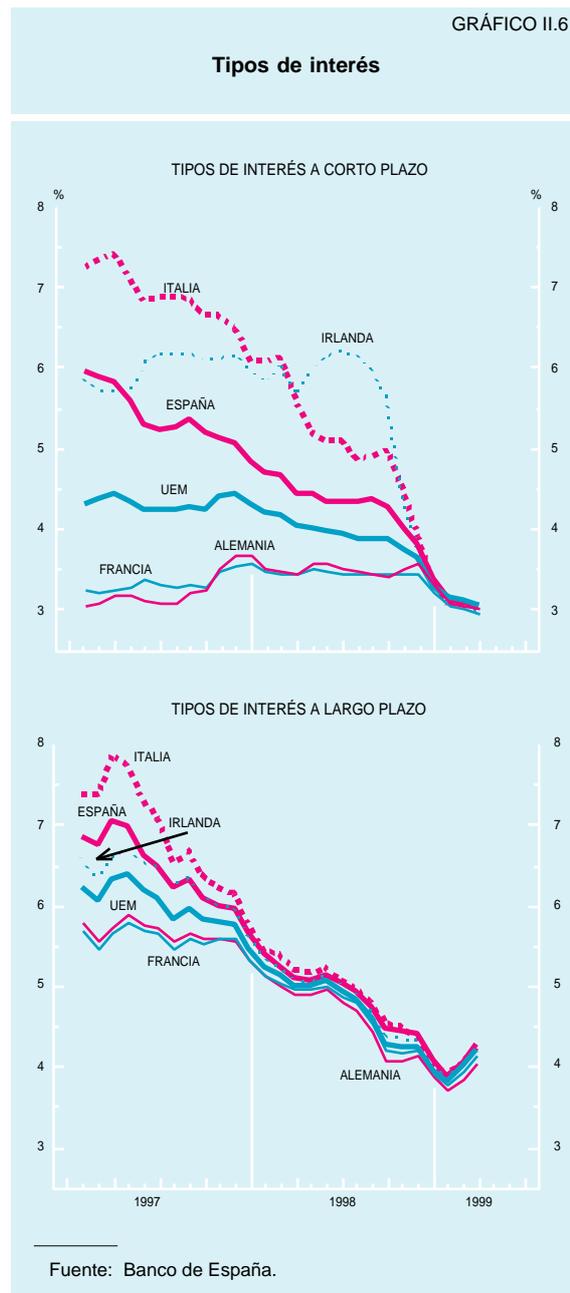
En este sentido, hay que señalar que las economías con tipos de interés más elevados en términos relativos eran, con la excepción de Italia, las que venían registrando tasas de crecimiento más altas y, por tanto, las que potencialmente estaban sujetas a mayores riesgos inflacionistas. De ahí que, los respectivos bancos centrales nacionales graduaran la reducción de sus tipos de interés de intervención tratando de modular los posibles efectos expansivos de estos descensos sobre la demanda agregada. Estos potenciales efectos resultaban relevantes, habida cuenta de los bajos niveles de los tipos de interés reales y de la fuerte revalorización de la riqueza financiera del público que se había producido, con carácter general, como consecuencia de la propia disminución de los tipos de interés y de la favorable evolución de los mercados de renta variable en el ámbito internacional. Así, los bancos centrales nacionales de estas economías tendieron a concentrar la mayor parte del recorte de sus tipos de interés en la segunda parte del año, una vez adoptada la decisión de comenzar la Tercera Etapa de la Unión Monetaria en 1999 y cuando su situación en términos de la estabilidad de precios estuvo más consolidada. Por otra parte, hay que destacar que, en vista de las dudas generalizadas por la incertidumbre que rodeaba a la evolución de la crisis financiera internacional, hasta el mes de diciembre no se decidió el nivel al que debían situarse los tipos de intervención del BCE al comienzo de la Tercera Etapa. Así, el 3 de diciembre, los bancos centrales nacionales redujeron de forma coordinada sus tipos de intervención hasta situarlos en el 3 %, con la

excepción del Banco de Italia, que lo hizo el día 22. En esta fecha, el BCE anunció que el tipo de interés de su primera operación principal de financiación sería el 3 % (véase gráfico II.6).

La evolución en el ámbito nacional de los tipos de interés a más corto plazo, sobre todo en los países en los que se registraron mayores descensos durante 1998, no influyó significativamente en los tipos esperados para horizontes más amplios. En efecto: los tipos a más largo plazo vinieron condicionados, en gran medida, por factores comunes ligados al desenvolvimiento de las condiciones en el área del euro considerada en su conjunto y a las expectativas de los agentes sobre las condiciones monetarias existentes más allá del comienzo de la Tercera Etapa. Esta evolución fue fruto de la credibilidad que los agentes económicos otorgaban al proceso de Unión Monetaria, desde meses antes de su comienzo.

El comportamiento de los tipos de interés a largo plazo en los países del área del euro continuó mostrando, durante 1998, la tendencia a la baja observada a lo largo de la década de los noventa, solo interrumpida por algunos episodios transitorios que también afectaron al resto de los países industrializados (véase gráfico II.6). Esta trayectoria estaba relacionada con un descenso notable y generalizado de las expectativas de inflación y con la disminución continuada de los tipos de interés reales y de las primas de riesgo inflacionario. Esta situación se vio, no obstante, afectada por los acontecimientos registrados en los mercados internacionales de capitales, sobre todo en la segunda mitad de 1998, que supusieron un aumento de la volatilidad de los precios de la deuda pública como consecuencia, según se ha mencionado en este capítulo, del desenvolvimiento de la crisis que afectaba a Japón, Rusia y a algunas otras economías emergentes. En efecto: la intensificación, en los meses centrales del año, de la incertidumbre respecto al alcance de los efectos de la crisis sobre los países industrializados y la volatilidad mostrada por los mercados financieros modificaron la percepción del riesgo por parte de los agentes e indujeron cambios en sus decisiones de selección de cartera.

En este sentido, los inversores se decantaron por los activos financieros considerados más líquidos y más seguros, lo que dio lugar a desplazamientos desde los activos de renta variable hacia los activos de renta fija, desde la deuda emitida en países emergentes hacia los activos emitidos en los países desarrollados más estables e incluso en estos últimos, hacia los tramos de deuda de vencimiento corto. Estos movimientos, junto con la ya mencionada

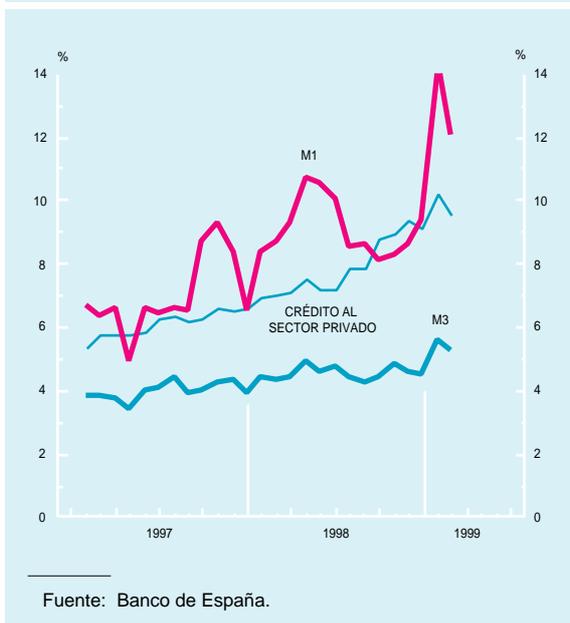


revisión a la baja en las expectativas de crecimiento e inflación en los países industrializados en los meses finales de 1998, provocaron disminuciones adicionales de los tipos de interés a largo plazo en los países del área del euro.

A lo largo de 1998, el rendimiento medio de las obligaciones a 10 años en el área disminuyó 150 puntos básicos, situándose en el 3,95 % a final del año. Los movimientos en los distintos países fueron muy homogéneos y, por ello, sus diferenciales de tipos de interés a largo plazo se mantuvieron, en general, bastante estables, después de las significativas reducciones que habían experimentado en años anteriores. No obstante, tras la crisis del verano, el fenómeno

GRÁFICO II.7

Agregados monetarios y crediticios en el área del euro



de «huida hacia la calidad» observado en los mercados financieros afectó, temporalmente, a los diferenciales de tipos, que se ampliaron ligeramente, aunque, en los últimos meses del año, el fenómeno se corrigió por completo. Los niveles de los diferenciales medios a largo plazo de los países del área frente a Alemania se situaron, a finales del año, entre un diferencial casi nulo —como en Francia— y los casi 30 puntos básicos —caso de Portugal—.

Por su parte, el diferencial de tipos de interés a largo plazo del área del euro frente a Estados Unidos experimentó un cierto aumento, como consecuencia de la mayor reducción de tipos de interés llevada a cabo en Europa, así como de las divergencias que se percibían entre las posiciones cíclicas de los Estados Unidos y las economías del área del euro. Este diferencial se situó en torno a los 70 puntos básicos a finales del año.

Respecto a los mercados bursátiles en el área, estos evolucionaron, en general, de forma similar al mercado de Estados Unidos, aunque con un grado de sincronía variable. En cualquier caso, durante 1998 los mercados registraron un aumento significativo de su volatilidad, como consecuencia de la inestabilidad financiera global. Así, en la primera mitad del año, las bolsas europeas experimentaron subidas muy importantes, que se reflejaron en una revalorización de las cotizaciones, hasta mediados del mes de julio, del índice general Dow Jones EURO STOXX en torno al 45 % respecto a los

niveles de finales de 1997. No obstante, como consecuencia de las turbulencias ocasionadas por la crisis financiera rusa en los meses de verano, el aumento de la incertidumbre y la aparición de ciertas dudas sobre la sostenibilidad de la acusada tendencia alcista en las bolsas internacionales, estas sufrieron descensos que se reflejaron, en el ámbito europeo, en una caída del índice mencionado del 35 % entre julio y octubre. Finalmente, a partir del mes de octubre, los mercados de valores experimentaron una notable recuperación, que compensó los descensos anteriores.

En el marco financiero descrito, los agregados monetarios y crediticios en los distintos países del área mostraron durante 1998 pautas de comportamiento relativamente homogéneas, similares a las ya registradas en 1997. Así, la reducción del 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 que experimentaban un mayor crecimiento económico. A su vez, el abaratamiento de los costes financieros del endeudamiento provocó una aceleración del crédito concedido a empresas no financieras y familias, que también fue más intensa en las economías con mayor dinamismo. Por su parte, la financiación a las Administraciones Públicas siguió reduciéndose de forma significativa, en línea con la mejora de los déficit públicos. Todos estos movimientos hicieron que los agregados monetarios más estrechos mantuvieran tasas de crecimiento considerablemente más altas que los agregados más amplios, y que se observaran ritmos de expansión elevados en la financiación obtenida por los sectores residentes. En efecto: el agregado monetario M3, según la definición utilizada para el área del euro, mantuvo a lo largo de 1998 ritmos de avance interanual entre el 4 % y el 5 %, mientras que el agregado monetario M1 creció entre el 8 % y el 11 %. Finalmente, la financiación a los sectores residentes se incrementó en el mes de diciembre a una tasa anual del 9,8 % (véase gráfico II.7).

II.4. LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y LA POLÍTICA MONETARIA AL COMIENZO DE LA U.E.M.

Al inicio de la Tercera Etapa del proceso de Unión Económica y Monetaria la inflación del conjunto del área del euro se situaba en tasas interanuales inferiores al 1 %, que resultaban compatibles con el objetivo de estabilidad de precios según la definición del BCE (véase epígrafe II.5). Este buen comportamiento de los precios vino acompañado de un ritmo satisfac-

torio de crecimiento económico, que era el resultado de las condiciones cíclicas por las que atravesaba el área del euro y de las perspectivas favorables que generó la introducción de la moneda única tras la culminación del proceso de convergencia nominal de las economías afectadas y el logro de un elevado grado de estabilidad macroeconómica.

Sin embargo, aunque la política monetaria no tuvo que hacer frente a situaciones de riesgo inmediato para la estabilidad de precios, el BCE tuvo que adoptar sus primeras decisiones en un marco complejo que venía condicionado, de una parte, por las dificultades técnicas para la instrumentación de la política monetaria que se derivaban de la introducción de la moneda única y, de otra, por la incertidumbre existente sobre la evolución futura de las variables económicas relevantes.

En efecto: el ejercicio de la política monetaria única requería la elaboración de nuevas estadísticas para el área del euro y la disponibilidad de series históricas agregadas de un gran número de variables, cuyas propiedades no habían podido ser exhaustivamente estudiadas con anterioridad. A su vez, la propia introducción de la moneda única conllevaba cambios en la conducta de los agentes que afectaban a las relaciones de comportamiento económico, lo que dificultaba la utilización de modelos estimados con datos históricos para la definición de objetivos y la elaboración de proyecciones con fines de política monetaria.

La economía del euro estaba, además, sometida a fuerzas contrapuestas procedentes del sector exterior y de la demanda interna. Por el lado del sector exterior, la debilidad de las exportaciones, asociada a la inestabilidad económica internacional, constituía un elemento ralentizador importante. No obstante, la demanda interna mantenía un tono relativamente dinámico, apoyada en la fortaleza del consumo, aunque el deterioro de la inversión en capital fijo en los últimos meses contribuía a la moderación de su ritmo de crecimiento.

En los primeros meses del año, la expansión de la demanda interna venía apoyada en unas condiciones monetarias y financieras relativamente holgadas. Así, los tipos de interés reales se situaban entre el 2 %, a corto plazo, y el 3 %, a largo plazo. El tipo de cambio del euro se encontraba, al final de marzo, en un valor que suponía una depreciación superior al 6 %, en términos efectivos nominales, con respecto al comienzo del año. A su vez, las cotizaciones bursátiles se encontraban en niveles muy elevados, una vez superados los efectos de la crisis rusa. Finalmente, los agregados monetarios

—particularmente los más estrechos— y los agregados crediticios se expandían vigorosamente. En concreto, el crecimiento del agregado M3 en la primera parte del año se situaba por encima del valor de referencia fijado por el BCE (4,5 % de crecimiento interanual), aunque este comportamiento era, en parte, la consecuencia de factores transitorios asociados al proceso de transición a la moneda única.

Así pues, las perspectivas sobre la evolución de los precios en abril de 1999 estaban condicionadas por la desaceleración de la demanda —como consecuencia del comportamiento del sector exterior y de la inversión— y por la incierta continuidad de los factores de oferta que habían contribuido de modo positivo a la baja tasa de inflación registrada en 1999. Los principales riesgos para el mantenimiento de tasas de inflación reducidas venían asociados al comportamiento de los precios de las materias primas. En particular, el precio del petróleo se había incrementado sensiblemente en marzo y abril. Asimismo, las revisiones salariales acordadas en algunos países podrían incidir negativamente sobre la tasa de inflación, sobre todo si se extendían, mediante procesos de emulación, a otros países.

No obstante, la actividad económica en el área del euro ofrecía signos de deterioro evidentes que, en un contexto de inflación muy reducida, hacían improbable un repunte de los precios que situase a la tasa de inflación, de modo duradero, por encima del 2 % en el corto y medio plazo. En este sentido, el debilitamiento del comercio exterior observado en los últimos meses, la desaceleración de la inversión y el progresivo deterioro de la confianza industrial permitían augurar una pérdida de dinamismo de la demanda final de la economía. Además, en el caso de que se prolongara en el tiempo la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, la incertidumbre que ello generaría sobre las perspectivas de algunas economías y sobre su capacidad para hacer frente a sus compromisos frente al resto del mundo podría generar contracciones adicionales del comercio internacional e inhibir la inversión productiva en una magnitud superior a la prevista. Todos estos factores habían provocado la revisión generalizada, a la baja, de las previsiones más recientes de crecimiento para el área del euro y contribuido al reducido nivel de los tipos de interés a largo plazo.

En estas condiciones, y a la luz de la estrategia de política monetaria adoptada (ver epígrafe II.5), el BCE decidió, el 8 de abril, reducir su tipo principal de intervención (el de la subasta semanal de inyección de liquidez), desde el 3 %, en el que estaba situado desde comienzos

del año, hasta el 2,5 %. Asimismo, situó el tipo de la facilidad marginal de crédito en el 3,5 % y el de la facilidad de depósito en el 1,5 %. Ante la ausencia de riesgos significativos para la estabilidad de precios, el BCE pretendía, con esta medida, contribuir a fortalecer el crecimiento económico y a restablecer la confianza en la situación de la economía.

Aunque la medida adoptada por el BCE se ajusta a las necesidades del conjunto del área, es probable que su influencia sea distinta, según la situación de cada economía, y que esto pueda repercutir sobre los diferenciales de crecimiento de los precios, de modo que la competitividad de aquellas economías en las que la inflación sea superior se vea afectada. Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que las perspectivas de evolución de los precios difieren como consecuencia, entre otros factores, de la limitada sincronía cíclica que todavía muestran los distintos países, vinculada a su diferente grado de exposición al incremento del precio del petróleo importado y a los dispares resultados que ha arrojado la negociación salarial en los meses transcurridos de 1999. Además, aunque las condiciones monetarias y financieras se han suavizado en todos los países del área, esta relajación ha sido sensiblemente más intensa en aquellos en los que la convergencia de los tipos de interés a lo largo de 1998 supuso una reducción mayor de los tipos de interés de intervención de sus bancos centrales.

II.5. EL MARCO ESTRATÉGICO Y OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

En 1998 se culminó el trabajo preparatorio para la puesta en marcha, a partir del 1 de enero de 1999, de la política monetaria única del Eurosistema. Dada la complejidad de esta tarea y de los largos períodos de planificación necesarios para armonizar y adaptar a un modelo común parcelas importantes de los procedimientos operativos de los bancos centrales nacionales, de sus instrumentos de política monetaria y de los sistemas de pagos, este proceso se inició con gran anticipación, en una fecha tan lejana como 1990, en el seno del antiguo Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la Unión Europea. Con la creación en 1994 del Instituto Monetario Europeo, que pasó a asumir la coordinación del grueso del trabajo preparatorio de la Unión Monetaria, este proceso experimentó un fuerte impulso.

A lo largo de la segunda mitad de 1998, el Banco Central Europeo, que quedó constituido por decisión del Consejo Europeo en mayo del pasado año, aprobó el trabajo preparatorio rea-

lizado y ultimó algunas cuestiones pendientes para definir el marco operativo de la política monetaria única. En el ámbito de la estrategia de política monetaria, donde el Instituto Monetario Europeo había dejado las opciones más abiertas, el Consejo de Gobierno del BCE ratificó un conjunto de principios generales que deberían impregnar el esquema de objetivos de política monetaria (efectividad, rendición de cuentas, transparencia, orientación de medio plazo y continuidad respecto a la experiencia acumulada en los respectivos bancos centrales nacionales) y se decantó por una estrategia integradora en la que se combinan con pragmatismo rasgos propios de distintos modelos de política monetaria. Para la adopción de esta decisión, el Consejo examinó, en particular, los méritos relativos de las estrategias basadas en el establecimiento de objetivos intermedios de cantidad de dinero así como de objetivos directos de inflación, y tomó en consideración las singularidades del área del euro y la incertidumbre sobre el funcionamiento de determinados aspectos del mecanismo de transmisión de la política monetaria en el conjunto del área, derivada especialmente de la posible modificación de la conducta de los agentes económicos inducida por el propio cambio estructural que supone el inicio de la Unión Monetaria.

El primer elemento de la estrategia de política monetaria del Eurosistema acordada por el Consejo de Gobierno del BCE es la concreción del objetivo de la estabilidad de precios establecido en el art. 105 del Tratado de la Unión Europea. Dicho objetivo ha quedado definido como el mantenimiento en el medio plazo de una tasa de crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo del área del euro inferior al 2 %. Esta definición contiene varios aspectos que conviene destacar. En primer lugar, al excluir implícitamente la deflación como compatible con la estabilidad de precios, esta se define, de hecho, en términos de un corredor de inflación entre 0 % y el 2 %. En segundo lugar, la definición adoptada está en línea con las que habían sido aplicadas con anterioridad al inicio de la Unión Monetaria por numerosos bancos centrales del área del euro, entre los que se encontraba el Banco de España. En tercer lugar, al referir el objetivo al medio plazo, se destaca que la orientación de la política monetaria del Eurosistema ha de plantearse en ese horizonte, de forma que puedan tolerarse desviaciones de ese objetivo que se juzguen transitorias y que, ante variaciones intensas a corto plazo del nivel de precios, no se persiga un retorno inmediato al objetivo, puesto que ello exigiría unas alteraciones bruscas en el tono de la política monetaria, que podrían generar un exceso de variabilidad cíclica de la

Definiciones de los agregados monetarios en el área del euro

	España antes de la UEM			Área del euro		
	M1	M2	M3	M1	M2	M3
SECTORES EMISORES	Sistema crediticio español			Sistema crediticio área del euro Fondos del Mercado Monetario del área del euro		
SECTORES TENEDORES	Residentes en España: <ul style="list-style-type: none"> • Empresas no financieras y familias • Instituciones privadas sin fines de lucro • Empresas de seguros • Fondos de pensiones • Fondos de inversión • Sociedades y agencias de valores • Organismos autónomos administrativos 			Residentes área euro: <ul style="list-style-type: none"> • Empresas no financieras y familias • Instituciones privadas sin fines de lucro • Empresas de seguros • Fondos de pensiones • Fondos de inversión (excepto FIAMM) • Sociedades y agencias de valores • Administraciones Públicas, excepto la Administración Central 		
ACTIVOS FINANCIEROS	M1	M2	M3	M1	M2	M3
Efectivo en circulación	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Depósitos a la vista	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Depósitos a plazo						
Hasta dos años			✓		✓	✓
Superior a dos años			✓			
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses		✓	✓		✓	✓
Cesiones temporales			✓			✓
Participaciones en Fondos Mercado Monetario (FMM) e instrumentos mercado monetario						✓
Valores distintos de acciones hasta dos años			✓			✓

Nota: «✓» significa conceptos incluidos en la definición respectiva.

economía. Finalmente, la definición recuerda que la evolución de los precios relevante para las decisiones de política monetaria se refiere al conjunto del área del euro, por lo que dicha política no reaccionará a situaciones nacionales o regionales específicas.

El Eurosistema persigue el objetivo de estabilidad de precios así definido mediante una valoración de las perspectivas inflacionistas en el área del euro a partir del análisis sistemático y la evaluación global de un conjunto amplio de indicadores económicos, monetarios y financieros para el área, si bien se otorga un papel destacado a la evolución de la cantidad de dinero, en reconocimiento del carácter esencialmente monetario de la inflación en el medio y largo plazo. Así, según la terminología acuñada por el BCE, la cantidad de dinero constituye el «primer pilar», y el conjunto de indicadores económicos y financieros el «segundo pilar», de la estrategia de política monetaria adoptada.

La importancia de los agregados monetarios en la estrategia del Eurosistema tuvo su reflejo en el establecimiento por el Consejo de Gobierno del BCE de un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario M3. Este agregado fue elegido después de un análisis comparativo de la estabilidad de la demanda de distintas definiciones de la cantidad de dinero y de sus propiedades como indicadores adelantados de la evolución de los precios —en el cuadro II.6 se presenta una comparación entre las definiciones de cantidad de dinero adoptadas por el Eurosistema y las que existían anteriormente en España—. El crecimiento interanual de este agregado, que se consideró compatible con la definición de estabilidad de los precios, se estableció en un nivel del 4,5 %. Para subrayar la intención por parte del Eurosistema de evitar respuestas mecánicas a desviaciones transitorias del crecimiento monetario respecto al valor de referencia establecido, y, por lo tanto, sin demasiado contenido informa-

tivo sobre las perspectivas de los precios a medio plazo, se decidió que dichas desviaciones se evaluarían en términos de la media móvil del crecimiento interanual de M3 de los últimos tres meses.

En contraste con la necesaria centralización en el Consejo de Gobierno del BCE de la definición de la estrategia y de la adopción de las decisiones clave de política monetaria, en el ámbito de la instrumentación de dicha política el Eurosistema ha optado por un modelo básicamente descentralizado, que permite aprovechar las capacidades técnicas y humanas, la experiencia y la ventaja comparativa de los bancos centrales nacionales, en el conocimiento de los mercados nacionales y sus relaciones con la industria bancaria de sus respectivos países. En el recuadro II.3 se detallan las características específicas de los instrumentos a disposición del Eurosistema, cuyos rasgos generales se comentan a continuación.

La instrumentación de la política monetaria se efectúa, fundamentalmente, a través de operaciones de mercado abierto. Como regla general, las operaciones se realizan por medio de subastas semanales, donde se conceden préstamos a quince días, y de subastas mensuales, donde el crédito concedido tiene su vencimiento a los tres meses. Además, se ha previsto la posibilidad de realizar operaciones específicas de carácter más estructural cuando, a juicio del BCE, las condiciones así lo requieran para afectar a la posición estructural de liquidez de las instituciones.

Las subastas semanales y mensuales representan las principales fuentes de liquidez para las entidades, si bien el grueso de la liquidez se suministra a través de las semanales y solo sus tipos de interés constituyen la referencia válida del tono de la política monetaria del Eurosistema. Por otra parte, las instituciones financieras y monetarias pueden ajustar sus necesidades de liquidez diarias acudiendo a las facilidades permanentes de crédito y depósito que el Eurosistema pone a su disposición. Los tipos de interés de estas facilidades constituyen un corredor, que limita las fluctuaciones de los tipos de interés a un día. De acuerdo con el Tratado, todas las operaciones de inyección de liquidez requieren la disponibilidad de colateral suficiente por parte de las entidades receptoras de los créditos.

Por otro lado, el BCE decidió imponer un coeficiente de caja cuyo nivel fijó en el 2 %. Este coeficiente se computa a partir de los activos de caja promedio de las entidades de crédito durante un período de mantenimiento de un mes, lo que debe contribuir a reducir la

variabilidad de los tipos de interés a muy corto plazo. Los activos de caja están remunerados al tipo de las subastas semanales, por lo que el sistema de coeficiente de caja diseñado no supone coste alguno para las entidades afectadas.

La adopción de este marco operativo común para la instrumentación de la política monetaria del Eurosistema ha exigido cambios significativos en los procedimientos e instrumentos de intervención de los bancos centrales nacionales. En el recuadro II.3, al tiempo que, como se ha mencionado, se aportan algunos detalles adicionales sobre las características del nuevo marco operativo, se comparan con el correspondiente a la situación previa en España. Si bien a lo largo de 1998 se fueron produciendo una serie de cambios en la instrumentación de la política monetaria española encaminados a facilitar la transición al nuevo esquema, en el recuadro no se toman en consideración dichos cambios con objeto de resaltar las diferencias entre en el nuevo esquema y el antiguo. Hay que señalar también, que los datos que se ofrecen en relación con el nuevo marco operativo se refieren a los cuatro primeros meses de 1999.

Hasta el momento, la instrumentación de la política monetaria del Eurosistema se ha realizado sin dificultades especiales, a pesar de la magnitud de los cambios que su puesta en marcha ha representado para los bancos centrales nacionales y para los agentes que operan en los mercados. A ello ha contribuido, de forma significativa, el buen funcionamiento del mercado interbancario, gracias, entre otros factores, a la eficaz puesta en marcha del sistema de liquidación de operaciones interbancarias TARGET. Este sistema permite a las entidades cursar o recibir fondos de entidades residentes en distintos países de la Unión Monetaria con la misma seguridad y rapidez con que, anteriormente, se realizaban estas operaciones entre entidades localizadas en el mismo país. El sistema opera en tiempo real y la liquidación es bruta, lo que exige a las entidades pagadoras disponer de saldos suficientes en sus cuentas con el banco central correspondiente, o bien de las garantías suficientes para que este último le otorgue el crédito necesario.

Aunque, en general, la instrumentación de la política monetaria y la gestión de liquidez por parte de las entidades se han realizado sin fricciones importantes, algunas de las características de las subastas semanales representaron al principio costes de adaptación para las entidades de crédito, sobre todo las de algunos países que no estaban acostumbrados a obte-

Cambios en la instrumentación de la política monetaria

	Situación previa en España	Situación en la UEM
1. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA		
Operaciones de mercado abierto	<ul style="list-style-type: none"> Subastas decenales de préstamos con vencimiento decenal, mediante las cuales se inyectaba más del 90 % de la liquidez. Subastas a tipo variable, modalidad americana. Operaciones de ajuste muy frecuentes (más del 80 % de los días de mercado) con 13 creadores de mercado. Su plazo de vencimiento era de 1 día y suponían menos del 10 % del total inyectado. 	<ul style="list-style-type: none"> Operaciones principales de financiación: subastas semanales de vencimiento quincenal, mediante las cuales se inyecta en torno al 70 % del total. Subastas a tipo fijo con fuerte prorrateo (en el 60 % de las subastas se ha concedido menos del 10 % de lo demandado). Operaciones de financiación a más largo plazo: subastas mensuales con vencimiento trimestral, que suponen en torno al 30 % del total inyectado. Subastas a tipo variable, modalidad americana. Aunque pueden realizarse operaciones de ajuste y operaciones estructurales, aún no se ha utilizado ninguna de estas modalidades.
Facilidades de crédito y depósito	<ul style="list-style-type: none"> Inexistentes 	<ul style="list-style-type: none"> Existe una facilidad de crédito y otra de depósito, cuyos tipos de interés se sitúan, respectivamente, en el 3,5 % y el 1,5 %. Su utilización ha sido bastante poco significativa y, tras una fase inicial de rodaje, de carácter esporádico.
Coefficiente de caja	<ul style="list-style-type: none"> Nivel del 2 %. Base amplia de pasivos computables. Períodos de cómputo y de mantenimiento decenales y contemporáneos, aunque con un desfase de dos días en su inicio. No remunerado 	<ul style="list-style-type: none"> Nivel del 2 %. Se han producido cambios en la base de pasivos computables que, en el caso español, en términos netos, han supuesto un incremento de los mismos en torno al 20 %. Cómputo de pasivos el último día del mes y período de mantenimiento mensual desfasado, que comienza el día 24 del mes siguiente. Remunerado al tipo de las operaciones principales. Hay un mínimo exento (franquicia) de 100.000 euros.
2. ACTIVOS DE GARANTÍA		
Activos aceptados como colateral de los préstamos	<ul style="list-style-type: none"> Certificados del Banco de España (CBE) y deuda anotada en el CADE. 	<ul style="list-style-type: none"> Lista «uno» del Banco de España, que incluye, básicamente, CBE, valores del Estado y de las CCAA, bonos matador y cédulas hipotecarias. Lista «dos» del Banco de España, que incluye otros valores de renta fija con reducido riesgo crediticio, acciones no bancarias del Ibex-35 y préstamos no hipotecarios. Activos de las listas «uno» y «dos» de los más bancos centrales nacionales de la UE.
Medidas de control de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> Innecesarias. 	<ul style="list-style-type: none"> Recortes de valoración en función del tipo de activos y su plazo de vencimiento, y márgenes iniciales para todas las operaciones de política monetaria según su plazo.
Mecanismos de aceptación	<ul style="list-style-type: none"> Operaciones dobles. 	<ul style="list-style-type: none"> Operaciones dobles. Pólizas de pignoración de activos.
3. ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA		
	<ul style="list-style-type: none"> Bancos, Cajas y algunas Cooperativas de Crédito (alrededor de 250). 	<ul style="list-style-type: none"> Todas las entidades de crédito (alrededor de 400).
4. SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE GRANDES PAGOS		
	<ul style="list-style-type: none"> Pagos nacionales a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), que funcionaba como un sistema de liquidación en términos brutos al final del día. Pagos de gran importe transfronterizos a través del SEPI (en torno a 35 mil millones de euros diarios). Cuentas de corresponsalia. Pagos transfronterizos a través de la Cámara de Compensación del Ecu de la EBA (en torno a 120 mil millones de euros diarios). 	<ul style="list-style-type: none"> Pagos nacionales a través del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE), en tanto que componente español del TARGET, convertido en un sistema de liquidación en términos brutos en tiempo real. Pagos transfronterizos a través de TARGET, principalmente (en torno a 400 mil millones de euros diarios), y, en menor medida, a través de la Cámara de Compensación del Euro (antes, del ecu) de la EBA y otros sistemas multilaterales netos. Adicionalmente, cuentas de corresponsalia.

ner financiación en subastas resueltas a tipo de interés fijo con un fuerte racionamiento de las cantidades concedidas. Esta situación creó algunos problemas de redistribución de la liquidez que fueron aliviándose al adoptar el Euro-sistema una política más flexible de oferta de li-

quidez, que ha permitido que el tipo de interés interbancario a un día tienda a oscilar en torno al tipo de la subasta semanal, y a medida que ha ido completándose el grado de integración de los diversos segmentos nacionales del mercado monetario del euro.

CAPÍTULO III

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

III.1. INTRODUCCIÓN

Como se ha comentado en el capítulo I de este Informe, en 1998 la economía española se benefició plenamente del clima de estabilidad alcanzado, lo que favoreció la consecución de ritmos elevados de crecimiento y de creación de empleo. Según las primeras estimaciones de la Contabilidad Nacional (CNE), el crecimiento del PIB a precios constantes fue del 3,8 %, por encima del 3,5 % conseguido en 1997 y superior, también, a la media de la Unión Europea, mientras que el empleo aumentó un 3,3 %, dando lugar a una reducción significativa de la tasa de paro. El mantenimiento de una combinación equilibrada de políticas económicas permitió conjugar ese crecimiento elevado del producto con una nueva reducción de la tasa de inflación, en un contexto de fuerte retroceso de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y de contención de los incrementos salariales.

La demanda nacional acentuó notablemente su ritmo de crecimiento en el conjunto del año, hasta el 4,9 %, favorecida por la mejora de las expectativas de los agentes sobre la situación económica y por la paulatina relajación de las condiciones monetarias, que situó los tipos de interés reales en niveles históricamente reducidos. Por su parte, la demanda exterior neta tuvo una contribución negativa al crecimiento del producto, de 1,2 puntos porcentuales, que se fue ampliando en el transcurso del año.

En la primera parte de 1998, la fortaleza que siguieron mostrando las exportaciones evitó un deterioro excesivo de la aportación de la demanda exterior al crecimiento del PIB, a pesar de que la madurez alcanzada por la fase de auge cíclico trajo consigo un notable incremento de las importaciones, en un entorno de recuperación de las economías europeas, aunque con algunas diferencias en sus respectivas posiciones cíclicas (véase recuadro III.1). No obstante, la extensión de los efectos de la crisis financie-

ra internacional produjo una drástica desaceleración de las exportaciones de manufacturas en la segunda mitad del año, que intensificó la contribución negativa de la demanda externa neta. Aunque el deterioro del entorno exterior propició un descenso de las expectativas de demanda de las empresas, que acabó trasladándose a sus planes de inversión, la demanda interna siguió registrando tasas de crecimiento elevadas, apoyada en el vigor del gasto en construcción —el agregado menos sensible a los acontecimientos externos—, en la fortaleza del consumo privado y en el empuje que, a pesar de su desaceleración, conservó la inversión en equipo. A lo largo del año se fue asentando, por tanto, un cambio en el patrón de crecimiento, que pasó de estar basado, en mayor medida, en el dinamismo de las exportaciones y de la inversión productiva privada, a apoyarse en el gasto de las familias y en la construcción.

Desde la perspectiva de las ramas productivas, el rasgo más destacable en 1998 fue la paulatina desaceleración del valor añadido en las industrias manufactureras, afectadas por el debilitamiento de las ventas al exterior. Por su parte, los servicios destinados a la venta mostraron un ritmo de avance más sostenido a lo largo del año, la actividad constructora se recuperó fuertemente, en línea con el gasto, y las actividades primarias superaron la recesión que habían atravesado en 1997.

III.2. LA DEMANDA

En el cuadro III.1, donde queda recogida la evolución de la demanda agregada y del PIB, se aprecia el impulso expansivo experimentado, en mayor o menor medida, por todos los componentes de la demanda nacional en 1998, siendo el consumo público el que conservó un tono más moderado. Por su parte, tanto las exportaciones como las importaciones se desaceleraron en el conjunto del año, especialmente las primeras, a pesar de lo cual sus tasas de

Principales agregados macroeconómicos

Tasas de variación real

	% PIB 1998	1995	1996	1997	1998	1998 (a)			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
Consumo privado nacional	62,3	1,6	2,0	3,1	3,8	3,9	3,9	3,8	3,7
Consumo público	16,0	1,8	0,9	1,4	1,6	1,8	1,8	1,6	1,2
Formación bruta de capital fijo	24,2	8,2	1,3	5,1	9,0	8,4	9,1	9,3	9,4
<i>Construcción</i>	14,0	6,6	-2,0	1,3	6,5	5,0	6,2	7,1	7,8
<i>Bienes de equipo y otros</i>	10,2	11,2	7,1	11,0	12,7	13,6	13,3	12,5	11,6
Variación de existencias (b)	0,3	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3
Demanda nacional	102,8	3,2	1,6	2,9	4,9	4,7	5,0	4,9	4,9
Exportaciones de bienes y servicios	36,7	10,0	10,6	14,8	7,8	10,6	8,5	6,5	5,9
Demanda final	139,5	4,6	3,6	5,7	5,6	6,2	5,9	5,4	5,2
Importaciones de bienes y servicios	39,5	11,0	7,4	12,2	10,6	12,5	11,3	9,5	9,4
Producto interior bruto	100,0	2,7	2,4	3,5	3,8	3,9	3,9	3,8	3,6
PRO MEMORIA:									
Demanda exterior neta (b)	-2,8	-0,6	0,7	0,5	-1,2	-0,8	-1,1	-1,2	-1,4

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales de variación.

(b) Aportaciones al crecimiento del PIB.

crecimiento continuaron situadas muy por encima de las del gasto interior, de forma que el grado de apertura de la economía —es decir, la suma de las exportaciones y de las importaciones en porcentaje del PIB, a precios constantes— aumentó hasta el 76,2 %. En las secciones siguientes se analizan estos resultados en términos de las decisiones de gasto adoptadas por los diferentes agentes económicos.

III.2.1. La demanda nacional

En el cuadro III.2 se proporciona una estimación, provisional para los años más recientes, de cómo se desagregan los componentes más significativos de la demanda nacional en términos de las decisiones de gasto de los diferentes sectores y agentes económicos: familias, empresas y Administraciones Públicas. Desde esta óptica, el fortalecimiento de la demanda interna en 1998 fue consecuencia de una aceleración sustancial del gasto de los hogares tanto en consumo privado como en vivienda. La inversión empresarial también registró tasas de crecimiento muy elevadas, incrementando su peso entre los componentes de la demanda, por lo que la inversión en equipo fue, por segundo año consecutivo, el componente de la demanda interna con una tasa de variación más elevada, pese a haberse ralentizado en el segundo semestre. La demanda de las Administraciones Públicas mostró, por su parte, una leve aceleración en el transcurso del año, como consecuencia del mayor empuje de la inversión.

El consumo privado registró un crecimiento medio real en 1998 del 3,8 %, frente al 3,1 % observado el año anterior. El fortalecimiento de este agregado fue más intenso en la primera parte del año, tendiendo a estabilizarse posteriormente en tasas de crecimiento elevadas, aunque ligeramente descendentes. El aumento de la capacidad de gasto de las familias fue el principal factor impulsor del consumo en 1998, al que también contribuyeron la mejora de la confianza de los consumidores y, en general, la evolución de las variables financieras, debido al continuado descenso de los tipos de interés, la nueva revalorización de la riqueza y el fuerte crecimiento del crédito.

En concreto, la renta disponible de los hogares creció un 3,4 %, en términos reales, en 1998, frente al 1,7 % estimado en 1997. Esta aceleración tuvo su origen, fundamentalmente, en la evolución de las rentas salariales, como consecuencia, a su vez, del ritmo elevado de creación de empleo y de un cierto avance de los salarios reales, al que contribuyeron el aumento de las tarifas salariales en convenio (un 2,6 %) y el hecho de que la inflación anual se situara por debajo de lo inicialmente previsto. También las rentas no salariales presentaron una aceleración sustancial, destacando, en particular, el aumento de aquellas relacionadas con las actividades empresariales que realizan las familias por cuenta propia. Por el contrario, las rentas relacionadas con la retribución del ahorro mantuvieron una contribución negativa, aunque algo inferior a la observada el año anterior, ya que

La relación entre el ciclo económico español y el europeo

La creciente sincronía en las fluctuaciones cíclicas de las economías de los países desarrollados resulta particularmente relevante para las economías implicadas en procesos de integración, como la UEM. Valorar hasta qué punto muestran estas economías respuestas similares y sincronizadas a las perturbaciones, o si sus ciclos económicos difieren en intensidad y duración, o si están desfasados, son cuestiones cruciales. El objetivo de este recuadro es presentar algunos indicadores sobre el grado de sincronía entre las fluctuaciones cíclicas de los principales agregados económicos españoles y del resto de las principales economías europeas.

El gráfico adjunto muestra conjuntamente el componente cíclico (1) del PIB real español y el de un agregado, UEM3, que resume la evolución del resto de las principales economías de la UEM: Francia, Alemania e Italia. Estas economías son, además, los principales socios comerciales de España y, potencialmente, los más influyentes sobre las fluctuaciones cíclicas agregadas españolas. Las series correspondientes al agregado UEM3 son una media ponderada de las correspondientes series francesa, alemana e italiana, donde las ponderaciones son los pesos de cada país en el comercio total de España con el área UEM3, integrada por estos tres países. Aunque el ciclo del PIB real español está algo retrasado respecto al del UEM3 en la primera mitad de la muestra, el retardo se reduce después para llegar hasta la casi completa sincronía al final del período. En el período estudiado es de destacar también la elevada sincronía entre los componentes cíclicos de las series francesa y alemana (excepto en el entorno de la reunificación alemana), como muestra el gráfico adjunto.

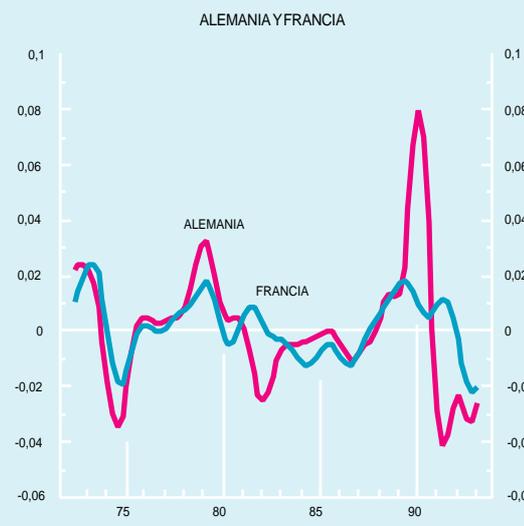
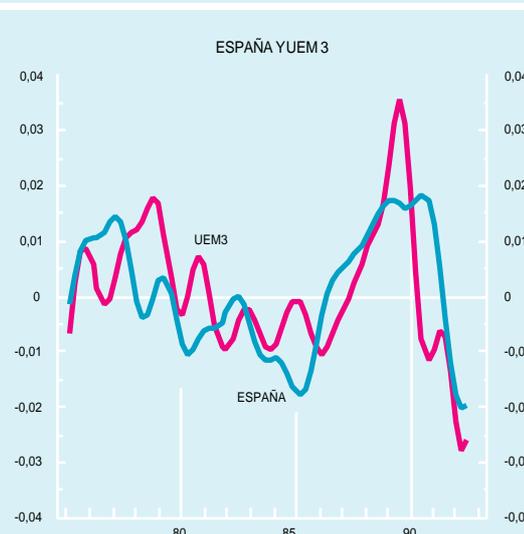
El cuadro adjunto resume los resultados de un análisis más detallado del grado de fluctuación conjunta, basado en el cálculo de correlaciones cruzadas entre los componentes cíclicos de las series españolas y del resto de las principales economías europeas (2). Las series estudiadas son el PIB y algunos de los principales componentes de la demanda agregada en términos *per capita* y a precios constantes, además del porcentaje de empleados en la población activa y las horas totales trabajadas *per capita*. Los datos son trimestrales, de 1970.I a 1996.IV. El principal resultado del análisis es que se verifica una fuerte sincronía entre el ciclo económico español y el europeo, con una fluctuación conjunta coincidente del PIB, la inversión privada, las importaciones y las exportaciones netas. Sin embargo, la fluctuación cíclica del consumo privado en Europa adelanta en más de un año a la observada en España, así como la del empleo. Los componentes cíclicos menos correlacionados son los del consumo público (seguramente debido a las diferentes políticas fiscales nacionales) y las exportaciones (por los distintos destinos de las de cada país). La fuerte relación encontrada con el agregado UEM3 se debe fundamentalmente a la elevada correlación y sincronía existente entre el ciclo económico español y el francés, y en menor medida también el italiano, mientras que la interdependencia con el ciclo alemán está caracterizada por una elevada correlación, pero con un adelanto de cerca de un año en Alemania respecto del ciclo económico en España.

Por todo ello, y con la excepción de la existencia de un cierto retardo en las fluctuaciones cíclicas de algunas variables españolas, se encuentra evidencia de un ciclo económico similar y sincronizado entre España y el resto de las principales economías de la UEM, acentuándose la similitud a medida que el grado de integración entre estas economías ha ido avanzando.

(1) Obtenido aplicando sobre la serie original un filtro lineal de bandas propuesto en Baxter, M. y R. King (1995), *Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series*, NBER Working Paper, nº 5022.

(2) Véase Ortega E. (1998), *The Spanish Business Cycle and its Relationship to Europe*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9819.

Fluctuaciones cíclicas del PIB



Fuente: Banco de España.

Correlación máxima entre los componentes cíclicos de la serie española en t y la correspondiente al agregado UEM3 en t + k, con el desfase de k trimestres entre paréntesis

PIB	0,59 (a)	(0)
Consumo privado	0,72 (a)	(-5)
Consumo público	0,12	(-1)
Inversión privada	0,72 (a)	(0)
Exportaciones	-0,28	(-4)
Importaciones	0,63 (a)	(0)
Exportaciones netas	0,61 (a)	(0)
Empleados	0,78 (a)	(-5)
Horas totales	0,67 (a)	(-2)

Fuente: Banco de España.

(a) Coeficientes de correlación significativamente distintos de cero.

CUADRO III.2
**Evolución del consumo y de la formación bruta
de capital fijo por sectores institucionales (a)**
Tasas de variación real

	% PIB 1998	1995	1996	1997	1998
Familias					
Consumo privado	62,3	1,6	2,0	3,1	3,8
Formación bruta de capital fijo (b)	4,5	7,1	9,1	-0,7	8,0
Empresas					
Formación bruta de capital fijo (c)	15,9	12,8	2,4	8,0	8,0
<i>Construcción</i>	7,0	8,0	-1,7	4,2	3,2
<i>Equipo</i>	9,0	18,0	6,5	11,5	12,0
Administraciones Públicas					
Consumo público	16,0	1,8	0,9	1,4	1,6
Formación bruta de capital fijo	3,7	-4,9	-11,1	-0,1	15,4
<i>De la cual:</i>					
<i>Construcción</i>	2,5	3,0	-18,0	-3,0	14,0
PRO MEMORIA:					
Formación bruta de capital fijo	24,2	8,2	1,3	5,1	9,0
<i>Construcción</i>	14,0	6,6	-2,0	1,3	6,5
<i>Equipo</i>	10,2	11,2	7,1	11,0	12,7

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Algunas de estas cifras constituyen estimaciones provisionales realizadas por el Banco de España.

(b) Inversión interna residencial.

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

los sucesivos recortes de los tipos de interés propiciaron, por un lado, un descenso de los rendimientos derivados de la tenencia de activos financieros de las familias y, por otro, un aumento de su volumen de endeudamiento, con el consiguiente incremento de los pagos por intereses. Finalmente, la aportación de las Administraciones Públicas al aumento de las rentas familiares —a través del efecto conjunto de los impuestos y de las prestaciones y cotizaciones sociales— fue reducida, y de una magnitud similar a la de años anteriores. El aumento de la renta disponible contribuyó a financiar el mayor aumento del consumo, en términos reales, aunque también se produjo una reducción de la tasa de ahorro, que quedó situada en el 10,1 % de la renta disponible.

El descenso de los tipos de interés, al margen de la influencia contractiva sobre la renta disponible de las familias, tuvo importantes efectos expansivos sobre el consumo que se canalizaron por otras vías. Por una parte, la riqueza financiera de las familias ha experimentado una revalorización sustancial en los años más recientes, que se ha visto potenciada por

el amplio desplazamiento del ahorro desde las colocaciones más tradicionales —como los depósitos a plazo— hacia otros instrumentos de mayor rentabilidad, como los fondos de inversión, que son los activos que han registrado las revalorizaciones más intensas en los últimos años, debidas, en su mayor parte, a las variaciones de los tipos de interés. Cabe mencionar, sin embargo, que la magnitud del efecto que haya podido tener este incremento de la riqueza sobre la demanda de consumo resulta difícil de determinar. Por otra parte, el efecto expansivo de los recortes de los tipos de interés sobre el consumo que ha tenido lugar a través del efecto sustitución —al abarataarse la decisión de adelantar el gasto en el tiempo— ha sido importante, especialmente en el caso de los bienes de consumo duradero, cuya adquisición está ligada a la obtención de financiación (véase gráfico III.1).

En cualquier caso, el aumento de la renta disponible de las familias se trasladó con fluidez a sus decisiones de gasto, en un contexto de creciente optimismo sobre la situación económica general y, en particular, sobre el empleo. De hecho, el índice de confianza de los consumidores registró una mejora sustancial conforme avanzaba el año; las turbulencias de los mercados financieros en el segundo semestre apenas frenaron su senda ascendente en los últimos meses del ejercicio, que finalizó en niveles comparables a los máximos alcanzados durante el anterior ciclo expansivo. La mejora de la confianza de los consumidores se ha visto reforzada por los cambios observados en la composición del empleo generado a lo largo del año, con un mayor peso de las contrataciones indefinidas, que ha reducido la incertidumbre en torno a las expectativas de renta futura de los ocupados.

Atendiendo a la desagregación del consumo por principales categorías de gasto, cabe destacar el dinamismo que siguió mostrando la adquisición de bienes duraderos, asentado no solo en el extraordinario crecimiento de la demanda de automóviles sino también en la expansión del gasto en aquellas categorías de bienes que guardan una estrecha relación con la adquisición de viviendas nuevas, como los electrodomésticos y otro equipo del hogar. Por su parte, el consumo de servicios experimentó una tenue aceleración en el conjunto del año, mientras que el gasto en alimentación mantuvo una senda de avance moderada.

Tras las vacilaciones observadas en el proceso de recuperación de la inversión en vivienda durante 1997, ligadas al estancamiento que experimentaron temporalmente los indicadores de iniciaciones, este proceso se consolidó ple-

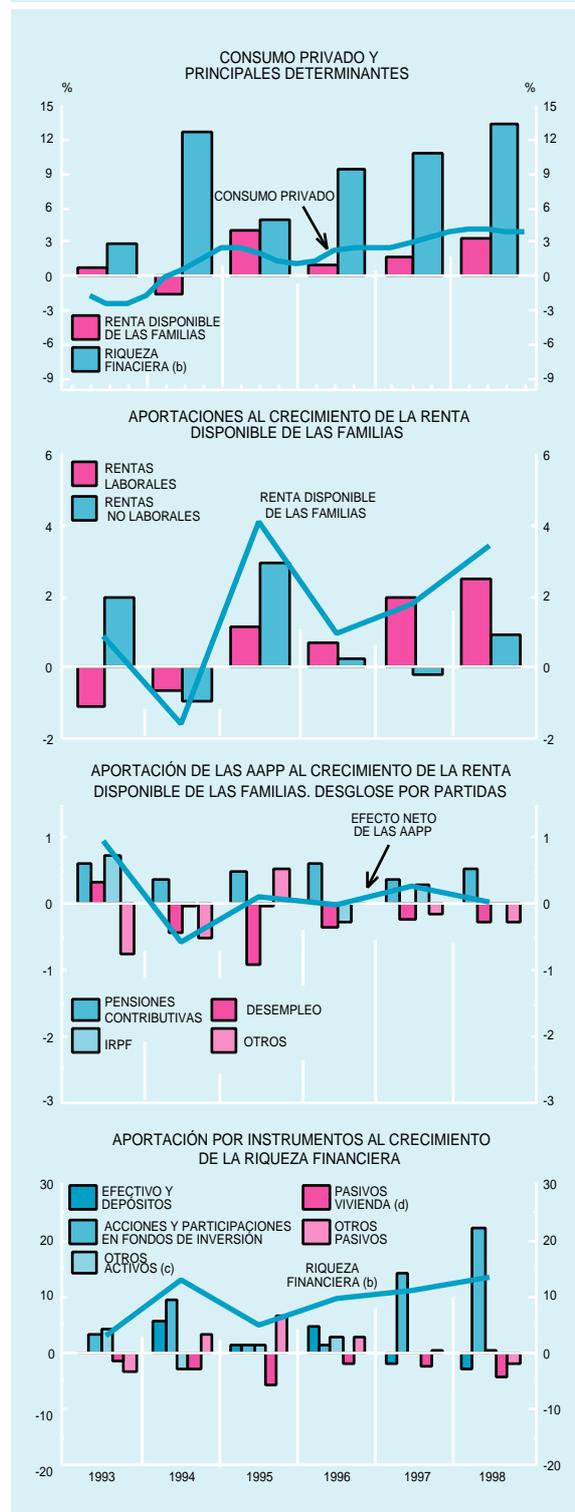
namente en 1998, año en el que la inversión residencial registró tasas de crecimiento sostenidas y muy elevadas (véase gráfico III.2). El incremento de la renta disponible de los hogares y el importante descenso que han experimentado los tipos de interés hipotecarios en los años recientes dieron lugar a una intensa mejora de las condiciones de acceso de las familias a la compra de una vivienda, a pesar de que su precio relativo registró un avance notable. A lo largo de los cuatro últimos años ha aflorado una demanda insatisfecha que se había acumulado en fases anteriores, cuando el encarecimiento de la vivienda, los elevados tipos de interés y la incertidumbre sobre la estabilidad del empleo frenaron la adquisición de viviendas, a pesar de que los estratos de población más proclives a la formación de nuevos hogares habían aumentado sustancialmente. Por otra parte, el dinamismo de la inversión residencial pudo verse reforzado en 1998 por motivos relacionados con la compra de viviendas como activo alternativo en el que materializar la riqueza, debido al descenso de las rentabilidades de los activos financieros con riesgo. Adicionalmente, la inversión extranjera en inmuebles ha registrado un aumento muy fuerte en los dos últimos años, que contribuye a explicar el crecimiento de la demanda residencial y las tensiones de precios que se han apreciado en las regiones costeras.

A pesar de que la tasa de ahorro de las familias se mantuvo aproximadamente estable en 1998, la expansión de la inversión residencial supuso una reducción de la capacidad de financiación de este sector, que se situó en el 2,7 % del PIB, según estimaciones provisionales, cifra todavía superior a la alcanzada en las fases más avanzadas del anterior ciclo expansivo.

En 1998, la demanda de las Administraciones Públicas siguió condicionada por los compromisos adquiridos por las autoridades, en términos de contención del gasto público y de corrección del desequilibrio presupuestario, aunque su composición estuvo orientada, en mayor medida que en años anteriores, a mejorar la productividad de la economía. Por ello, el mayor esfuerzo de ajuste recayó sobre el consumo público, que mantuvo el tono de moderación que le había caracterizado en años precedentes, mientras que la inversión mostró un avance sustancial. Según las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el consumo público registró una tasa de crecimiento real del 1,6 % en 1998, muy similar a la observada en 1997, mientras que en términos nominales su crecimiento fue del 3,5 %, apreciándose un comportamiento dispar en cada uno de sus componentes. En concreto, la remuneración de los asalariados experimentó una ligera aceleración, como consecuencia del aumento

GRÁFICO III.1

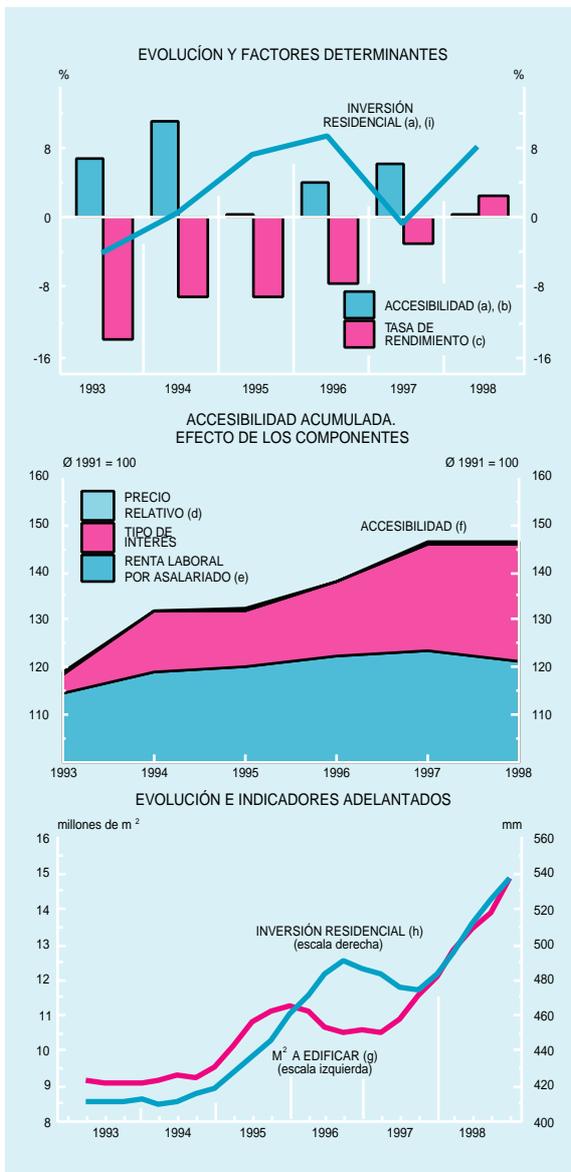
Consumo privado (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales de variación real.
 (b) Riqueza calculada al principio del período.
 (c) Incluye, entre otros, valores a corto plazo, reservas técnicas de seguro y obligaciones.
 (d) Crédito a personas físicas para la adquisición de vivienda propia.

GRÁFICO III.2

Inversión residencial



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

- (a) Tasas de variación real.
 (b) Este indicador trata de aproximar algunos de los factores que determinan la capacidad para la compra de una vivienda. Se ha construido a partir del precio relativo de la vivienda, del tipo de interés hipotecario y de los ingresos familiares, aproximados por la renta laboral por asalariado.
 (c) Indicador obtenido como diferencia entre la tasa de variación del precio de la vivienda nueva y el tipo de interés nominal del activo alternativo, que, en este caso, se aproxima como la rentabilidad de los bonos y obligaciones del Estado a diez años.
 (d) Con relación al deflactor de consumo privado.
 (e) Variable neta de cotizaciones y expresada en términos reales.
 (f) 1991 = 100.
 (g) Media móvil de doce términos sin centrar de la superficie a edificar expresada en metros cuadrados para usos residenciales según la estadística de «Edificación y Vivienda».
 (h) Trimestralización de la Contabilidad Nacional Anual. Pesetas constantes de 1986.
 (i) Estimación del Banco de España para 1998.

de las retribuciones de los empleados públicos de acuerdo con la inflación prevista, frente a la congelación aplicada el año anterior; mientras que el crecimiento del número de asalariados volvió a ser muy modesto. Las compras netas de bienes y servicios atenuaron su ritmo de avance, a pesar de que las realizadas por el Estado registraron una desviación al alza en comparación con la cifra presupuestada. Finalmente, el consumo de capital fijo registró también una ligera desaceleración, experimentando un aumento moderado, en consonancia con la evolución contractiva del stock de capital público en los años recientes, como consecuencia del recorte del gasto en inversión.

Después de registrar descensos abultados, en términos reales, durante cinco años consecutivos, la inversión pública inició una tímida recuperación en 1997 que se intensificó sustancialmente en 1998, cuando su tasa de crecimiento real se situó en torno al 15 %. La recuperación fue especialmente significativa en las Administraciones Territoriales, mientras que el gasto de la Administración Central mantuvo un tono muy moderado. Atendiendo al tipo de inversión, cabe destacar, por su mayor importancia cuantitativa, la expansión de la inversión en construcción, que había registrado un retroceso importante en los dos años precedentes. Además, la escasa información disponible sobre la inversión pública en bienes de equipo indica que esta partida debió de experimentar asimismo un comportamiento muy dinámico durante el año pasado.

La inversión productiva —en equipo y en construcción privada no residencial— realizada por el sector empresarial ha sido el componente más expansivo de la demanda interna desde 1996, de forma que su proporción sobre el PIB, que había registrado un importante retroceso en los primeros años de la década de los noventa, ha experimentado un incremento apreciable posteriormente, situándose en niveles similares a los alcanzados durante la anterior fase expansiva de la economía. De hecho, en el conjunto de 1998 la inversión productiva privada intensificó ligeramente su ritmo de avance.

Como se aprecia en el gráfico III.3, donde el perfil de la inversión productiva se ha aproximado por el de la inversión en bienes de equipo, este impulso fue especialmente significativo en la primera mitad del año, en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda final, que trajo consigo un aumento en el nivel de utilización de la capacidad instalada, y de expectativas de continuidad del tono expansivo de la demanda, que generaron la necesidad de ampliar el equipo productivo. La contención en el ritmo de avance de la demanda final en la segunda mi-

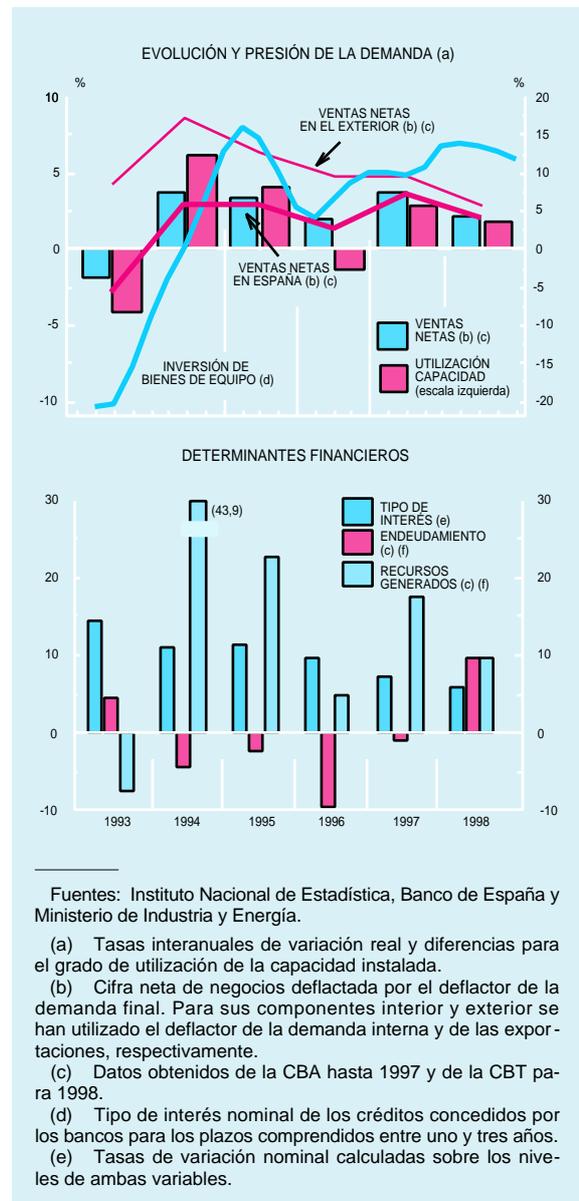
tad del año, como consecuencia del debilitamiento de las exportaciones, y el deterioro de las expectativas de demanda, ligado al clima de incertidumbre que prevaleció en ese período, provocaron una flexión a la baja de los planes de inversión de las empresas. En cualquier caso, el dinamismo del proceso inversor siguió siendo considerable; las favorables condiciones de financiación con recursos ajenos y los altos niveles de rentabilidad que mantienen las empresas españolas contribuyen a explicar este resultado.

Según los datos de la Central de Balances, la evolución favorable de la actividad durante la actual fase de recuperación, junto con el paulatino descenso de los tipos de interés y el avance moderado de los gastos de explotación, consecuencia de la desaceleración de los gastos de personal, han dado lugar a sucesivos incrementos en la *ratio* de rentabilidad de las empresas no financieras, que en 1998 alcanzó un nivel muy elevado. El crecimiento de la autofinanciación, derivado de los fuertes beneficios obtenidos, permitió a las empresas llevar a cabo un proceso de saneamiento, que se concretó en un continuo descenso de sus niveles de endeudamiento; no obstante, en 1998, la combinación de tipos de interés reducidos y de elevada rentabilidad del activo propició que, por primera vez desde 1993, las empresas aumentaran su apelación a la financiación ajena para acometer nuevos proyectos de inversión. Por otra parte, en 1998 se detectó una cierta desaceleración de los recursos generados, que afectó especialmente a la actividad manufacturera, aunque ello no impidió la mejora de su *ratio* de rentabilidad.

Para el caso concreto de las empresas industriales, existe información sobre la finalidad de las inversiones realizadas en 1998, a partir de los resultados de la encuesta semestral de inversiones realizada por el Ministerio de Industria y Energía. Según esta encuesta, la ampliación del capital constituyó el objetivo primordial del gasto, aunque la racionalización de los procesos productivos —concepto en el que se incluye la sustitución de mano de obra, además de la introducción de nuevas tecnologías y el ahorro de materias primas— siguió siendo una motivación muy importante en los planes de inversión de las empresas. Esta encuesta ha recogido también la incidencia negativa de la crisis internacional sobre los planes de inversión para 1999, habiéndose detectado una menor importancia de la ampliación de la capacidad productiva como factor determinante en la programación de la inversión, adquiriendo mayor protagonismo la introducción de mejoras en el rendimiento.

Por otra parte, también se dispone de información sobre la inversión empresarial en cons-

GRÁFICO III.3
Inversión productiva privada



trucción por actividades productivas. Dentro de este componente, se apreció un elevado dinamismo de la edificación de inmuebles destinados a usos industriales, en consonancia con la expansión de esta actividad. Asimismo, la construcción de oficinas y locales comerciales experimentó un crecimiento notable, que ha permitido aliviar la escasez de este tipo de edificaciones. Por el contrario, los edificios destinados a usos agrícolas registraron una desaceleración, estrechamente ligada al moderado avance de la actividad de las ramas primarias.

Por último, la variación de existencias tuvo una aportación positiva de dos décimas porcen-

tuales al crecimiento del PIB en 1998, que contrasta con la detracción de 0,3 puntos observada el año anterior. Los sucesivos recortes de los tipos de interés y la caída de los precios de las materias primas en los mercados internacionales provocaron un importante descenso del coste de mantenimiento de *stocks*, que fue aprovechado por las empresas para incrementar sus niveles de existencias de forma voluntaria. El aumento de los niveles deseados de existencias debió de ser especialmente significativo en la primera parte del año, cuando prevalecían unas expectativas muy favorables sobre la evolución de la demanda final de la economía; sin embargo, al acentuarse la debilidad de las ventas en los mercados exteriores a medida que avanzaba el año, las encuestas industriales revelaron un aumento del número de empresarios que declaraba mantener unos niveles de existencias superiores a los deseados, indicativo de un incremento en el componente involuntario de la variación de existencias. Este aumento de los niveles no deseados de existencias fue más intenso entre los productores de bienes de consumo intermedios, mientras que los de bienes de equipo mantuvieron un volumen de existencias más ajustado, debido a la fortaleza de la demanda de estos bienes procedente tanto de los mercados exteriores como del interior.

III.2.2. La demanda exterior

En 1998, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto fue de -1,2 puntos porcentuales, cifra que contrasta con la contribución positiva de 0,5 puntos observada el año anterior. El efecto contractivo fue consecuencia, principalmente, de la intensa desaceleración que experimentaron las exportaciones de bienes y servicios, con un crecimiento real del 7,8 % en el promedio de 1998, muy inferior al 14,6 % observado en 1997. También las importaciones contribuyeron al impulso contractivo en los primeros meses del año, en los que alcanzaron un ritmo de avance elevado, que se mantuvo con posterioridad, aunque ligeramente atenuado; su tasa de crecimiento real en el conjunto del ejercicio fue del 10,6 %, algo inferior a la observada en el precedente.

Como se aprecia en el gráfico III.4, a comienzos de 1998 las exportaciones de bienes seguían presentando tasas de crecimiento real muy elevadas, a pesar de la caída de la demanda procedente de los países asiáticos, inmersos en una profunda recesión desde mediados de 1997. La reducida participación de los países asiáticos en las exportaciones españolas y, sobre todo, la firmeza de las ventas destinadas a los mercados del área del euro, en un contexto

de progresivo fortalecimiento de estas economías, favorecieron esta evolución. No obstante, la situación experimentó un cambio sustancial en la segunda mitad del año, al alcanzar la crisis internacional a otras economías emergentes, entre las que cabe destacar a los países de América Latina, con los que España mantiene vínculos comerciales más estrechos. Las ventas a estos mercados comenzaron a mostrar una gran debilidad, acentuada por la progresiva desaparición de los efectos positivos derivados de la mejora de competitividad alcanzada el año anterior frente a los países del área del dólar. Además, algunos de estos países introdujeron medidas proteccionistas tendentes a reducir las importaciones para paliar los efectos de la caída de los precios de las materias primas sobre sus balanzas comerciales. Finalmente, la crisis internacional acabó afectando a los países del área del euro, frenando el proceso de recuperación que habían mostrado en el primer semestre del año y provocando una desaceleración adicional de las ventas al exterior, que terminaron el ejercicio con una tasa de crecimiento real del 2,6 %, en contraste con el aumento del 10,4 % observado en el primer trimestre (véase recuadro III.2).

En el promedio de 1998, las exportaciones destinadas al área del euro crecieron un 9,2 %, en términos nominales, tras haber registrado un aumento próximo al 15 % en la primera mitad del año. Dentro de esta área, las ventas a Francia se incrementaron un 14,1 %, tasa muy superior a la observada en el ejercicio precedente, a pesar de haberse desacelerado intensamente conforme avanzaba el año; por el contrario, las dirigidas a Italia y Alemania presentaron avances muy moderados. Fuera del área del euro, las ventas al Reino Unido crecieron a un ritmo similar al observado en 1997, impulsadas por la apreciación de la libra esterlina en la primera mitad del año, mientras que las destinadas a Estados Unidos se desaceleraron drásticamente, ya que las exportaciones que se dirigen a este país están caracterizadas por un fuerte predominio de las manufacturas de consumo, cuya competitividad se vio negativamente afectada por las devaluaciones que experimentaron las monedas de los países asiáticos. Finalmente, las ventas a Japón y a los países asiáticos registraron descensos muy abultados, en tanto que las dirigidas a América Latina y a los países del centro y del este europeo se incrementaron ligeramente en el promedio del año; no obstante, dentro de este último grupo de países, se aprecia un comportamiento muy expansivo de las exportaciones destinadas a aquellos que han suscrito acuerdos comerciales con la UE.

En contraste con la debilidad de las exportaciones de mercancías, los ingresos por turismo

Una aproximación a los efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica: el canal de comercio exterior

En 1998, la evolución de los flujos comerciales con el exterior se vio muy condicionada por el desarrollo de la crisis financiera internacional. La inestabilidad financiera y cambiaria en que se encontraban inmersas las economías asiáticas emergentes desde mediados de 1997 fue intensificándose a medida que avanzaba el año y acabó afectando a otras áreas, en particular, a Rusia y a los países latinoamericanos. El retroceso de la actividad económica de estos países y las devaluaciones que, en algunos casos, han experimentado sus monedas, han provocado un notable deterioro de nuestros intercambios comerciales con esos mercados.

En este recuadro se realiza una aproximación cuantitativa de los efectos de la crisis de los mercados emergentes sobre las exportaciones netas y sobre la producción nacional mediante el empleo de diversos modelos econométricos estimados en el Banco de España. Conviene tener presente que estas estimaciones están sujetas a múltiples cautelas. En concreto, la crisis ha tenido repercusiones de carácter muy general, dada su incidencia sobre los mercados financieros, sobre la evolución de los precios y sobre la confianza de los agentes, que no se agotan en el impacto directo derivado de los intercambios comerciales y que no se contemplan en este análisis. De este modo, los resultados obtenidos pueden ser considerados como el límite inferior del impacto global.

Antes de analizar los resultados, cabe señalar que la magnitud de las relaciones comerciales bilaterales de España con las economías afectadas por la crisis es relativamente moderada: en concreto, el conjunto de estos países (incluido Japón) representa un porcentaje ligeramente inferior al 13 % en el total de las ventas al exterior y un 14 % de las importaciones. Estos porcentajes son ligeramente inferiores a los que se observan en el promedio de la UE y se encuentran muy alejados de los que presenta Estados Unidos, que mantiene vínculos comerciales más estrechos con estas economías. De este modo, el impacto directo derivado de la crisis ha debido de ser limitado. No obstante, en la medida en que la crisis se haya traducido en una ralentización de la demanda de los países industrializados que constituyen nuestros principales socios comerciales, los efectos serán superiores.

En el cuadro adjunto se presenta, en primer lugar, la estimación del efecto sobre los distintos agregados de la demanda nacional y exterior y sobre el PIB derivado de la caída de la demanda de los países directamente afectados por la crisis. Para evaluar estos efectos se analiza, en una primera instancia, el posible impacto sobre las ventas al exterior, comparando los resultados que se obtienen al simular la función de exportaciones en dos escenarios alternativos: en el primero de ellos se emplean los valores observados de sus determinantes básicos —mercados de exportación y competitividad— para los años 1997 y 1998 y las previsiones para 1999, mientras que el segundo es el que podría haber tenido lugar si las economías emergentes hubieran mantenido durante esos tres años tasas de crecimiento similares a las que registraban en el período previo a la crisis y si los tipos de cambio reales hubieran permanecido constantes.

Como se puede apreciar, según los resultados obtenidos, en 1997 los efectos de la crisis sobre las exportaciones son prácticamente nulos; por el contrario, en 1998 se estima que el crecimiento de las exportaciones se podría haber reducido en 2,4 puntos porcentuales, cifra muy similar a la estimada para 1999. Además, el menor dinamismo de las ventas al exterior tiene repercusiones sobre el comportamiento de la inversión en equipo, ya que la demanda final —es decir, la suma de la demanda nacional y de las exportaciones— constituye uno de los determinantes fundamentales de este agregado macroeconómico. No obstante, el impacto total sobre el producto nacional se habría visto moderado como consecuencia del menor crecimiento de las importaciones derivado de la desaceleración de la demanda final —que compensaría sobradamente el abaratamiento de sus precios relativos—. De este modo, el impacto directo de la crisis de las economías emergentes podría haber supuesto un descenso del crecimiento del PIB de 0,1 puntos porcentuales en 1997, ascendiendo a 0,2 pp, en 1998 y 1999.

Adicionalmente, se ha realizado una aproximación de los efectos indirectos que podrían haberse derivado del menor crecimiento de los países industrializados. Para ello se repite el mismo procedimiento de cálculo, teniendo en cuenta las diferencias existentes entre las previsiones sobre el crecimiento de esta área que realizaban diversos organismos internacionales en el momento previo a la crisis y las estimaciones que se realizan en la actualidad. Como se puede comprobar en el cuadro adjunto, el menor crecimiento de los países industrializados se traduciría en un menor dinamismo de la actividad de 0,1 pp en 1998 y 1999.

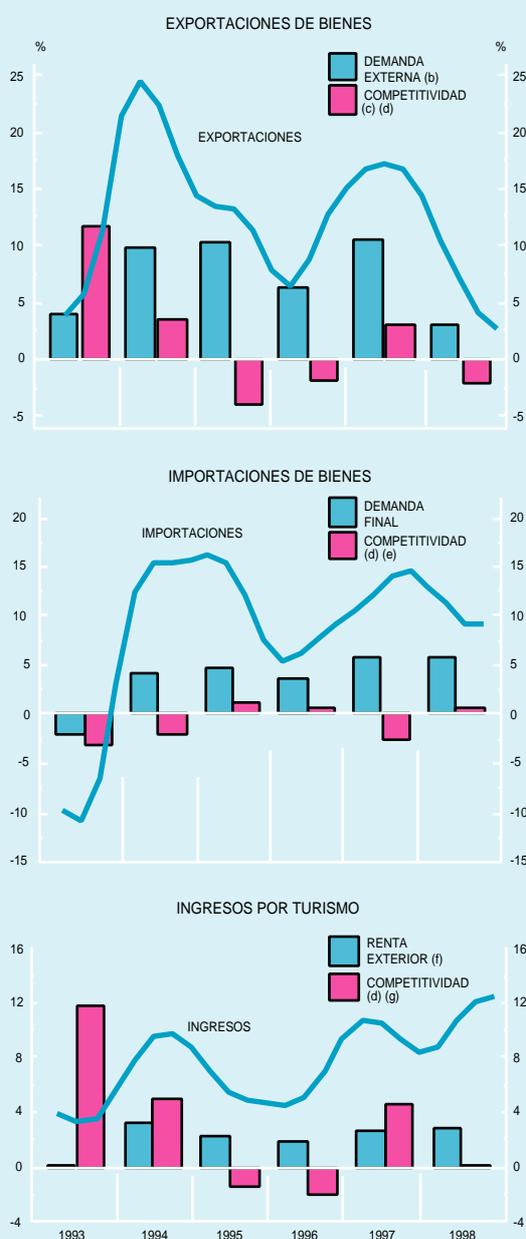
En conjunto, el impacto de la crisis de las economías emergentes que transcurren a través de los flujos de comercio exterior, considerando los efectos directos e indirectos, podrían haber supuesto un menor crecimiento del PIB de 0,1 pp en 1997, y de 0,3 pp en 1998 y 1999.

Efectos de la crisis económica internacional sobre la economía española: el canal comercial

	Puntos porcentuales		
	1997	1998	1999
EFFECTOS DIRECTOS:			
Demanda exterior neta	—	-0,1	-0,1
<i>Exportaciones</i>	-0,4	-2,4	-2,3
<i>Importaciones</i>	-0,3	-1,8	-1,3
Demanda nacional	-0,1	-0,1	-0,1
Producto interior bruto	-0,1	-0,2	-0,2
EFFECTOS INDIRECTOS:			
Exportaciones	—	-0,2	-1,1
Producto interior bruto	—	-0,1	-0,1
EFFECTO TOTAL:			
Exportaciones	-0,4	-2,6	-3,4
Producto interior bruto	-0,1	-0,3	-0,3

GRÁFICO III.4

Demanda exterior neta y principales determinantes (a)



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

- (a) Tasas interanuales de variación real.
 (b) Crecimiento del comercio mundial de bienes (FMI).
 (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 las negativas una pérdida.
 (e) Índice de precios industriales con relación al deflactor de las importaciones españolas.
 (f) Media del PIB de los países de procedencia del turismo español, ponderada según la importancia relativa del número de visitantes.
 (g) Inversa del tipo de cambio efectivo real frente a la OCDE.

volvieron a intensificar su ritmo de avance en 1998, registrando un crecimiento real del 11 % en el conjunto del año. La pujanza de este componente de la demanda exterior está relacionada con la mejora en los factores determinantes del consumo en las principales economías europeas, que se ha traducido en una mayor afluencia de turistas procedentes de Francia y Alemania; por otro lado, el turismo procedente del Reino Unido mantuvo un vigor notable, alentado por la apreciación de la libra esterlina hasta mediados de 1998. Adicionalmente, las campañas de promoción que se han realizado en estos últimos años, destinadas a reducir la acusada estacionalidad que ha caracterizado tradicionalmente al turismo mediante la promoción de destinos y de productos turísticos alternativos a los que ofrecen las comunidades del litoral, parecen estar dando fruto, al haber impulsado una mayor afluencia de visitantes en meses distintos a los de verano.

Las importaciones de bienes registraron un crecimiento del 8,3 % en 1998, algo inferior al 10,3 % observado el año anterior, en línea con la ligera desaceleración de la demanda final; por el contrario, no cabe atribuir un efecto importante a los cambios de competitividad de los productos importados, ya que los precios de importación presentaron un comportamiento muy similar al de los bienes producidos en el interior. Analizando la composición de las importaciones por grupos de productos, se aprecia que las compras de bienes intermedios no energéticos fueron las que presentaron un tono más pausado, debido a la desaceleración que experimentaron algunas actividades industriales muy intensivas en consumos intermedios importados. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo y de bienes de consumo acentuaron sus ritmos de avance, en consonancia con la fortaleza que han mostrado estos componentes de la demanda agregada. Entre los bienes de consumo, el crecimiento de las compras de automóviles fue especialmente intenso, impulsadas posiblemente por un desplazamiento de la demanda de automóviles hacia una gama de vehículos que no proporciona la oferta española. Por su parte, las importaciones energéticas mostraron también un avance notable, que refleja la reactivación registrada por la industria de refino en los dos últimos años, asociada a los reducidos niveles del precio del petróleo.

Por lo que se refiere al resto de las operaciones de la demanda exterior, los pagos por turismo aumentaron un 10,1 % en 1998, impulsados por la mejora de la confianza de los consumidores españoles y por la estabilidad que mostró el tipo de cambio de la peseta frente al dólar, en el conjunto del año, tras la

depreciación observada el año anterior. Finalmente, los ingresos y pagos por otros servicios distintos del turismo mantuvieron tasas de crecimiento real muy elevadas como consecuencia del aumento de las operaciones de transporte de mercancías y viajeros, y de la expansión que se aprecia en algunas rúbricas de servicios prestados a las empresas, que se han visto impulsadas en los últimos años por los acuerdos de liberalización adoptados en el seno de la Organización Mundial del Comercio.

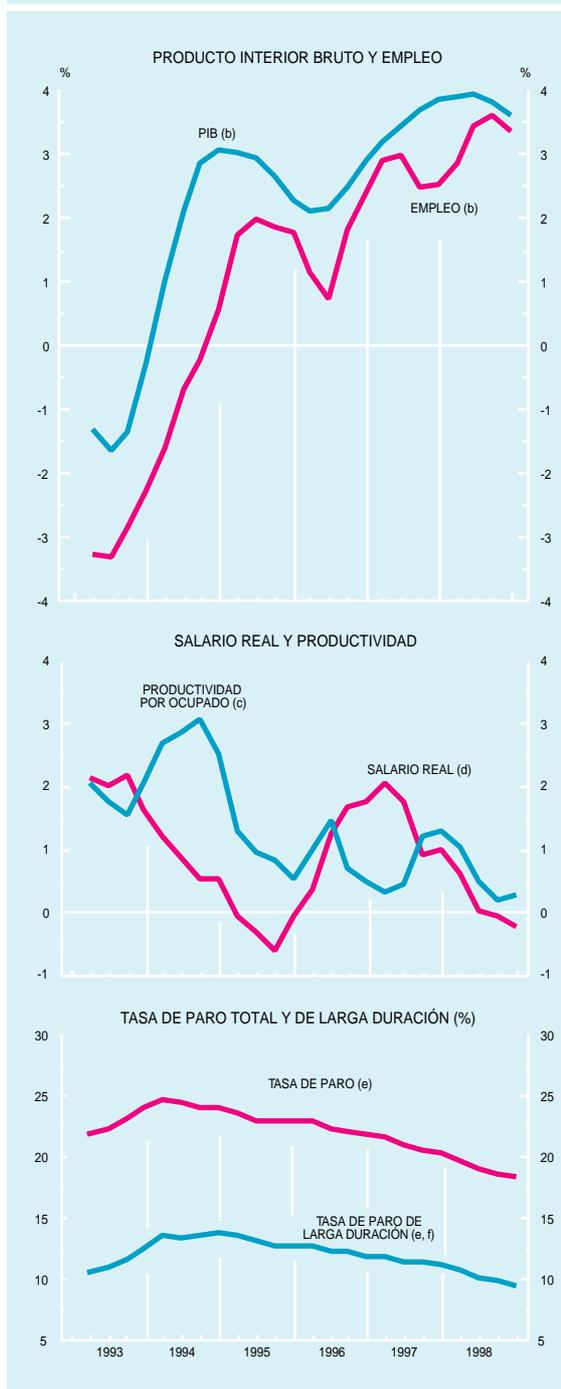
III.3. PRODUCTO Y EMPLEO

En el conjunto de 1998, la aceleración registrada por la demanda nacional compensó la desaceleración de las exportaciones, de manera que la demanda final se incrementó en un 5,6 %, tasa muy próxima a la estimada para 1997. A pesar de este crecimiento estable de la demanda final, los flujos de productos destinados a satisfacerla, importaciones y PIB, modificaron sus ritmos de variación, produciéndose un cierto debilitamiento de las compras en el exterior y una reactivación del producto interno. Esta evolución algo dispar pudo estar relacionada con el menor dinamismo de aquellos componentes de la demanda más ligados a la importación —como las exportaciones—, mientras que la actividad interior se vio estimulada por la sensible recuperación de la construcción. De hecho, la aceleración experimentada por el PIB en 1998 no fue común al conjunto de las ramas productivas: mientras que la construcción y la agricultura mostraron un comportamiento expansivo, la industria se desaceleró, afectada por la evolución de las exportaciones, y las ramas de servicios registraron asimismo una cierta ralentización.

Impulsado por la recuperación del PIB, el ritmo de generación de empleo se elevó hasta el 3,3 %, seis décimas por encima del ejercicio precedente, de acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). En consecuencia, la productividad aparente del trabajo presentó, por tercer año consecutivo, una tasa de crecimiento reducida. Dentro del año, la evolución del producto y del empleo fue desigual: el PIB mantuvo ritmos de variación próximos al 4 % en la primera mitad del ejercicio, para desacelerarse paulatinamente en el segundo semestre, mientras que el empleo ganó fuerza hasta los meses de verano, frenando posteriormente su aceleración (véase gráfico III.5). Esta evolución del producto y del empleo se tradujo en una reducción del ritmo de crecimiento de la productividad conforme avanzaba el año.

GRÁFICO III.5

Crecimiento real, ocupados, salarios, productividad y tasa de paro (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

- (a) Tasas interanuales de variación, excepto en la tasa de paro.
- (b) Contabilidad Nacional Trimestral. PIB a pesetas constantes.
- (c) Calculada como el cociente entre el producto interior bruto y los ocupados indicados en la nota (b).
- (d) Calculado como el cociente entre la ganancia media por persona, en concepto de pagos totales por mes, y el deflactor del PIB.
- (e) Encuesta de Población Activa. Número de parados sobre población activa.
- (f) Personas que llevan más de un año en paro.

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

La actividad de las ramas primarias registró en 1998 una recuperación que permitió superar las tasas de variación negativas observadas en el ejercicio precedente. Así, durante 1998 el valor añadido bruto de las ramas primarias aumentó en términos reales en un 0,8 %, frente al descenso del 1,3 % registrado en 1997. El análisis de las tasas de crecimiento intertrimestral indica que la recuperación de la actividad en estas ramas se produjo, esencialmente, en la primera mitad del año, mientras que en el segundo semestre tuvo lugar una apreciable desaceleración, fruto, fundamentalmente, de la escasa pluviosidad registrada en ese período en gran parte del territorio nacional. En consecuencia, los productos cuya cosecha corresponde al primer semestre del año —como los cereales, los cítricos y el olivar— experimentaron sensibles avances en su ritmo de crecimiento; por el contrario, los productos cuya recolección se realiza en la segunda parte del ejercicio —como los frutales y el viñedo— registraron serios retrocesos en su producción. El empleo en la agricultura, por su parte, mostró una reducción adicional a la ocurrida en 1997, que explica la recuperación de la productividad.

En el conjunto de 1998, la actividad industrial mantuvo un elevado dinamismo, que se tradujo en una tasa de variación media del 5,1 % de su valor añadido, tres décimas por debajo de la registrada en el año anterior. Este vigor permitió conservar una significativa aportación de las ramas industriales al crecimiento del PIB (1,4 puntos porcentuales) (véase gráfico III.6). La evolución a lo largo del año no fue, sin embargo, homogénea. En la primera mitad de 1998 se registraron ritmos interanuales de crecimiento próximos al 6 %. La crisis financiera internacional y su posterior repercusión en los países de la UE supusieron una paulatina reducción de las exportaciones de bienes industriales, de forma que la actividad se moderó gradualmente en el segundo semestre, y en el último trimestre del año el VAB de la rama avanzó a un ritmo interanual en torno al 4 %. El empleo en la industria se incrementó un 5,3 %, debido a que inició su desaceleración con cierto desfase respecto de la actividad, dando lugar a una sustancial desaceleración de la productividad observada, en relación con la ya reducida tasa de crecimiento observada en 1997.

Entre las distintas ramas que componen la actividad industrial, las correspondientes a la industria transformadora de los metales y a las industrias extractivas y química reprodujeron el comportamiento del agregado del sector industrial. Ambas ramas mostraron ritmos de creci-

miento medio en 1998 similares a los registrados el año anterior, aunque se vieron inmersas en un proceso de paulatina desaceleración. Dentro de la industria transformadora de los metales destaca el elevado dinamismo de la fabricación de automóviles, que, de acuerdo con el índice de producción industrial (IPI), registró un crecimiento anual del 12,1 %, 1,5 puntos porcentuales superior al del año precedente. Entre las industrias básicas, la extracción de minerales no metálicos fue el sector con una tasa de variación más elevada, un 9,1 % según el IPI. Por último, dentro del conjunto de actividades que componen las otras industrias manufactureras hay que subrayar la recuperación de la producción alimenticia observada en el segundo semestre de 1998, que contrasta con el proceso de desaceleración dominante en el resto de actividades industriales.

En el año 1998 la rama de la construcción registró una fuerte expansión, afianzando la fase de recuperación en la que se encuentra desde mediados de 1996. En concreto, el valor añadido registró un crecimiento medio anual del 6 %, notablemente por encima del resto de ramas de actividad y muy superior al 1 % de avance de la actividad constructora en el año anterior. En consecuencia, su aportación al aumento del PIB se situó en 0,4 puntos porcentuales, tres décimas por encima de la contribución en el año precedente. En el transcurso del año, esta rama se caracterizó por una continua expansión, alcanzando un ritmo de variación del 6,8 % a finales de ese ejercicio. De forma similar, el empleo se incrementó un 5,2 % en el conjunto del año, situándose su tasa interanual en el 10,1 % en el cuarto trimestre.

La evolución de los distintos componentes de la rama de construcción fue dispar. Así, mientras que el perfil creciente de la actividad constructora se apoyó, en buena medida, en el dinamismo de la edificación residencial —muy favorecida por la pujanza de la demanda—, la rehabilitación de viviendas y la edificación no residencial mostraron un perfil de continua desaceleración. Por su parte, la obra civil se recuperó significativamente, impulsada por la mayor demanda de las Administraciones Públicas.

Las actividades enmarcadas dentro de la rama de servicios registraron, en su conjunto, un ritmo de crecimiento del 2,7 % en el año 1998, cinco décimas por debajo de la tasa de variación observada el año anterior, lo que se tradujo en una aportación al crecimiento del PIB de 1,5 puntos porcentuales. Este recorte afectó a los dos principales componentes de la rama, aunque con desigual intensidad a lo largo del año. La pérdida de impulso en los servicios destinados a la venta se produjo, fundamental-

mente, en el primer trimestre de 1998, pasando posteriormente a una situación de estabilidad. En términos interanuales, estas actividades redujeron su ritmo de crecimiento desde el 3,5 % registrado a finales de 1997, hasta el 3 % en el último trimestre de 1998; el empleo, sin embargo, se recuperó, creciendo en el conjunto del año por encima del valor añadido. Por su parte, la actividad en los servicios no destinados a la venta aumentó en menor medida —fruto del esfuerzo realizado en el control del consumo público—, descendiendo su ritmo de avance desde el 1,9 % de finales de 1997 hasta el 0,9 % en el último trimestre de 1998.

La pujanza del consumo privado se trasladó a la actividad del comercio, que junto con la hostelería y las telecomunicaciones constituyen las únicas ramas del sector terciario que mostraron una recuperación en 1998. Los servicios de comercio registraron una expansión a lo largo del año, tal y como se desprende de la evolución de los indicadores referentes a ventas y a ocupación, que fue acorde con la mejora del clima de confianza del comercio minorista. Según los indicadores de alojamientos y de pernoctaciones, la hostelería también reflejó un creciente dinamismo, que, no obstante, no se tradujo en un mayor incremento del número de ocupados. Las telecomunicaciones completan el abanico de servicios en situación expansiva, como se desprende de la aceleración registrada por el empleo. Por último, el valor añadido del resto de las actividades del sector terciario se desaceleró.

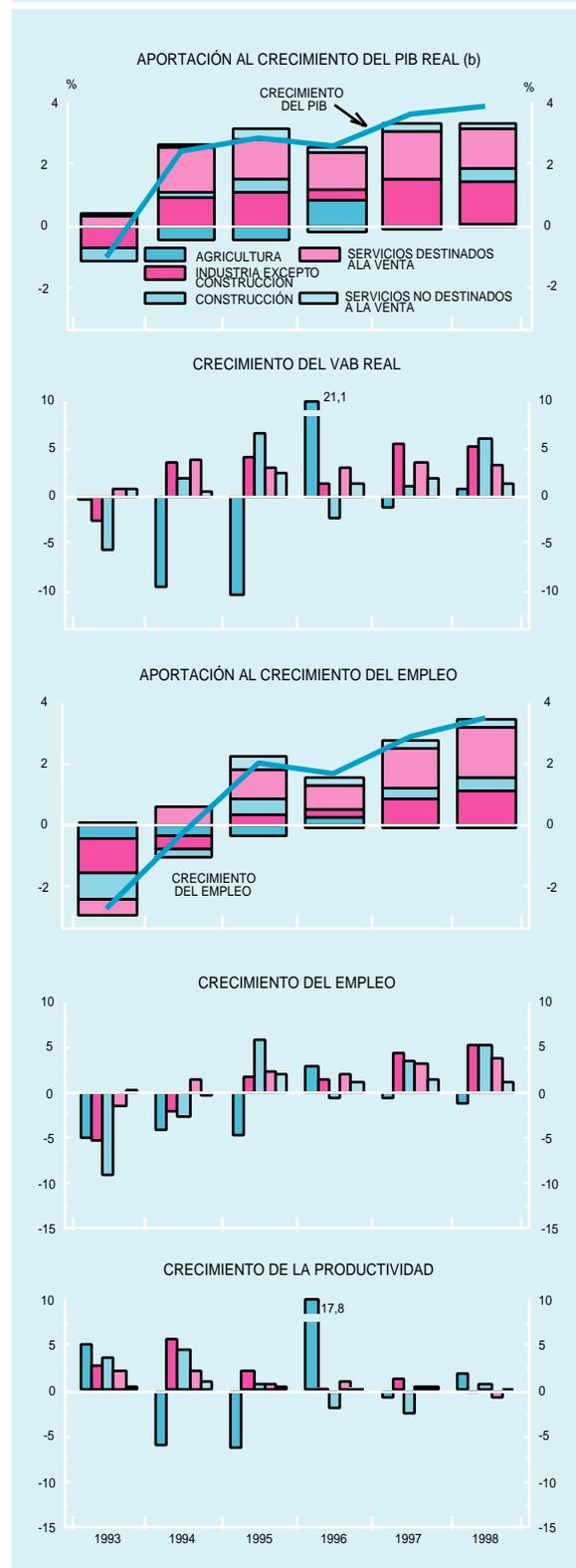
III.3.2. El mercado de trabajo

El elevado ritmo de crecimiento del empleo en 1998, un 3,3 %, se concretó en la creación de cerca de 450.000 puestos de trabajo netos a lo largo del año, según cifras de la Contabilidad Nacional. Este incremento fue consecuencia, en primer término, del mayor dinamismo experimentado por la actividad productiva, cuyo efecto se vio reforzado por la moderación de los costes laborales, en la que incidieron el recorte de los incrementos salariales negociados en convenio, el menor peso de los factores inerciales —como la antigüedad— en la determinación salarial y el efecto de las bonificaciones a las cotizaciones a la Seguridad Social, orientadas al fomento de los contratos permanentes. Estos factores se analizan en el epígrafe siguiente.

La expansión del empleo y la suave desaceleración de la población activa favorecieron el descenso en el número de desempleados, de forma que la tasa de paro se situó en la media del año en el 18,8 %, dos puntos porcentuales por debajo de la observada en el año preceden-

GRÁFICO III.6

Valor añadido bruto, empleo y productividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas anuales de variación.

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

te, alcanzando el 18,2 % a finales de 1998. La tasa de paro de larga duración (véase gráfico III.5) siguió reduciéndose, aunque cabe señalar que la *ratio* de parados de larga duración sigue superando el 50 % del total de desempleados, observándose una fuerte resistencia a la reducción de dicha relación entre el colectivo mayor de 40 años, de manera que su disminución se concentra en los estratos de población más jóvenes.

La generación de nuevos puestos de trabajo correspondió, en mayor medida, al colectivo de asalariados, mientras que el número de trabajadores por cuenta propia aumentó solo en 10.000 personas durante 1998. Entre los asalariados, la nueva modalidad de contratación indefinida, introducida tras el Acuerdo Interconfederal para la Estabilidad del Empleo en mayo de 1997 —que incorpora un coste de despido más reducido y una rebaja en las contribuciones sociales pagadas por los empresarios— continuó dando frutos en 1998. Según datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), el número de asalariados con contrato fijo se incrementó en un 5,4 %, mientras que aquellos con contrato temporal aumentaron un 3 %, de forma que la *ratio* de temporalidad disminuyó en cinco décimas, en la media del año, hasta situarse en el 33 %. A pesar de la evolución positiva de la contratación indefinida, la proporción de empleo temporal sigue siendo muy elevada y su ritmo de descenso lento; además, en 1998, se produjo un nuevo acortamiento en la duración media de los contratos temporales y, por lo tanto, un aumento de la tasa de rotación.

Los asalariados a tiempo parcial experimentaron un crecimiento del 5,3 %, muy inferior al del año precedente. Esta desaceleración podría explicarse por diversas razones, entre ellas, por la situación de espera creada durante la negociación abierta entre el gobierno y los sindicatos para modificar este tipo de contrato, negociación que no se cerró hasta concluir el año. También la no aplicación a los contratos de tiempo parcial de las bonificaciones a la contratación indefinida, hasta enero de 1999, y la eliminación, a partir de marzo de 1998, de determinadas reducciones en las cotizaciones asociadas a algunos de estos contratos pudieron incidir negativamente sobre la contratación a tiempo parcial. En cualquier caso, la *ratio* de asalariados a tiempo parcial se mantuvo prácticamente estabilizada en torno al 8 %, todavía muy por debajo del 16 % correspondiente al promedio de la UE. En diciembre de 1998, mediante el Decreto-Ley 15/1998, se modificó definitivamente este tipo de contrato, procediéndose a una delimitación más precisa de lo que se entiende por empleo a tiempo parcial y facilitando el acceso al conjunto de mecanismos del

Sistema de Protección Social. Además, se penalizaron los contratos temporales de jornada parcial, mientras que los de naturaleza indefinida pasaron a estar incentivados, al igual que el resto de los contratos indefinidos.

En cuanto a la orientación de las políticas de empleo más a medio y largo plazo, cabe recordar que en la cumbre extraordinaria de Luxemburgo, en noviembre de 1997, se decidió coordinar las políticas de empleo de los países miembros de la UE a partir del establecimiento de un conjunto de directrices que fueron adoptadas por todos ellos durante 1998. En el caso de España, estas directrices se plasmaron en el Plan Nacional de Empleo, que el Gobierno aprobó y presentó a la Comisión Europea en la primavera de 1998. En el transcurso de 1999 la Comisión evaluará los progresos realizados en aplicación de las directrices de empleo, identificando los principales obstáculos que persistan, aspectos que se tomarán en consideración en los Planes Nacionales de Empleo de 1999.

III.4. PRECIOS Y COSTES

Como ya se ha apuntado, la evolución de los precios en 1998 fue muy favorable. Prácticamente todos los indicadores de inflación alcanzaron niveles muy reducidos, siendo este hecho especialmente importante al haber sido compatible con un elevado dinamismo de la actividad y del empleo y con una reducción de la tasa de paro de dos puntos porcentuales. Sin duda, el mantenimiento de bajas expectativas de inflación y su secuela en términos de bajos incrementos salariales fue fundamental para lograr estos resultados, aunque también tuvo un papel muy destacado la desaceleración de los precios en el entorno internacional.

De hecho, fueron los costes de los productos importados los que más contribuyeron a la reducción del ritmo de crecimiento del deflactor de la demanda final, mientras que los costes interiores experimentaron una evolución menos favorable. Entre estos últimos, los costes laborales unitarios registraron una ligera desaceleración, inferior a la del año precedente, debido a que la moderación del coste laboral por persona se vio en parte compensada por la ralentización de la productividad aparente del trabajo. Por su parte, los márgenes empresariales unitarios registraron un crecimiento superior al del año precedente, aunque este mayor dinamismo no se extendió a todas las ramas de actividad: mientras que en la mayoría de las actividades manufactureras se apreció una pequeña reducción del margen bruto por unidad de producto, en los servicios destinados a la venta el aumento de este fue generalizado.

III.4.1. Los costes y la formación de precios

En 1998, el deflactor de la demanda final de la economía registró un crecimiento del 1,2 %, siete décimas por debajo del observado el año precedente. Como se puede comprobar en el gráfico III.7 y en el cuadro III.3, esta desaceleración, muy marcada hasta los meses de verano, fue consecuencia de la reducción de los costes de importación, ya que los costes de procedencia interior, sintetizados, en una primera aproximación, por el deflactor del PIB, elevaron moderadamente su tasa de crecimiento, que en el promedio del año se situó en el 2,2 %. La evolución favorable de los precios de importación, con un descenso del 0,6 % en el deflactor correspondiente, fue el resultado de diversos factores, entre los que destacaron: la caída en los precios de las materias primas (en dólares, el precio del crudo se redujo en un 30 %, el de las materias primas alimenticias en un 16 % y el de las industriales en un 20 %), la consiguiente moderación de los precios de los productos industriales comerciados en los mercados internacionales y las importantes devaluaciones que registraron las monedas de algunas economías emergentes. Este último efecto dominó sobre la ligera depreciación experimentada por la peseta frente a las monedas de los países desarrollados, en cualquier caso, inferior a la experimentada el año precedente.

En cuanto al componente interior de los costes, como ya se ha señalado, el coste laboral unitario, medido en términos de la remuneración por ocupado, se incrementó un 1,7 %, dos décimas menos que el año precedente. La desaceleración de los costes laborales unitarios fue consecuencia de la evolución de la remuneración por ocupado, cuyo crecimiento en 1998 (2,2 %) fue inferior en cinco décimas al registrado en 1997; en cambio, la productividad aparente del trabajo mostró un avance muy reducido (0,5 %). Como ha sucedido en los últimos años, el crecimiento de la remuneración por asalariado (que excluye el crecimiento salarial imputado a los trabajadores autónomos) fue menor que el de la remuneración por ocupado, aunque supuso una mínima aceleración respecto al año precedente (2,1 % en 1998, frente al 2 % en 1997). Las diferencias entre la remuneración por asalariado y la remuneración atribuida a los autónomos radican en que las cotizaciones a la Seguridad Social de los trabajadores por cuenta propia continuaron aumentando a buen ritmo en 1998, mientras que las de los asalariados experimentaron una notable moderación, debido a que las bonificaciones asociadas a las nuevas formas de contratación estable compensaron sobradamente el efecto de la progresiva eliminación de los topes que existen para las distintas categorías profesionales.

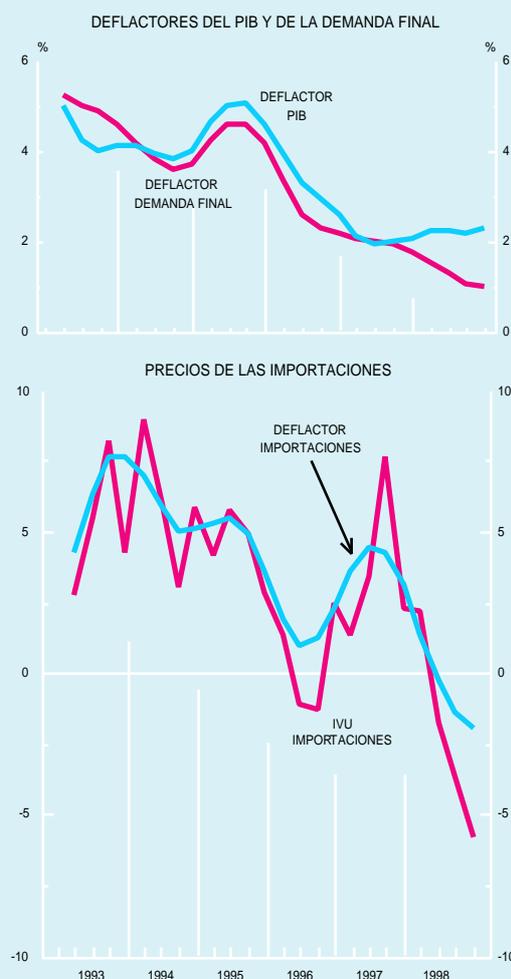
CUADRO III.3
Composición de los deflatores del producto interior bruto (PIB) y de la demanda final (DF)

	Tasas de variación					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Coste laboral unitario (CLU)	4,7	0,8	2,4	2,7	1,9	1,7
Remuneración por empleado	6,6	3,6	3,3	3,6	2,8	2,2
Producto por empleado	1,8	2,8	0,9	0,9	0,8	0,5
PIB real	-1,2	2,3	2,7	2,4	3,5	3,8
Empleo total	-2,9	-0,5	1,8	1,5	2,7	3,3
Impuestos indirectos netos (a)	-12,2	10,6	2,5	8,1	7,2	7,9
Excedente bruto de explotación (a)	8,4	8,7	9,7	2,9	1,0	1,7
Deflactor del PIB	4,3	4,0	4,8	3,2	2,0	2,2
Costes interiores	5,3	2,0	2,9	2,0	-0,1	0,4
PIB por unidad de DF	0,9	-1,9	-1,8	-1,2	-2,1	-1,8
Deflactor del PIB	4,3	4,0	4,8	3,2	2,0	2,2
Costes de importación	3,1	12,9	11,1	5,2	10,2	4,1
Importaciones por unidad de DF	-3,2	6,8	6,1	3,6	6,1	4,7
Deflactor de las importaciones	6,5	5,7	4,7	1,6	3,9	-0,6
Deflactor de la DF	4,9	3,8	4,4	2,6	1,9	1,2
PRO MEMORIA:						
CLU (b)	4,9	0,0	2,1	2,9	1,5	1,3

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Por unidad de producto.
(b) CLU calculado con remuneración por asalariado.

GRÁFICO III.7

Deflatores del PIB, de la demanda final y de las importaciones (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Hacienda.
(a) Tasas interanuales de variación.

La ligera aceleración de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía fue debida al comportamiento salarial en las Administraciones Públicas, pues, tras la congelación salarial de 1997, las retribuciones de los funcionarios experimentaron un crecimiento acorde con la previsión de inflación incluida en los presupuestos de 1998 (2,1 %). En el resto de sectores, la negociación colectiva resultó en un aumento medio de las tarifas salariales del 2,6 %, cuatro décimas por debajo del registrado el año precedente, y en línea con la reducción en la tasa prevista de inflación, según los presupuestos. Las ganancias por trabajador y hora de la encuesta de salarios —estadística que se refiere a la industria y los servicios— mostraron una desaceleración mayor que los salarios de convenio, al registrar un aumento del 2,9 %, en el concepto de pagos totales, frente al 4,1 % del año precedente. La diferencia con los salarios de convenio refleja un menor deslizamiento salarial, consecuencia de la incorporación de nuevos trabajadores con salarios más reducidos, de la desaparición de la retribución por antigüedad en algunas ramas de actividad y del menor recurso a las horas extras que se produjo en 1998. El incremento de las ganancias por persona y mes, también según la encuesta de salarios, fue del 2,4 %, inferior al de la ganancia por hora, como ya sucedió en los dos años anteriores, explicándose esta diferencia por el recorte que viene experimentando la jornada media de los trabajadores representados en la encuesta.

El crecimiento de los salarios por encima de la inflación no se tradujo en un encarecimiento del factor trabajo para los empresarios, debido al efecto moderador, ya mencionado, de las cotizaciones sociales por trabajador, de forma que la remuneración por asalariado (que es una medida más aproximada del coste laboral por persona que soportan las empresas) se incrementó un 1,8 % en el conjunto de la economía, y un 1,5 % cuando se excluyen los asalariados del sector público, tasas más próximas a las de los precios finales. Además la productividad del trabajo se incrementó moderadamente, contribuyendo a reducir el coste del trabajo por unidad de producto.

Por ramas de actividad, los mayores aumentos en los pagos por persona y hora de la encuesta de salarios se registraron en la industria y en la construcción (3,3 %), aunque en la primera se apreció una desaceleración continuada a lo largo del año y en la construcción una aceleración paulatina. Por su parte, en los servicios el aumento de los pagos por persona y hora fue del 2,8 %, mostrando una marcada desaceleración a lo largo del año. Esta es la rama en la que los deslizamientos salariales fueron menores —de hecho, fueron negativos—, al ser

la que más se está beneficiando de la mayor flexibilidad que se va introduciendo en el mercado de trabajo. Además, es en los servicios donde se observan mayores diferencias entre los salarios por hora y por mes, al concentrar la mayor parte del empleo a tiempo parcial.

Los impuestos indirectos netos de subvenciones, otro de los componentes de los precios finales, experimentaron un crecimiento elevado durante 1998 (7,8 %), aumentando su contribución al crecimiento del deflactor del PIB. Esta evolución fue consecuencia del fuerte aumento de la recaudación por impuestos indirectos (alrededor del 10 %), que permitió compensar el impulso registrado por las subvenciones (23 %). El aumento de la recaudación se explica, en parte, por la elevación de los tipos de algunos impuestos, aunque sobre todo responde a la recuperación del consumo y, en especial, de aquellos componentes del consumo que soportan tipos de IVA más elevados.

Por último, el excedente bruto de explotación por unidad de producto —corregido por la remuneración atribuida a los trabajadores por cuenta propia— experimentó un crecimiento del 1,7 % durante 1998, cuatro décimas superior al registrado el año precedente, pero por debajo del aumento del deflactor del PIB, de forma que la participación del excedente en este agregado se redujo. Como se analizará en el siguiente apartado, el moderado avance del excedente unitario para el conjunto de la economía ocultó ciertas diferencias en la evolución de los márgenes por ramas de actividad, que están en el origen de la dualidad que caracteriza a la inflación en España, ya que la evolución de los costes que soportan las distintas ramas es más homogénea que la de sus precios de venta.

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

En este apartado se proporciona una panorámica del proceso de formación de precios de las principales ramas productivas, excluyendo los servicios no destinados a la venta y los financieros. Los indicadores utilizados recogen información sobre los precios finales sin impuestos (tanto en el mercado interior como en el exterior) para las diferentes ramas productivas, los costes variables (que combinan consumos intermedios y costes laborales), los precios en los mercados exteriores de productos equivalentes e indicadores de presión de la demanda, entre otros. La comparación de los precios finales con los costes variables permite obtener, como residuo, una aproximación a la evolución del margen bruto de explotación.

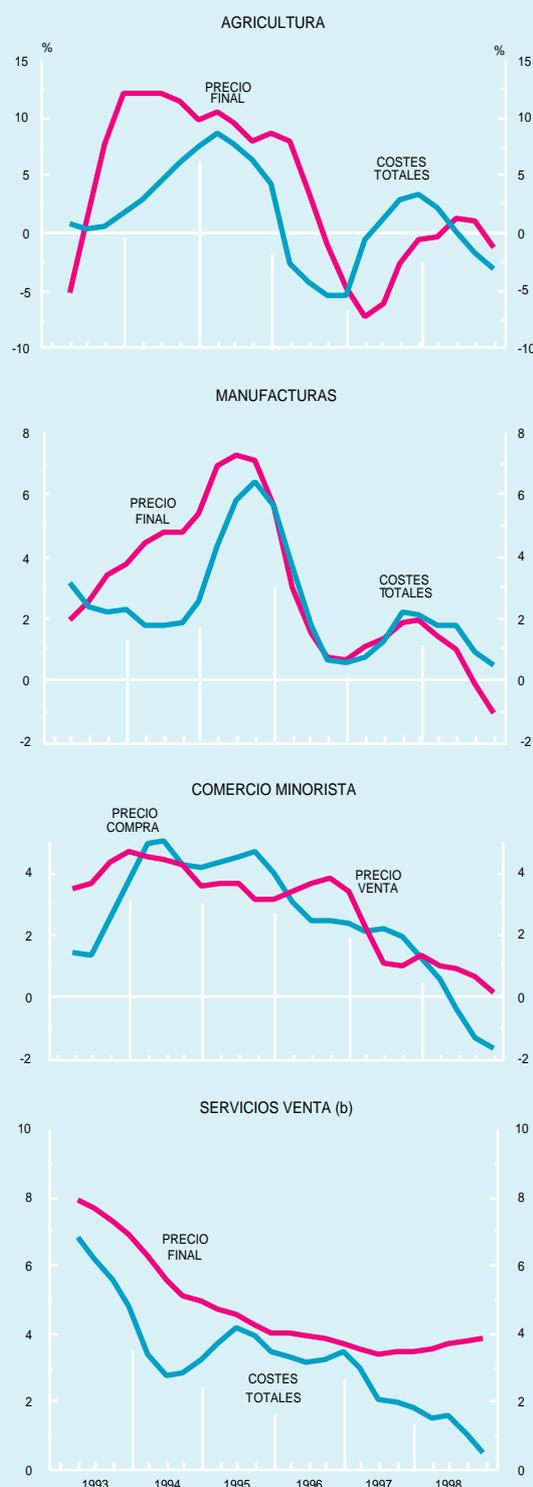
En la agricultura se estima que los precios finales experimentaron una reducción del 0,4 % durante 1998, muy inferior en valor absoluto a la registrada el año precedente (4,6 %). Esta nueva disminución de los precios vino condicionada por la desaceleración de los costes variables, por la evolución de precios exteriores de los alimentos, y por el escaso dinamismo de la demanda (véase gráfico III.8). Entre los costes variables cabe destacar la reducción de los costes intermedios de bienes, tanto nacionales como importados, y el carácter moderado de los costes laborales unitarios, debido al mayor dinamismo de la productividad aparente del trabajo. En conjunto, esto permitió elevar el margen bruto de explotación en porcentaje sobre la producción hasta niveles similares a los del año 1996.

En la rama energética, los precios de producción mostraron una considerable reducción en 1998 que estuvo determinada por la fuerte disminución del precio del crudo en los mercados internacionales. Además, se produjeron efectos moderadores por la vía de las distintas reformas que se están introduciendo en estos mercados: las empresas eléctricas redujeron sus precios dentro del calendario de rebajas acordado con la Administración, como paso previo a una mayor liberalización del sector (véase recuadro III.3). Se estima que el margen bruto de explotación por unidad de producto se mantuvo estabilizado en los niveles alcanzados en años precedentes.

En las ramas manufactureras los precios finales alcanzaron un crecimiento medio estimado del 0,3 %, casi un punto y medio por debajo del observado el año precedente. Además, el aumento de los precios en el mercado interior fue inferior al de los precios de exportación. El menor aumento de los precios fue el resultado de dos efectos contrapuestos, derivados, por un lado, de la elevada presión de la demanda que afrontaron estas ramas y, por otro, de la competencia exterior, puesto que los precios en pesetas de los productos con los que compiten experimentaron una considerable desaceleración. En cambio, el crecimiento de los costes variables fue similar al del año precedente, compensándose la desaceleración de los costes intermedios con la aceleración del coste laboral unitario, debido al escaso avance de la productividad aparente del trabajo. En consecuencia, el margen bruto de explotación tendió a contraerse, con algunas excepciones, como la rama de material de transporte, que experimentó una demanda muy elevada, no solo en el interior sino también en el exterior, y la industria textil, que llevó a cabo un importante ajuste del empleo.

GRÁFICO III.8

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.

La rama de comercialización es la que permite ligar los precios de producción (y de importación) de los bienes con los precios de consumo; la diferencia entre ambos conceptos aproxima a grandes rasgos el margen de comercialización. Durante 1998, los precios de venta del comercio sin impuestos experimentaron una marcada desaceleración, al registrar un crecimiento del 0,6 %. Este menor dinamismo fue el resultado de la fuerte moderación de los precios de compra de los productos, que se vio parcialmente compensada por la elevada presión de la demanda asociada a la fortaleza del consumo privado. En consecuencia, el margen bruto de comercialización aumentó ligeramente, aumento que se trasladó al margen de explotación, ya que los costes variables, especialmente los laborales, estuvieron muy contenidos, debido al fuerte avance de la productividad y a la moderación salarial.

La rama de construcción registró una de las menores desaceleraciones de los precios finales, al aumentar un 2 %, solo dos décimas por debajo del crecimiento experimentado en 1997. Tal comportamiento se debió a la fortaleza de la demanda, a la que ya se ha hecho referencia en apartados precedentes. Además, los costes variables se desaceleraron en menor medida que en el resto de las ramas, ya que la composición de sus *inputs* intermedios se benefició menos de las condiciones del entorno internacional. En cambio, los costes laborales unitarios se desaceleraron sustancialmente, debido a que la productividad aparente del trabajo recuperó sus ritmos de crecimiento habituales y los salarios también experimentaron una cierta moderación. De esta forma, los márgenes de explotación se mantuvieron estabilizados.

Por último, los precios de los servicios no financieros destinados a la venta registraron un crecimiento del 3,7 %, frente al 3,4 % del año precedente. Este fuerte sesgo inflacionista se debe al comportamiento de los márgenes, ya que la evolución de sus costes variables está mucho más en línea con la de las restantes ramas de la economía, o, incluso, se comporta de forma más positiva, ya que esta rama es una de las que más se beneficia de las reformas introducidas en el mercado de trabajo y, por tanto, es donde los salarios aumentaron de forma más moderada. Este fenómeno es consecuencia de la escasa traslación a los precios finales de las ganancias permanentes en términos de costes, que solo después de transcurridos algunos años terminan por reflejarse en aquellos, debido a la insuficiencia de la competencia interior y al escaso efecto moderador que ejerce el sector exterior. De todas formas, en determinadas ramas en las que la competencia interior es algo mayor, como la hostelería, la fuerte de-

manda presionó al alza sus precios de venta. En consecuencia, el aumento de márgenes fue generalizado en todas las ramas que componen los servicios, aunque cabe destacar la del transporte, cuyos precios continuaron creciendo a buen ritmo, a pesar de que su *input* fundamental, la energía, se abarató de forma drástica. Únicamente en la rama de comunicaciones y servicios profesionales se ha apreciado, en los últimos años, una tendencia a la moderación de los márgenes, siendo precisamente estas las ramas en las que más se ha avanzado en la introducción de competencia.

III.4.3. Los deflatores de la demanda final

Con la única excepción del deflactor del consumo público, todos los deflatores de la demanda final mostraron un perfil de marcada desaceleración en 1998, destacando por su magnitud la del deflactor de las exportaciones, en primer lugar, y la de la inversión en bienes de equipo, a continuación.

El deflactor del consumo privado experimentó un crecimiento interanual del 2 %, cinco décimas inferior al del año precedente. Este crecimiento volvió a ser superior al del IPC, su principal indicador coyuntural, que, en media, registró un aumento del 1,8 % (véase gráfico III.9). La diferencia entre ambos índices fue inferior a la del año precedente, debido a que los precios de los alimentos consumidos en el hogar se comportaron de forma menos satisfactoria, siendo este el componente en el que existen mayores discrepancias entre su ponderación en el deflactor del consumo privado y en el IPC (el componente que compensa esta diferencia de peso es la alimentación fuera del hogar, que se clasifica dentro de la categoría de servicios). Según el IPC, los precios de los alimentos experimentaron un crecimiento del 1,7 % en 1998, más de un punto por encima del registrado el año precedente, en línea con la evolución de los precios agrícolas, pero en claro contraste con la desaceleración del índice de precios industriales (IPRI) de productos alimenticios y del índice de valor unitario de importación (IVUM) de este tipo de productos. Los precios de los bienes energéticos incluidos en el IPC registraron una reducción del 3,8 % durante 1998, consecuencia de las disminuciones de los precios de estos productos en estadios anteriores de la producción: el IPRI de productos energéticos se redujo un 7,7 % y el IVUM un 29,5 % (1). Los precios de consumo

(1) Para entender estas diferencias debe tenerse en cuenta que el peso del componente de derivados del petróleo en el IPRI es mucho mayor que en el IPC, y en el IVU, prácticamente lo único relevante es el precio del crudo; por otro lado, tanto en el IPRI como en el IPC lo que se compu-

Regulación, competencia e inflación

La falta de competencia afecta al proceso de formación de precios de los mercados de bienes y servicios. En este recuadro se analizan las reformas emprendidas recientemente en tres sectores: el sector eléctrico, que está siguiendo un proceso gradual de liberalización; el de distribución de gasolina y gasóleo y el de telecomunicaciones, en los que la liberalización se encuentra en un estado más avanzado.

Las bases para la liberalización del sector eléctrico se establecieron en el Protocolo Eléctrico, firmado el 11 de diciembre de 1996 entre las empresas eléctricas y el Ministerio de Industria y Energía (MINER). En dicho acuerdo, se proporcionó a los grandes consumidores la posibilidad de elegir suministrador, y se acordó un calendario de liberalización escalonada para el resto. A su vez, se fijó una secuencia de rebajas mínimas de la tarifa media, del 3 % para 1997, del 2 % para 1998 y del 1 % para el período entre 1999 y el 2001. Sin embargo, el descenso de las tarifas eléctricas acordado para 1999 —del 1,9 %— fue el resultado de un nuevo acuerdo entre el MINER y las empresas eléctricas, en el que los recortes tarifarios para el año 2000 y el 2001 quedaron fijados en el 1 %, se eliminaron los supuestos que, bajo el Protocolo, permitían instrumentar descensos más acusados, y se incidió en otros aspectos del sector: adelanto del calendario de elección de suministrador, reducción de los precios de peajes y de la garantía de potencia y titulación de buena parte de los costes de transición a la competencia. Posteriormente, en mayo de este año, tras la entrada en vigor del RD-L 6/1999, de medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia, la tarifa de los consumidores domésticos volvió a recortarse un 1,5 %, por lo que, finalmente, la tarifa media para el conjunto de consumidores se ha reducido en un 2,5 % en 1999.

En resumen, la apertura negociada del sector ha ido acompañada de un abaratamiento de la tarifa media para los consumidores que no pueden escoger suministrador entre 1997 y 1999, ambos inclusive, del 8,9 %. Para las familias la rebaja ha sido algo inferior, del 7,1 %, aunque, en 1999, a diferencia de lo ocurrido en los dos años anteriores, la caída media aplicada, del 3,5 %, ha sido mayor que la correspondiente a las empresas.

La introducción de competencia en el sector de distribución de gasolinas y gasóleos se planteó como un proceso escalonado para garantizar que la liberalización estuviera acompañada de una adecuada protección del consumidor. Para ello se optó por aplicar en las fases iniciales de la liberalización un sistema de precios máximos determinados de forma automática, atendiendo a la evolución del precio del crudo en los mercados internacionales, del tipo de cambio del dólar y de la media de los precios antes de impuestos que aplicaban los seis países europeos de mayor dimensión. El sistema de precios máximos para las gasolinas y los gasóleos se implantó el 10 de julio de 1990; posteriormente, se liberalizarían los precios de los gasóleos en junio de 1996 y los de las gasolinas en octubre de 1998. Una forma de ver el impacto de la liberalización sobre la competencia es a través de la comparación de los precios finales antes de impuestos en España con el precio del crudo en los mercados internacionales. Esta comparación muestra que la traslación de los movimientos de los precios en los mercados internacionales fue incompleta, tanto en los episodios de bajada del precio del crudo como en los de subida, aunque tendió a ser más rápida en los episodios alcistas. No obstante, el sistema de precios máximos, junto con algunas de las características en su forma de determinación, impide extraer conclusiones definitivas a partir de esta comparación. Una forma alternativa es valorar el grado de competencia a partir de la comparación entre la evolución de los precios finales para los distintos productos y la de los precios máximos. Como se puede apreciar en el gráfico 1, las divergencias entre los precios máximos y los practicados en los gasóleos durante el período de vigencia de precios máximos fueron de cierta importancia, lo que se explica porque el suministro a ese mercado se canalizó a través de ventas directas a grandes consumidores. Por el contrario, en las gasolinas, excepto en períodos específicos, las diferencias entre unos precios y otros fueron reducidas, lo que denota una escasa competencia.

En las telecomunicaciones, la apertura del mercado también fue escalonada hasta el 1 de diciembre de 1998, en que quedó liberalizada la oferta de todos los servicios. En este marco, los nuevos operadores pueden fijar libremente sus tarifas, mientras que la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones es la responsable de establecer, transitoriamente, los criterios para la fijación de los precios y los mecanismos para su control del operador líder del sector. Por su parte, las tarifas de interconexión a la red del operador principal deberán ajustarse a los costes de los servicios. Tras la liberalización, en telefonía básica hay tres operadores de ámbito nacional, lo que ha propiciado la aparición de nuevas fórmulas, que han supuesto innovaciones en la facturación y, en último término, un abaratamiento de las llamadas. El índice de precios de consumo (IPC) solo recoge ofertas generalizadas y que se mantengan como mi-

GRÁFICO 1

Precio semanal de gasolina y gasóleo

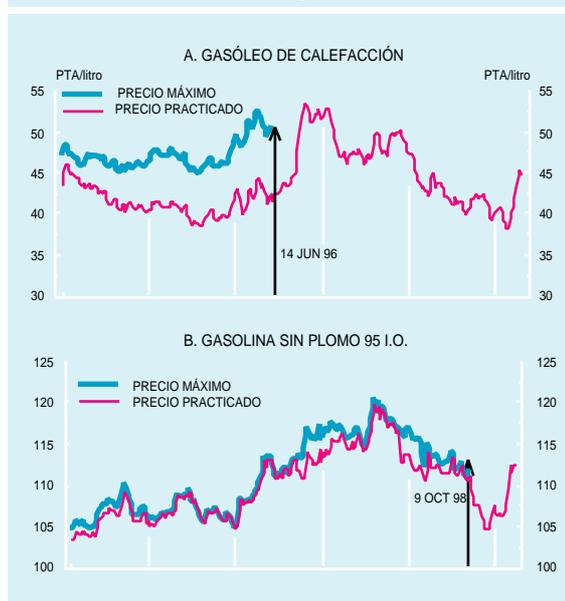
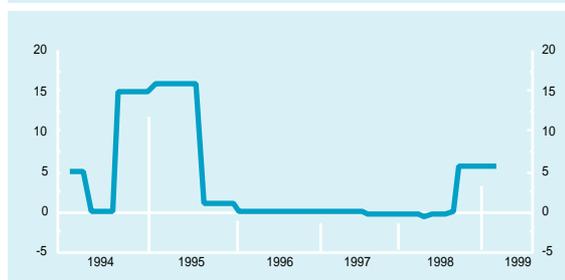


GRÁFICO 2

IPC: Teléfonos y telégrafos
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Industria y Energía.

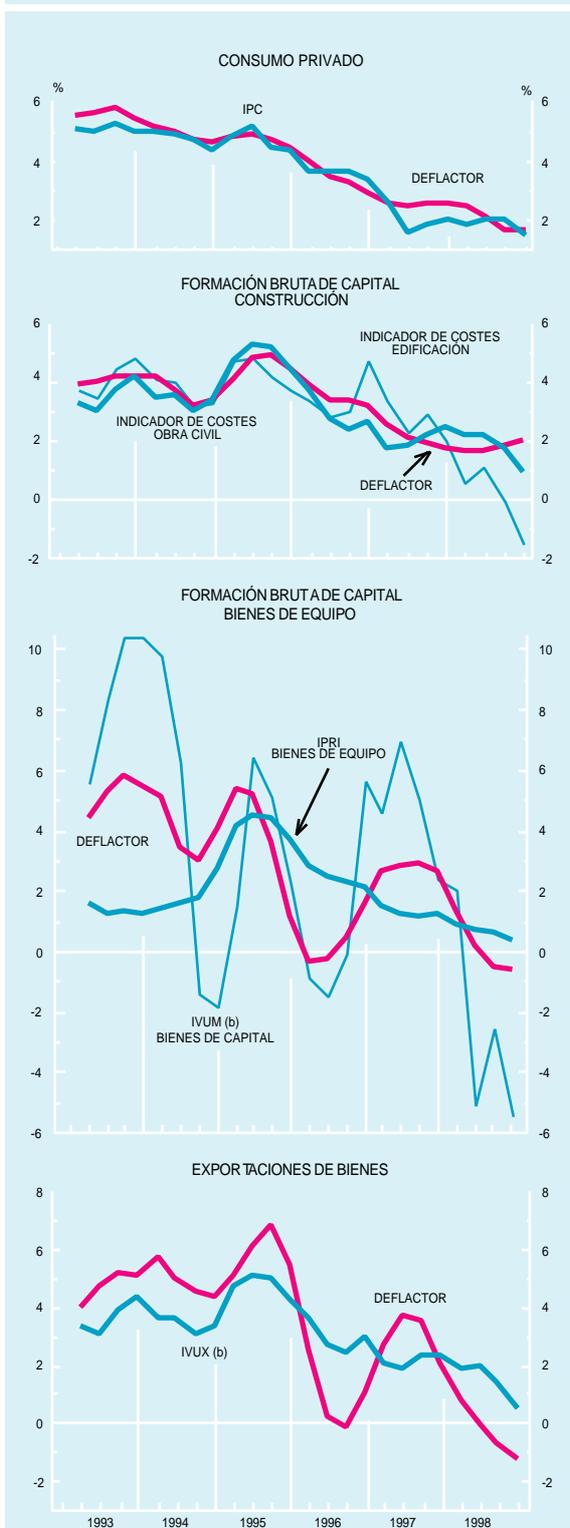
nimo varios meses. Por otra parte, las realizadas por nuevos oferentes solo se tienen en cuenta tras un año de permanencia en el mercado. Por ambas vías, la evolución de los precios de teléfonos y telégrafos en el IPC puede sobrevalorar los precios efectivamente practicados. Aun con las cautelas que ello supone, como se aprecia en el gráfico 2, donde se representa esta subclase del IPC, la apertura del sector ha supuesto un abaratamiento de las llamadas telefónicas. La magnitud del descenso se ve, sin embargo, interferida por el reequilibrio parcial de las tarifas que se produjo en agosto de 1998, para eliminar las subvenciones cruzadas(1), que elevó la tasa interanual de la subclase de teléfonos y telégrafos del IPC en un 5,3 % (2). Hay que prever, sin embargo, que tras la entrada en vigor del RD-L 6/1999, esta subclase recupere tasas negativas a lo largo de 1999.

(1) Tradicionalmente, las tarifas de las llamadas locales no se han ajustado a sus costes reales, sino que se han venido subvencionando con las tarifas de las llamadas provinciales, interprovinciales e internacionales.

(2) En particular, subieron las llamadas locales, pero solo aquellas que sobrepasan los 160 segundos, y la cuota de abono en 200 PTA, pero, por el contrario, se redujeron en un 5 % las provinciales, en un 15 % las interprovinciales y en un 12 % las internacionales.

GRÁFICO III.9

Deflatores de la demanda final (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Subdirección General de Previsión y Coyuntura.

- (a) Tasas interanuales de variación.
 (b) IVUM, IVUX son los índices de valor unitario de las importaciones y exportaciones, respectivamente (base 1995 = 100).

de los bienes industriales no energéticos experimentaron un crecimiento del 1,5 %, dos décimas inferior al de 1997 y en línea con sus principales determinantes, ya que el IPRI de este tipo de bienes aumentó un 1,1 % y el IVUM un 3,5 %. En cambio, los precios de los servicios se aceleraron ligeramente en la media del año, hasta situar su tasa de crecimiento en un 3,6 %.

El deflactor del consumo público registró un crecimiento del 1,9 % durante 1998, frente al 1,3 % del año precedente. Esta aceleración se concentró en la primera parte del año y fue el resultado del aumento de las retribuciones de los empleados del sector público, que no habían sido revisadas al alza en el año precedente. Los deflatores de los otros dos componentes del consumo público —el consumo de capital fijo y las compras netas de bienes y servicios— se desaceleraron ligeramente a lo largo del año, en línea con la evolución de los precios de estos bienes para la economía en su conjunto.

Durante 1998 el deflactor de la formación bruta de capital fijo experimentó una considerable desaceleración, al registrar un crecimiento del 0,9 %, frente al 1,9 % del año precedente, al que contribuyeron tanto el deflactor de la construcción como el de la inversión en bienes de equipo. A lo largo del año, la desaceleración se concentró en el primer trimestre, manteniéndose posteriormente bastante estable. A nivel desagregado, mientras que el crecimiento del deflactor de la construcción alcanzó un suelo en el segundo trimestre de 1998, acelerándose posteriormente, el deflactor de la inversión de bienes de equipo finalizó el año con una reducción del 0,7 %, en línea con la evolución de los precios de producción interior de este tipo de bienes, que en el conjunto del año aumentaron un 1,1 %, y de las importaciones, que se redujeron en un 2,8 %.

Por último, el deflactor de las exportaciones de bienes y servicios se moderó apreciablemente en 1998, al registrar un crecimiento del 0,4 %, más de dos puntos por debajo del observado el año precedente. Aunque el crecimiento de los precios del turismo continuó estando por encima de los precios de exportación de bienes, ambos se desaceleraron sustancialmente, llegando a reducirse estos últimos en un 1,2 %. Este recorte fue consecuencia de la fuerte moderación de los precios en los mercados exteriores, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio.

ta es el precio de los derivados del petróleo, que incluyen otros costes en su proceso de refinado y, lo que es más importante, los impuestos especiales, que representan un porcentaje elevado del precio de venta al público.

CAPÍTULO IV

LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y LOS FLUJOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

IV.1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de este *Informe anual* se ha descrito cómo en 1998 ha continuado avanzándose en la aplicación de una *combinación de políticas macroeconómicas* más equilibrada. Por lo que a la política fiscal se refiere, el déficit público disminuyó por tercer año consecutivo, hasta situarse en el 1,8 % del PIB, que es la cifra más baja de los últimos veinte años; además, dicha reducción, que ha descansado tanto en una caída del gasto como en un aumento de los ingresos, ambos como porcentaje del PIB, ha resultado compatible con un importante incremento de los gastos de capital. Por su parte, el tono de la política monetaria ha ido suavizándose de forma progresiva durante 1998, en un contexto de cumplimiento relativamente holgado del objetivo programado por el Banco de España, consistente en mantener la tasa de crecimiento interanual del IPC cerca del 2 %, y de convergencia gradual de las condiciones monetarias de los países que iniciarían la UEM en enero de 1999. En este sentido, el Banco de España aprovechó el margen disponible para distribuir a lo largo del año los recortes en sus tipos de intervención, preservando, en la medida de lo posible, la contribución de la política monetaria a la regulación de la demanda agregada. Así, el tipo de interés marginal de las subastas regulares descendió a lo largo de 1998 en 1,75 puntos porcentuales —concentrándose gran parte de la bajada en el último trimestre—, para situarse al final del año en el 3 %.

Los beneficios que esta combinación de políticas macroeconómicas más equilibrada está reportando a la economía española resultan particularmente evidentes cuando se adopta una perspectiva temporal más amplia. En efecto, como se ilustra en el gráfico IV.1, durante toda la fase expansiva del ciclo económico anterior, que se inició en torno a 1987, la política fiscal tuvo un carácter pro-cíclico, que descargó sobre la política monetaria la responsabilidad de encauzar los desequilibrios macroeconómicos,

por lo que esta tuvo que adoptar un tono muy restrictivo. Las dificultades para regular el ritmo de expansión de la demanda agregada, con una combinación descompensada de los instrumentos de política económica, se saldaron con desviaciones significativas al alza de la inflación respecto de las referencias anuales contenidas en los Presupuestos del Estado y con un patrón de crecimiento económico sesgado en contra de la inversión privada y del sector exportador. Esto propició que, al agotarse la fase expansiva del ciclo económico, la recesión fuera particularmente severa a comienzos de los años noventa. En este período, el alto componente estructural del déficit presupuestario y el elevado endeudamiento público, acumulado en los años de bonanza, limitaron considerablemente la capacidad de la política fiscal para estimular la economía, siendo, de nuevo, las condiciones monetarias las que adquirieron un perfil más anticíclico, tal como se observa en el gráfico. Sin embargo, en estos años, a pesar del pulso débil de la economía, siguieron registrándose importantes desviaciones al alza en las metas de inflación establecidas en los Presupuestos.

Esta situación ha cambiado de forma notable en la nueva fase expansiva iniciada a partir de 1994. La política fiscal ha ido asumiendo, de forma progresiva, un papel más activo en la regulación de las condiciones macroeconómicas, lo que ha permitido a la política monetaria, una vez encauzada la inflación en una senda de convergencia hacia la estabilidad de precios, disponer de un mayor margen de maniobra para adoptar un tono más acomodante, según puede apreciarse en el gráfico.

El buen comportamiento de la economía española en los últimos años tiene su reflejo tanto en la evolución de los mercados e intermediarios financieros como en los flujos económicos y financieros de los agentes. Los activos negociados en los *mercados financieros* volvieron a experimentar globalmente una sensible revalo-

GRÁFICO IV.1

Ciclo económico, inflación y políticas macroeconómicas



Fuente: Banco de España.

(a) Desviación porcentual respecto a la tendencia del PIB estimada según el procedimiento de Hodrick-Prescott.

(b) Acumulación de impulsos fiscales estimados según la metodología del FMI. El impulso fiscal mide la orientación de la política fiscal en un año determinado, tomando como referencia el año anterior y sustrayendo de la variación del déficit la parte que se imputa a factores cíclicos. Descensos (ascensos) del indicador señalan una orientación expansiva (restrictiva) de la política fiscal.

(c) Se calcula como media ponderada de las variaciones del tipo de cambio real y el tipo de interés a corto plazo real a partir de un año base. Descensos (ascensos) del indicador señalan una orientación expansiva (restrictiva) de las condiciones monetarias.

(d) Establecida en los Presupuestos Generales del Estado.

rización en 1998, que fue particularmente intensa en lo que concierne a los de renta variable, y avances significativos en los volúmenes contratados. Esta fuerte expansión ha sido compatible con que el volumen de fondos canalizados por los *intermediarios financieros* haya continuado creciendo en 1998 a un ritmo superior al del PIB. El fuerte incremento de la demanda de crédito y la necesidad de obtener recursos para financiarla son algunos de los rasgos que determinaron, como en años anteriores, el comportamiento de las entidades de depósito. Por lo que respecta a los fondos de inversión, continuó su proceso de captación de recursos del sector privado, si bien a un ritmo más moderado que en años anteriores, como resultado, fundamentalmente, de las menores suscripciones netas de fondos del mercado monetario. En cambio, la información disponible sobre los fondos de pensiones y las empresas de seguro indica que estos continuaron incrementando, de forma muy intensa, la absorción de recursos procedentes del sector no financiero de la economía.

El análisis de la evolución reciente del *ahorro financiero de los sectores económicos*, especialmente si se compara con las pautas de comportamiento precedentes, permite también identificar elementos que confirman el saneado patrón de crecimiento de la economía española. El gráfico IV.2 y el cuadro IV.1 ayudan a realizar esta comparación, al representar simultáneamente la evolución del ahorro financiero neto en porcentaje del PIB en las fases de recuperación cíclica actual y precedente. En términos de la nación en su conjunto, destaca el mantenimiento durante los últimos cuatro años de una capacidad de financiación positiva, dentro de un marco general de relativo equilibrio, que contrasta con el rápido y agudo deterioro del saldo exterior durante el anterior período de expansión cíclica de la economía.

Esta marcada diferencia en la trayectoria del ahorro financiero de la nación es el reflejo, a su vez, de cambios relevantes en el comportamiento de los distintos sectores de la economía. Como se ha señalado anteriormente y se aprecia en el gráfico IV.2, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas han ido reduciéndose progresivamente, hasta descender por debajo del 2 % del PIB, mientras que en la fase expansiva anterior se habían situado sistemáticamente en torno al 4 % del PIB. Por lo que se refiere a la situación financiera de las empresas, estas han mantenido a lo largo de los cinco años de la actual recuperación cíclica niveles muy parejos de ahorro bruto y de formación bruta de capital, de forma que el mayor endeudamiento ha venido acompañado de ritmos más elevados de adquisición de acti-

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

	Media 84-91 (b)	Media 84-86 (c)	Media 87-91 (d)	Media 92-98 (e)	Media 92-93 (c)	Media 94-98 (d)	1996	1997	1998
1. Renta bruta disponible	99,6	99,3	99,8	99,3	99,4	99,2	99,4	99,2	99,1
Administraciones Públicas	15,9	14,1	17,0	16,3	16,8	16,1	15,7	17,2	18,0
Instituciones financieras	2,6	2,3	2,8	1,9	2,1	1,8	1,8	1,5	1,3
Empresas no financieras y familias	81,1	82,9	80,0	81,1	80,5	81,3	81,8	80,5	79,8
<i>Familias</i>	70,4	71,8	69,5	70,3	71,3	69,9	70,1	69,3	69,1
<i>Empresas no financieras</i>	10,7	11,1	10,5	10,8	9,2	11,4	11,7	11,3	10,8
2. Consumo	78,3	78,5	78,1	79,1	80,4	78,6	78,5	78,1	77,6
Administraciones Públicas	15,0	14,4	15,4	16,7	17,3	16,4	16,6	16,2	15,8
Familias	63,3	64,2	62,7	62,4	63,1	62,1	61,9	62,0	61,8
3. Ahorro Nacional Bruto (1 – 2)	21,4	20,8	21,7	20,2	18,9	20,7	20,9	21,0	21,5
Administraciones Públicas	0,9	-0,2	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	-0,9	1,0	2,2
Instituciones financieras	2,1	2,1	2,2	1,7	1,8	1,6	1,7	1,3	1,1
Empresas no financieras y familias	18,3	18,9	17,9	18,9	17,7	19,4	20,0	18,7	18,2
<i>Familias</i>	7,6	7,9	7,4	8,1	8,5	8,0	8,3	7,5	7,4
<i>Empresas no financieras</i>	10,7	11,1	10,5	10,8	9,2	11,4	11,7	11,3	10,8
4. Formación bruta de capital (a)	22,2	19,4	23,9	20,1	20,7	19,8	19,5	19,5	20,5
Administraciones Públicas	5,5	5,5	5,4	4,3	4,9	4,1	3,7	3,5	3,9
Instituciones financieras	0,6	0,4	0,7	0,6	0,7	0,5	0,5	0,4	0,2
Empresas no financieras y familias	16,1	13,4	17,8	15,2	15,0	15,3	15,4	15,7	16,3
<i>Familias</i>	5,1	4,7	5,3	4,7	4,6	4,7	4,9	4,8	4,9
<i>Empresas no financieras</i>	11,1	8,7	12,5	10,5	10,4	10,5	10,4	10,9	11,4
5. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (3 – 4)	-0,8	1,4	-2,1	0,1	-1,7	0,8	1,3	1,6	1,0
Administraciones Públicas	-4,7	-5,9	-3,9	-4,9	-5,6	-4,6	-4,7	-2,6	-1,8
Instituciones financieras	1,6	1,6	1,5	1,1	1,0	1,1	1,2	0,9	0,9
Empresas no financieras y familias	2,3	5,7	0,3	3,8	2,8	4,3	4,8	3,3	2,0
<i>Familias</i>	2,8	3,3	2,4	3,7	4,1	3,6	3,6	3,0	2,7
<i>Empresas no financieras</i>	-0,4	2,3	-2,1	0,1	-1,3	0,7	1,1	0,3	-0,7
6. Ahorro financiero neto (7 – 8)	-0,9	1,4	-2,3	0,1	-1,7	0,8	1,3	1,6	0,9
Administraciones Públicas	-4,7	-5,9	-4,0	-4,9	-5,6	-4,6	-4,7	-2,6	-1,8
Instituciones financieras	1,5	1,6	1,4	1,1	1,0	1,1	1,3	0,8	0,9
Empresas no financieras y familias	2,3	5,7	0,3	3,9	2,9	4,3	4,7	3,4	1,9
<i>Familias</i>	4,9	7,3	3,5	5,4	6,5	4,9	5,3	4,2	2,9
<i>Empresas no financieras</i>	-2,6	-1,7	-3,2	-1,5	-3,7	-0,7	-0,6	-0,8	-1,0
7. Variación de activos financieros	44,3	42,8	45,2	39,7	45,0	37,5	38,2	42,0	48,3
Administraciones Públicas	2,2	3,5	1,4	2,3	4,1	1,6	3,8	0,7	1,2
Instituciones financieras	23,2	22,2	23,9	21,5	27,2	19,3	21,0	23,6	24,9
Empresas no financieras y familias	18,9	17,2	19,9	15,8	13,8	16,6	13,5	17,7	22,2
<i>Familias</i>	11,7	12,7	11,0	10,1	11,3	9,6	8,5	10,3	11,1
<i>Empresas no financieras</i>	7,2	4,5	8,9	5,8	2,5	7,1	4,9	7,4	11,1
8. Variación de pasivos financieros	45,2	41,4	47,5	39,6	46,7	36,7	36,9	40,4	47,4
Administraciones Públicas	6,8	9,3	5,4	7,2	9,7	6,2	8,5	3,3	3,1
Instituciones financieras	21,7	20,5	22,5	20,4	26,2	18,2	19,7	22,8	24,0
Empresas no financieras y familias	16,6	11,5	19,7	12,0	10,9	12,4	8,7	14,4	20,3
<i>Familias</i>	6,8	5,4	7,6	4,7	4,8	4,6	3,2	6,1	8,2
<i>Empresas no financieras</i>	9,9	6,1	12,1	7,3	6,1	7,8	5,5	8,3	12,1

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Incluye las transferencias netas de capital.

(b) Cubre un ciclo completo de la economía definido como el período comprendido entre dos mínimos cíclicos del PIB.

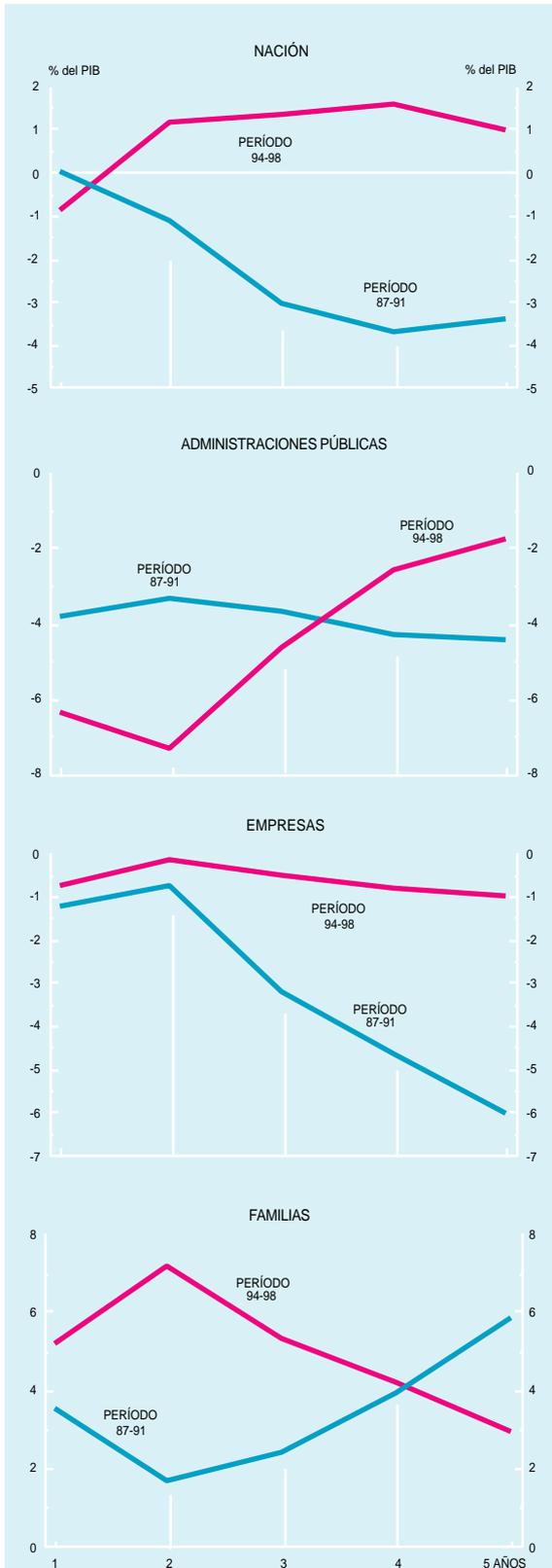
(c) Período de caída cíclica.

(d) Período de recuperación cíclica.

(e) Cubre el período transcurrido del ciclo actual de la economía.

GRÁFICO IV.2

Ahorro financiero neto en periodos de recuperación cíclica



Fuente: Banco de España.

vos financieros, que han sido canalizados de forma creciente hacia inversiones directas en el exterior. Como puede apreciarse en el gráfico IV.2, la anterior fase de expansión cíclica se había caracterizado por un rápido deterioro del ahorro bruto y del ahorro financiero neto de las empresas, que vino propiciado, entre otros factores, por el fuerte incremento de los costes laborales y financieros. Por el contrario, en la recuperación cíclica actual ambos factores han tendido a operar en la dirección contraria, colocando a las empresas en una posición financiera mucho más favorable para invertir.

Finalmente, por lo que respecta a las familias, si bien iniciaron la recuperación cíclica actual con unas tasas de ahorro y una capacidad de financiación sensiblemente más elevadas que en el período anterior, estas variables han seguido una trayectoria marcadamente anticíclica, en claro contraste con lo sucedido durante el ciclo anterior. No obstante, el descenso experimentado a lo largo de los últimos años en el ahorro de las familias refleja el mayor grado de confianza en la situación económica del país y el incremento registrado por la riqueza financiera neta del sector.

La composición de los activos y pasivos financieros de los agentes económicos evidencia los importantes cambios que se están produciendo en sus pautas financieras como consecuencia del nuevo entorno de estabilidad macroeconómica, siendo los más señalados los que se refieren a la internacionalización y desintermediación de los flujos financieros y al saneamiento financiero que se ha registrado, principalmente, en el caso de las empresas y de las Administraciones Públicas. En los últimos años ha tenido lugar un aumento significativo de las transacciones financieras con el exterior, que guarda una estrecha relación con la liberalización completa de los movimientos de capital de nuestra economía, con las perspectivas de creación de la UEM y con las posibilidades de obtener altos rendimientos en mercados menos maduros que el español. También se ha intensificado el proceso de desintermediación financiera, de modo que los agentes económicos, y en especial las familias, han pasado a invertir, de manera creciente, su ahorro en instrumentos financieros no bancarios, como las participaciones en fondos de inversión, los productos de seguro o, directamente, las acciones, en detrimento de los depósitos bancarios que, tradicionalmente, captaban el grueso del ahorro del sector privado. Todo ello ha impulsado una expansión sustancial de la actividad exterior de las entidades de crédito, que han tenido que suplir la financiación interior por recursos externos, con objeto de cubrir el fuerte crecimiento del crédito al sector privado.

IV.2. LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

IV.2.1. La política fiscal

La política fiscal instrumentada en 1998 siguió orientándose, al igual que en los dos ejercicios precedentes, hacia la reducción de los desequilibrios presupuestarios, lo que permitió que el déficit de las Administraciones Públicas se situara en el 1,8 % del PIB fiscal, ocho décimas menos que en el año anterior (el recuadro IV.1 describe los cambios en la medición del PIB y sus efectos sobre los datos de déficit y deuda pública). Este resultado mejoró las previsiones iniciales —el Presupuesto había fijado un objetivo de déficit del 2,4 %— y la cifra establecida en el Programa de Convergencia de abril de 1997, en un contexto en el que el crecimiento económico fue superior al previsto. Esta orientación de la política fiscal se enmarcó dentro del compromiso de cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que exige situar las cuentas públicas en una posición próxima al equilibrio en el medio plazo, así como respetar el límite del 3 % de déficit público sobre el PIB en situaciones cíclicas normales.

Para examinar la política fiscal ejecutada el pasado año, resulta conveniente analizar previamente cómo se *diseñó* en los Presupuestos Generales del Estado. Dichos Presupuestos establecieron un objetivo de reducción del déficit de las Administraciones Públicas de seis décimas en porcentaje del PIB, que se basaba exclusivamente en la desaceleración del gasto no financiero consolidado, para el que se fijaba un incremento del 3,8 %. Para los ingresos no financieros consolidados se preveía un crecimiento similar al del PIB (6 %).

La reducción programada del gasto en porcentaje del PIB descansaba en la carga de intereses, que se estimaba que caería un 7,7 % como consecuencia de la incidencia del descenso de los tipos de interés experimentado desde finales de 1995 y del menor endeudamiento público, y en las prestaciones por desempleo, que se reducían un 2,7 % a causa de la reducción esperada del paro. Al mismo tiempo, se establecía un importante crecimiento de los gastos de capital —inversiones reales y transferencias de capital—, que rompía con la pauta descendente de años anteriores. La evolución prevista de los ingresos, por su parte, estaba determinada, en primer lugar, por el fuerte crecimiento estimado de los impuestos indirectos (10,2 %), que era fruto del dinamismo del consumo y de las importaciones, así como del impacto recaudatorio que se esperaba de la creación del impuesto especial sobre la electricidad, y del aumento del tipo impositivo del Impuesto sobre las Primas de Seguros. En segundo lugar, se

estimaba que los impuestos directos y las cotizaciones sociales crecerían a un ritmo más moderado (5,6 %), que resultaba coherente con las previsiones de crecimiento del empleo y los salarios y con el efecto de ciertos cambios legislativos —la agilización de las devoluciones en el IRPF y en el Impuesto sobre Sociedades, entre otros—, así como con la minoración de los ingresos por rentas de capital derivada de la reducción de los tipos de interés. Finalmente, en el resto de ingresos no financieros destacaba la caída de los ingresos patrimoniales, debido a unos resultados inferiores a los de 1997 procedentes de la enajenación de empresas públicas, y a la menor recaudación obtenida en concepto de tasas y otros ingresos, como consecuencia de la disminución de los ingresos derivados de las primas de emisión de la deuda pública.

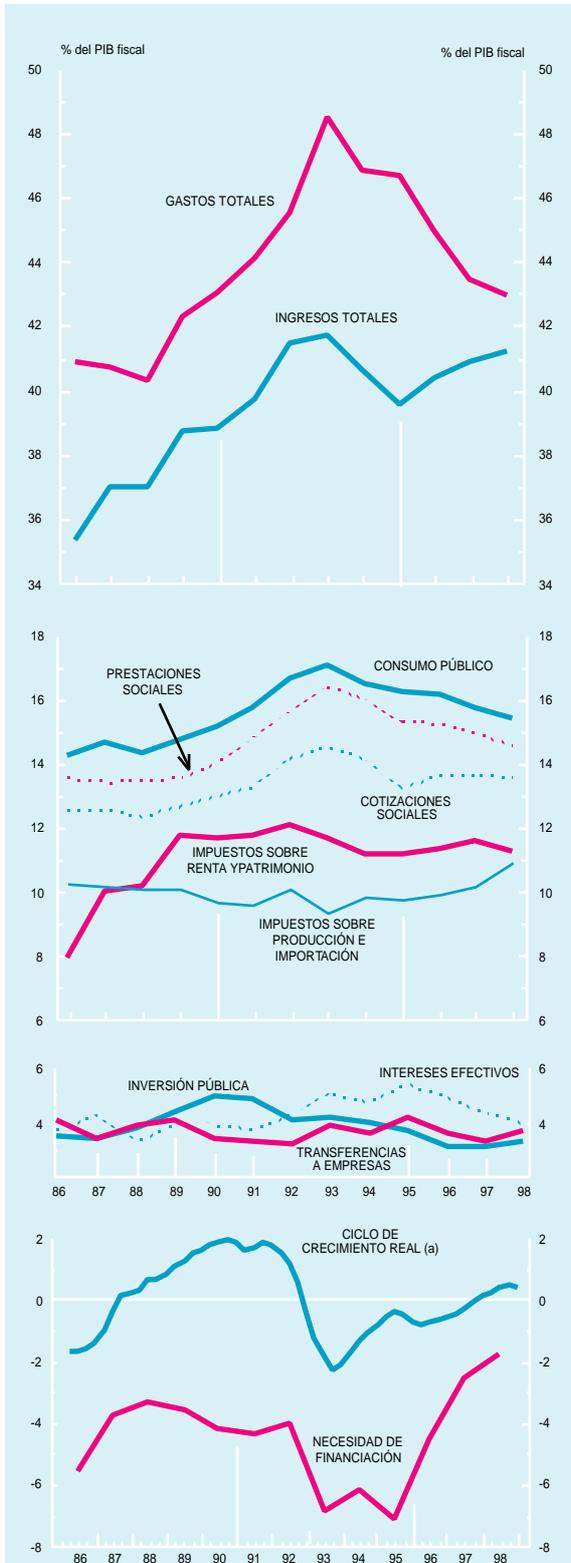
Por otra parte, en 1998 entró en vigor el nuevo acuerdo sobre la financiación de la sanidad para el período 1998-2001, aprobado por el Consejo de Política Fiscal y Financiera en noviembre de 1997, por el que se fijó un incremento anual del gasto sanitario según el PIB nominal; además, el Consejo introdujo en 1998 algunas modificaciones en el modelo de financiación autonómica en vigor para el período 1997-2001, que consistieron en reforzar el sistema de garantías financieras, con el fin de evitar pérdidas recaudatorias en las Comunidades Autónomas derivadas de la reforma del IRPF. Por último, el Gobierno llegó a un acuerdo con la práctica totalidad de las Comunidades Autónomas para alcanzar el equilibrio presupuestario en el año 2001.

La *ejecución* de la política fiscal en 1998 permitió reducir el déficit público. Dicha reducción fue el resultado, por una parte, de un incremento de los ingresos, impulsado, en gran medida, por la expansión de la actividad económica, y, por otra, de la disminución del gasto total sobre el PIB, basada, fundamentalmente, en los pagos por intereses, las prestaciones por desempleo y el consumo público, con aportaciones relativamente equilibradas de cada uno de estos conceptos (véase gráfico IV.3). El buen comportamiento de los ingresos y la moderación del gasto permitieron, por tercer año consecutivo, mantener un superávit primario, que en 1998 aumentó hasta el 2,2 % del PIB. El esfuerzo de reducción se concentró en el Estado, cuyo déficit cayó hasta el 1,5 % del PIB (2,1 % en 1997), mientras que los déficit de las Administraciones Territoriales y de la Seguridad Social se situaron en el 0,2 % y 0,1 % del PIB, respectivamente (0,3 % y 0,2 % en 1997).

En relación con la evolución de los *ingresos* públicos, destaca el distinto comportamiento de

GRÁFICO IV.3

**Administraciones Públicas:
Evolución de las principales variables**



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

(a) Desviación cíclica del PIB: cambiada de signo.

los impuestos directos e indirectos. Los primeros cayeron tres décimas de PIB como consecuencia de la moderación en el crecimiento de los ingresos procedentes del IRPF. Esta moderación se explica, fundamentalmente, por la disminución habida en los ingresos por retenciones sobre rendimientos del capital y por el adelanto de las devoluciones en relación con el año precedente. Los ingresos del Impuesto sobre Sociedades mantuvieron, sin embargo, un ritmo de expansión elevado, como fruto de la evolución de los beneficios empresariales, que neutralizó el efecto negativo sobre la recaudación de otros factores, entre los que destacan las caídas de las retenciones sobre los rendimientos del capital, el gravamen de actualización de balances, y el incremento de los pagos a cuenta, que afectaron a las cifras de 1997. Los impuestos indirectos, por su lado, aumentaron siete décimas su peso en el PIB, impulsados por el buen comportamiento del consumo e influidos por el incremento del tipo impositivo de las primas de seguro y por la creación del nuevo impuesto sobre la electricidad. A su vez, las cotizaciones sociales presentaron una tasa de variación similar a la del año anterior, a pesar de la aceleración registrada en el número de cotizantes. Finalmente, los otros ingresos y transferencias crecieron ligeramente por encima del año anterior, mientras que los ingresos de capital tuvieron incrementos moderados —tras la caída experimentada en 1997— como resultado de la elevada recaudación por el Impuesto sobre Sucesiones y del aumento en las transferencias de fondos procedentes de la UE.

Por lo que se refiere al *gasto público*, su disminución en relación con el PIB se explica por varias razones: en primer lugar, por el menor crecimiento de las prestaciones sociales, que cayeron cuatro décimas de PIB, como consecuencia, principalmente, de la disminución de las prestaciones por desempleo y por incapacidad temporal; en segundo lugar, por la menor carga de intereses, que se redujo también en cuatro décimas de PIB, debido a los menores tipos de interés y a la reducción del peso de la deuda pública sobre el PIB en los dos últimos ejercicios; y, finalmente, por el consumo público, que cayó cuatro décimas de PIB, fruto del moderado crecimiento de la remuneración de asalariados y, en menor medida, de las compras netas. En cambio, la inversión pública avanzó notablemente, situándose en el 3,3 % del PIB, y también subieron las subvenciones de explotación, que aumentaron tres décimas de PIB, en particular las recibidas por RENFE, las dedicadas a la financiación de las empresas del carbón y las bonificaciones de cuotas empresariales de la Seguridad Social, y las transferencias de capital, que incrementaron una décima su peso en el PIB.

Cambios en la medición de los agregados macroeconómicos: calendario de implantación del SEC/95 y su repercusión en los datos del déficit y la deuda pública del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Este recuadro recoge una explicación de los cambios que se han producido recientemente en las estadísticas macroeconómicas de los países de la UE, y de los que se van a producir en un futuro próximo. Su propósito es reducir, en la medida de lo posible, la confusión que este tipo de modificaciones genera entre los analistas. Estas estadísticas forman parte de algunos textos legales de la UE, tales como los relativos al Protocolo sobre el Déficit Excesivo/ Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PDE/PEC), al Presupuesto y Recursos Propios de la Comunidad, etc., por lo que cualquier revisión, o cambio conceptual, de estas series afecta a temas muy sensibles. Estas implicaciones explican, en gran medida, el carácter gradual con que se prevé introducir el SEC/95.

Una posible enumeración de las aludidas revisiones, con indicación del período, ámbito y contexto en que se han producido, con especial referencia al caso de España, es la siguiente:

1. *Producto interior bruto (PIB): PIB de la CNE versus PIB «fiscal».* El PIB español al que, salvo indicación en contrario, se hace referencia, tanto en este Informe como en el capítulo I de su publicación complementaria *Cuentas financieras de la economía española (CFEE)*, es el que publica el INE en la *Contabilidad Nacional de España. Base 1986 (CNE)*, que ha sido elaborado según las pautas del SEC/79. Sin embargo, a los efectos del cálculo de las *ratios* de déficit y deuda pública en el marco del PDE/PEC, y de la contribución al presupuesto comunitario, se utiliza el llamado PIB «fiscal» o PIB «Directiva PNB». En principio, el PIB de la CNE y el PIB «fiscal», también calculado por el INE, deberían ser idénticos (ambos se basan en el SEC/79), pero por razones diversas el INE no ha considerado procedente introducir en la serie oficial de la CNE el resultado de la armonización emprendida por Eurostat, con los fines «fiscales» antes aludidos. En el caso español, esa armonización se ha concretado en: a) tratamientos alternativos a los que figuran en la CNE de loterías, subvenciones a la enseñanza y a determinados medios de transporte, servicios de seguro y rentas con el resto del mundo, y b) el resultado del ejercicio sobre la exhaustividad, concluido en marzo de 1999. Como consecuencia de todo ello, el PIB «fiscal» vigente es superior al PIB de la CNE en un 2,7% (datos de 1998), de los que, aproximadamente, 2,2 puntos corresponden al ejercicio sobre la exhaustividad (véanse los montantes del PIB de la CNE y del PIB «fiscal» en el cuadro I.1.1 de las CFEE). Todo indica que, cuando el INE elabore la CNE en términos del SEC/95 (véase más adelante), terminará esta duplicidad de PIB.

2. *Introducción del SEC/95.* Se efectuará por etapas, según establece el Reglamento SEC/95 (Reglamento CE N° 2223/96). Concretamente, en mayo o junio de 1999 el INE publicará la serie 1995-1998, referida a los agregados del cuadro macroeconómico, con determinados desarrollos, pero sin incluir las cuentas no financieras de los sectores institucionales, entre ellos del sector de Administraciones Públicas, que, obviamente, recogerá mediciones del déficit y, de alguna manera, de la deuda pública. Las cuentas no financieras de los sectores institucionales se publicarán, al igual que las cuentas financieras elaboradas por el Banco de España, en septiembre u octubre de 1999, también para el período 1995-1998, aunque posteriormente se ampliará la serie para años previos.

3. *Notificaciones del PEC (antes PDE).* Las próximas Notificaciones son las correspondientes a septiembre de 1999 y marzo del año 2000. Según establece el art. 8.2 del Reglamento SEC/95, la Notificación de septiembre de 1999 se realizará todavía en el marco del SEC/79. Por tanto, cuando ya se están publicando datos de PIB, y están a punto de publicarse datos de déficit y de deuda en el marco del SEC/95, esta Notificación utilizará datos de déficit, deuda y PIB en el marco del SEC/79, lo que puede crear alguna confusión. La razón de esta aparente inconsistencia es de tipo fiscal. Efectivamente, algunos países, contribuyentes netos a la Comunidad, no desbloquearon la aprobación del Reglamento SEC/95, acaecida en noviembre de 1996, mientras no quedó establecido en su articulado que, hasta que no se modificara el sistema de financiación de las comunidades europeas (previsto para el año 2000), el PIB vigente para determinar la contribución de los países al presupuesto comunitario era el de la Directiva PNB, es decir, el SEC/79, y no el que se habría de deducir de la aplicación del SEC/95. A partir de la Notificación correspondiente al año 2000, los datos de déficit, deuda y PIB se calcularán en el marco del SEC/95.

Los esfuerzos de consolidación fiscal realizados se insertan en una estrategia a medio y largo plazo. En efecto, en cumplimiento del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, el Gobierno español presentó a comienzos de 1999 el primer Programa de Estabilidad, que establece como objetivos para las cuentas públicas el logro del equilibrio presupuestario y la reducción del endeudamiento público sobre el PIB por debajo del 60 % en el año 2002. Se ha anunciado, además, que esos objetivos deberán ser compatibles con una reducción de la presión fiscal, de manera que el esfuerzo del ajuste deberá recaer sobre el gasto público y, dentro de este, sobre el gasto corriente, al prevverse un aumento de la inversión pública. El Programa incorpora en sus previsiones los efectos de la reforma del IRPF, ya aprobada, que supondrá una reducción del 11,1 %, por término medio, de la carga impositiva de las familias y una simplificación del número de tramos de la tarifa del impuesto y de las deducciones. También se prevé reformar la Ley General Presupuestaria, con el fin de mejorar el control sobre la ejecución presupuestaria y la eficacia del gasto público, y se reconoce la necesidad de avanzar en el proceso de racionalización de la Seguridad Social, con el objeto de garantizar la sostenibilidad financiera del sistema.

IV.2.2. La política monetaria

En 1998 se cerró un período de cuatro años durante el cual la política monetaria se instrumentó en un régimen de independencia, de acuerdo con las disposiciones de la Ley de Autonomía del Banco de España de junio de 1994, y siguiendo un esquema basado en el establecimiento de objetivos directos de inflación que iba encaminado a lograr la estabilidad de precios a medio plazo. Si bien los objetivos de política monetaria del pasado año se enmarcaron, una vez más, en este esquema, su formulación tuvo en cuenta la singularidad de 1998, año en el que, si —como se consideraba previsible— España accedía a la Unión Monetaria, debería llevarse a cabo la transición hacia un nuevo régimen de política monetaria. Esto exigía al Banco de España responder a los condicionantes internos de la política monetaria, pero, a la vez, modular los movimientos de tipos de interés para que, a finales de año, las condiciones monetarias de la economía española estuvieran alineadas con las del conjunto de países integrantes de la UEM.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, el Banco fijó para 1998 un objetivo que consistía en mantener en el transcurso del año la tasa interanual de crecimiento del IPC cerca del 2 %. Una meta de estas características se con-

sideraba adecuada para consolidar la estabilidad de precios en la economía española y resultaba coherente con los objetivos que cabría esperar que estableciera el SEBC, con lo que se facilitaba la transición hacia la política monetaria única.

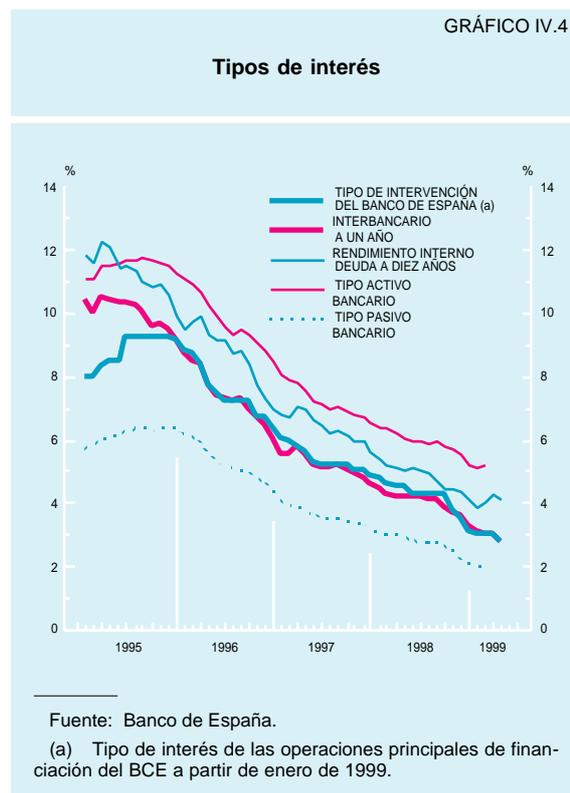
En el diseño de la política monetaria en 1998, el Banco ponderó la aportación favorable de las condiciones macroeconómicas a la configuración de un entorno de baja inflación. En cuanto al marco internacional, se preveía el mantenimiento de pautas moderadas en el comportamiento de los precios en los mercados internacionales y un tono de la actividad económica favorable a la estabilidad de precios. En el ámbito interno se estimaba probable la continuación de un patrón de crecimiento equilibrado, en el que la demanda nacional, alentada por la expansión de la inversión y por la recuperación del consumo privado, iría cobrando impulso, mientras que la aportación del sector exterior iría disminuyendo por la fortaleza de las importaciones. Este escenario, sobre el que, sin embargo, planeaban algunas dudas en cuanto a la influencia de la crisis del sudeste asiático, se consideraba coherente con el logro de los objetivos de inflación y con una instrumentación rigurosa de la política presupuestaria, que debería reflejarse en un nuevo recorte del déficit de las Administraciones Públicas, como se ha descrito en el epígrafe precedente. Finalmente, el Banco de España reafirmó el esquema de análisis para la toma de decisiones de política monetaria de años anteriores, basado en el seguimiento de un conjunto amplio de indicadores económicos, monetarios y financieros, entre los que la cantidad de dinero y el cumplimiento de los compromisos asociados a la pertenencia al mecanismo de cambios del SME siguieron teniendo gran relevancia. En cuanto a la presentación al público de la valoración de la situación inflacionista y de las actuaciones de política monetaria, el Banco continuó utilizando, a lo largo de 1998, los canales regulares a su disposición, entre los que destacaba la publicación semestral del *Informe sobre la inflación*, cuya última entrega fue realizada en septiembre.

Los buenos registros de la tasa de inflación y las perspectivas favorables sobre la evolución de los precios en el medio plazo facilitaron la aproximación de las *condiciones monetarias* españolas hacia las fijadas al inicio de la UEM. En este marco, el tipo de intervención del Banco de España experimentó un recorte acumulado de 1,75 puntos porcentuales en 1998, hasta quedar situado en el 3 % (véase gráfico IV.4). No obstante, la secuencia de descensos fue desigual a lo largo del año, reflejando el creciente peso que fueron cobrando los condicio-

nantes externos en las decisiones de política monetaria. Así, hasta el mes de octubre el tipo de intervención había disminuido en 0,50 puntos porcentuales, fruto de sendos recortes de 0,25 puntos porcentuales en febrero y en mayo, este último llevado a cabo una vez que se confirmó la participación de España en la UEM. El ajuste más intenso se produjo, por tanto, en el último trimestre del año, en el que el Banco de España redujo su tipo de intervención decenal en tres ocasiones, por un total de 1,25 puntos porcentuales, los días 6 de octubre, 3 de noviembre y 3 de diciembre (véase gráfico IV.4). El descenso en 0,50 puntos del 3 de diciembre fue el resultado de la acción concertada de los bancos centrales que iban a participar en la UEM y respondió a consideraciones relativas al conjunto del área. Con esta acción se pretendió, además, despejar las dudas en torno a las condiciones monetarias de partida de la UEM y facilitar, así, el inicio de esta nueva fase.

Esta última decisión estuvo influida por la crisis registrada en los mercados financieros internacionales, que tuvo su máxima intensidad entre agosto y octubre, y por la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico en el ámbito europeo. La suavización de la política monetaria propició disminuciones importantes de los tipos de interés a corto plazo en la mayor parte de los países occidentales y permitió que se consolidara la recuperación de los mercados bursátiles, tras las intensas caídas que habían sufrido sus cotizaciones en los meses de agosto y septiembre. A su vez, los tipos de interés a largo plazo experimentaron descensos en los últimos meses de 1998, hasta situarse por debajo de los ya reducidos niveles que se habían alcanzado en los países industrializados. El año 1998 concluyó, así, con unas condiciones monetarias y financieras en España prácticamente alineadas con las de los países que iban a integrar el área del euro y con unos tipos de interés reales muy reducidos. Durante el primer trimestre de 1999, el BCE, tras analizar los distintos factores que afectaban a su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, decidió no modificar el nivel inicial del tipo de interés principal de la política monetaria, situado en el 3 %. Sin embargo, el día 8 de abril el Consejo de Gobierno del BCE decidió recortar medio punto ese tipo de interés, hasta el 2,5 %, por las razones ya expuestas en el capítulo II.

Por lo que respecta a la evolución de los *agregados monetarios* en España en 1998, los activos líquidos en manos del público (ALP) siguieron su trayectoria de desaceleración iniciada en 1995, hasta alcanzar una tasa de crecimiento muy reducida (1 %) al final del año (véase cuadro IV.2). Por el contrario, como se observa



en el gráfico IV.5, el agregado ALPF —que incluye las participaciones en los fondos de inversión del mercado monetario y en los fondos de renta fija, a los que se desplazaron una buena cantidad de recursos invertidos en depósitos bancarios— mostró un crecimiento interanual más próximo al del PIB nominal, en torno al 6 %, aunque inferior al que mostró en 1997, cuando casi alcanzó el 8 %. El bajo nivel de los tipos de interés y el dinamismo de la demanda interna condujeron a un crecimiento intenso de los agregados monetarios más estrechos, de forma que, por ejemplo, M2, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista y de ahorro, registró una tasa de expansión al final del año próxima al 14 %.

En 1998 prosiguió la aceleración del ritmo de crecimiento de la *financiación* a empresas y familias, hasta alcanzar a final de año una tasa interanual del 16,6 %, frente al 12 % del año precedente. Este incremento vino explicado por unas condiciones financieras muy favorables para la toma de recursos ajenos y por las buenas perspectivas económicas, sobre todo, de las familias, como reflejaban los indicadores de confianza de los consumidores. Otros factores que han podido influir en la demanda de crédito del sector privado se analizan con más detalle en el recuadro IV.2. Esta expansión del crédito al sector privado fue compensada casi totalmente por las menores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas, que solo crecieron a un ritmo del 2 %, frente al 7 %

**Agregados monetarios y crediticios.
Crecimiento interanual medido en diciembre (T1,12)**

	1995	1996	1997	1998
AGREGADOS MONETARIOS:				
M1	2,3	7,5	12,4	15,3
M2	2,6	7,5	11,0	14,2
M3	10,8	4,2	3,5	1,7
ALP	9,2	6,5	3,7	1,1
ALPF	8,0	9,8	7,9	6,4
AGREGADOS CREDITICIOS:				
EEFF (a) + AAPP (b)	9,7	9,4	10,1	11,2
EEFF (a)	7,1	7,7	12,1	16,6
AAPP (b)	14,3	12,4	6,9	2,2

Fuente: Banco de España.

(a) Crédito interno a empresas y familias más pagarés de empresa y créditos directos exteriores.

(b) Crédito interno a Administraciones Públicas más cartera en firme de deuda en poder del público y financiación exterior directa.

de 1997, de forma que la financiación total otorgada a los sectores residentes no financieros avanzó a un ritmo del 11,2 %, ligeramente superior al 10 % de 1997.

Durante 1998 se intensificó el proceso de captación de pasivos financieros netos en el exterior de las entidades de crédito residentes en España, que había comenzado en años anteriores, de forma que la posición deudora neta frente al exterior se incrementó notablemente. A este incremento se unió la disminución de los activos exteriores en poder del Banco de España, de modo que aumentó la posición deudora total del sistema crediticio.

En el terreno de la *instrumentación* de la política monetaria, el Banco de España fue adaptando progresivamente los rasgos del esquema operativo de la política monetaria española al nuevo marco de la política monetaria única, especialmente a medida que, en los últimos meses del pasado año, el BCE fue ultimando las decisiones sobre las cuestiones que permanecían abiertas en este frente. En concreto, a lo largo de 1998 se introdujeron medidas de control de riesgos en la toma de activos de garantía, similares a las que iban a establecerse por el SEBC. De otra parte, en julio de 1998 se introdujo una facilidad de depósito, que se unió a la ya existente facilidad de crédito, con el fin de que las entidades fueran familiarizándose con los instrumentos que iban a estar a su disposición a partir de 1999. Asimismo, en el mes de noviembre, el Banco de España comenzó a efectuar las subastas regulares de inyección de liquidez con una frecuencia semanal y con un vencimiento de catorce días, al tiempo que modificó la periodicidad de cómputo del coeficiente

de caja, que pasó a ser mensual, y se planteó reducir la frecuencia de realización de las operaciones de ajuste en anticipación del modelo esperado para la Tercera Fase, en el que estas operaciones serían seguramente muy esporádicas. Finalmente, tanto para el cálculo de los agregados monetarios, que desempeñan un papel relevante en la estrategia de política monetaria del Eurosistema, como para el cumplimiento del coeficiente de caja, se establecieron las pertinentes obligaciones de información por parte de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), que comprenden, básicamente, las entidades de crédito y los fondos de inversión del mercado de dinero. Con objeto de facilitar el paso a la política monetaria única, esa obligación se hizo efectiva anticipadamente, de forma que las IFM españolas comenzaron a enviar mensualmente la información sobre sus balances al Banco de España a partir de junio de 1998.

IV.3. LOS MERCADOS FINANCIEROS

La evolución de los mercados financieros españoles durante 1998 se caracterizó por la continuación de algunas de las tendencias que se habían observado durante el año precedente, si bien también se vio influida por la crisis financiera internacional que se produjo durante los meses del verano. Así, los tipos de interés continuaron descendiendo y los precios de los activos de renta variable aumentaron en el conjunto del año. A su vez, en los mercados primarios la oferta de valores de renta fija siguió desacelerándose, ya que los valores privados, a pesar de su expansión, no consiguieron contrarrestar totalmente el menor volumen de emi-

La expansión del crédito bancario en España

Las elevadas tasas de crecimiento que se han registrado en 1998 en la demanda de crédito de las familias y de las empresas no financieras son la continuación de un proceso iniciado a finales de 1995, y que se basa, en gran medida, en la evolución descendente de los tipos de interés y en la recuperación de la actividad económica desde mediados de 1996.

Durante el período comprendido entre 1996 y 1998, las familias han recurrido de forma creciente a sus distintas fuentes de financiación: el sector crediticio residente, las entidades de crédito no residentes y el sector empresarial —a través del crédito comercial—, como se destaca en el texto principal de este capítulo. Los factores que tradicionalmente han explicado el comportamiento de la financiación crediticia de las familias han estado relacionados, básicamente, con sus decisiones de gasto: el consumo y la demanda de vivienda. El abaratamiento del coste de la financiación, derivado tanto de los descensos de los tipos de interés como de la generalización de los créditos a tipos de interés variable, principalmente en los créditos hipotecarios, ha impulsado adicionalmente la demanda de crédito. En lo que se refiere a las empresas no financieras, también se ha producido una expansión de todas las modalidades de financiación desde finales de 1996. En este caso es la inversión productiva privada —principal indicador de la actividad típica de las empresas— la variable que ha explicado la evolución de la financiación crediticia empresarial.

Sin embargo, desde 1997 se ha observado un aumento de la financiación crediticia en ambos sectores, que es significativamente superior a lo que resulta coherente con su patrón histórico de comportamiento. Los factores de demanda usuales (consumo privado, inversión residencial, inversión productiva privada, coste de financiación) han dejado de ser los principales impulsores del comportamiento del crédito. Prueba de esto es el hecho de que las estimaciones econométricas de ecuaciones de demanda de crédito de empresas no financieras y de familias, disponibles en la actualidad, han mostrado errores de predicción de importancia significativa a lo largo de 1998, tal como se observa en el gráfico adjunto.

Los factores explicativos de este crecimiento de la financiación concedida a las familias, y que son de naturaleza diferente de los subyacentes en situaciones anteriores de fuerte crecimiento del crédito, pueden estar relacionados tanto con la demanda como con la oferta de crédito. Entre los factores de demanda, cabe destacar una considerable mejora de la capacidad de pago de las familias para hacer frente a los compromisos derivados de su endeudamiento, como consecuencia del descenso de los intereses efectivos pagados en relación con la renta bruta disponible. En 1990, esta proporción era del 6,2 % aproximadamente, pasando a representar un 4,4 % en 1994 y, finalmente, un 3,5 % en 1998. De este modo, las familias podrían estar dispuestas a endeudarse en mayor proporción que antes para satisfacer unas mismas necesidades de gasto, teniendo que realizar un menor esfuerzo relativo en términos de su renta disponible. Entre los factores de oferta, el grado de racionalamiento que las entidades normalmente aplican en la concesión de créditos se ha suavizado, en un contexto de fuerte competencia por la captación de negocio bancario. Un factor que incidiría en esta dirección, en el que confluyen consideraciones tanto de oferta como de demanda, es el proceso de revalorización de la riqueza financiera de las familias que viene teniendo lugar desde 1996, debido, en su mayor parte, al incremento de valor de las acciones y de las participaciones en fondos de inversión. En el gráfico se presentan los errores de estimación de la ecuación disponible frente a una estimación de la revalorización de la riqueza financiera neta de las familias, derivada, exclusivamente, del aumento del precio de los activos financieros. La posibilidad de que las familias hayan utilizado unos activos financieros altamente revalorizados como garantía de sus créditos pudiera haber dado origen a un desplazamiento de la demanda de crédito; a su vez, la oferta de crédito por parte de las entidades financieras también podría estar desplazándose, al mostrarse más proclives a prestar a un sector cuya posición financiera es más saneada.

Entre los factores que explican una buena parte del crecimiento observado del crédito otorgado a las empresas no financieras, tiene especial relevancia el fuerte desarrollo de la inversión en el exterior de las empresas españolas, principalmente mediante la adquisición de acciones. Las cifras de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos destacan que la inversión directa en el exterior de los agentes englobados en otros sectores residentes fue de alrededor de un 3 % del PIB en 1998, frente a un 2,1 % y un 1 % en 1997 y 1996, respectivamente. En el gráfico correspondiente a las empresas se muestran los errores de estimación de la ecuación de crédito para este sector frente a la evolución de su inversión directa en el exterior, observándose cierta correspondencia desde mediados de 1997. Cabe suponer que una parte significativa de los recursos necesarios para financiar estos niveles de inversión en el exterior se haya obtenido mediante crédito bancario.

La existencia de información procedente de la Central de Balances del Banco de España sugiere que existen factores adicionales que también pueden estar alentando un mayor recurso al crédito bancario por parte de las empresas. En concreto, las empresas están obteniendo una rentabilidad muy superior al coste de la financiación ajena, con lo que están más interesadas en endeudarse que en acudir a la financiación de los socios. De este modo, el mayor apalancamiento en los recursos ajenos redundaría en una mayor rentabilidad para los accionistas. Además, la importante creación de empresas que está teniendo lugar en los últimos años, cuya constitución lleva aparejado unas considerables necesidades de financiación, pueda explicar también una parte del crecimiento del créditos. Este último factor puede estar afectando, igualmente, al crecimiento del crédito a las familias, dado que ha existido un fuerte aumento del número de empresarios individuales, los cuales se encuentran clasificados dentro del sector de familias.

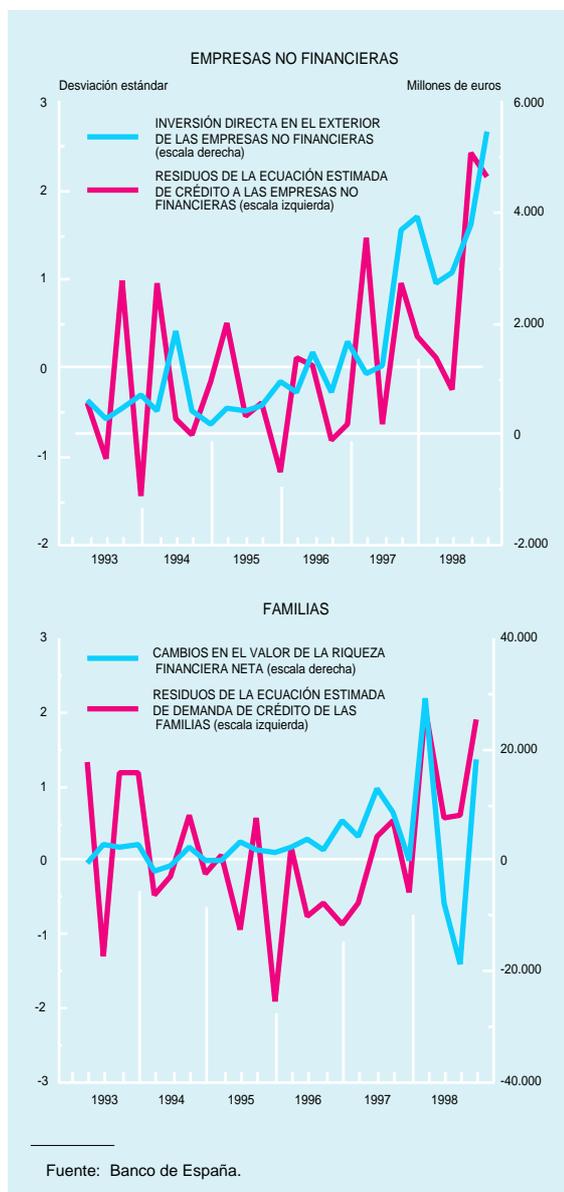
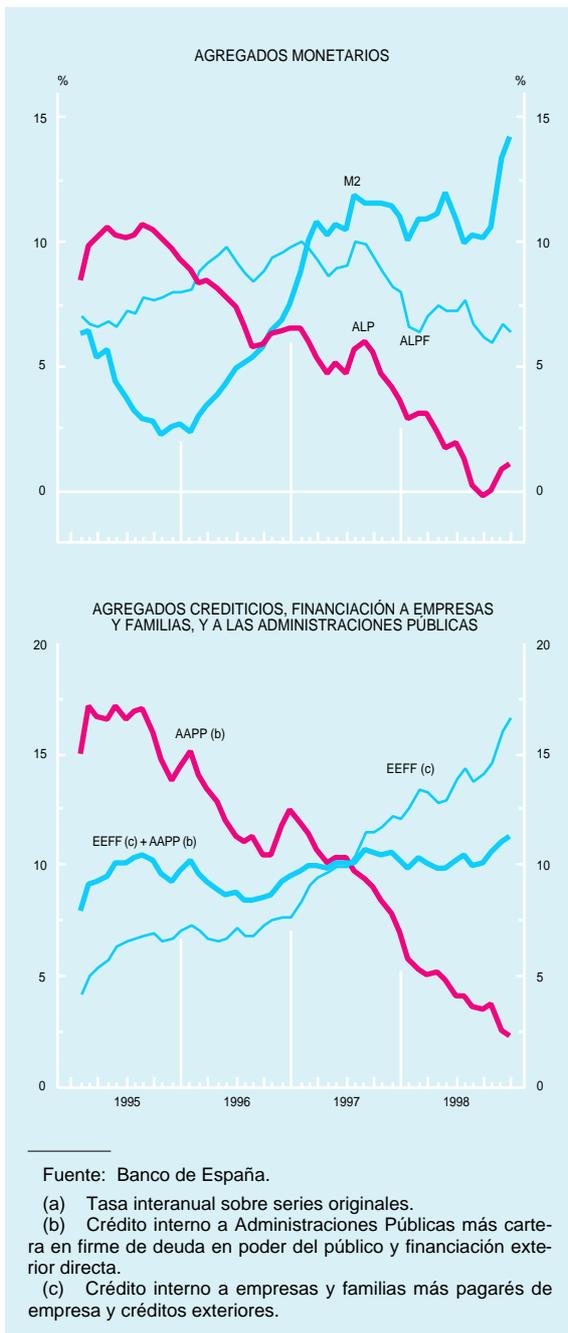


GRÁFICO IV.5

Agregados monetarios y crediticios: T1,12 (a)



siones públicas. Todas estas cuestiones se exponen y analizan a continuación con más detalle, comenzando con la evolución de los precios y siguiendo con el comportamiento de los volúmenes negociados en los mercados primarios y secundarios.

En el *mercado interbancario* de depósitos, los tipos de interés se fueron ajustando a los sucesivos movimientos en los tipos de intervención del Banco de España —que, como se ha

señalado en el epígrafe anterior, se redujeron en 1,75 puntos porcentuales en el conjunto del año— y a las expectativas sobre sus variaciones futuras. De este modo, las reducciones oscilaron entre 1,9 puntos en el plazo de un día y 1,4 puntos en el plazo de un año. En conjunto, la curva de rendimientos por plazos presentó una pendiente negativa durante la mayor parte del año (véase gráfico IV.6), lo que reflejaba las expectativas de recortes en los tipos de intervención. No obstante, durante el último trimestre la curva de rentabilidades tendió a aplanarse, al irse agotando el margen de caída de los tipos de intervención hacia el nivel previsto del tipo de convergencia de la UEM.

En el *mercado de deuda pública*, la curva de rendimientos por plazos mostró, igualmente, continuos desplazamientos a la baja (véase gráfico IV.6). Las caídas de las rentabilidades fueron decrecientes con el plazo y oscilaron entre los dos puntos porcentuales en los tramos más cortos de la curva y los 1,3 puntos en los plazos más largos. Como consecuencia, la curva de rendimientos fue ampliando su pendiente positiva, hasta alcanzar un diferencial entre los tipos de los plazos largos y cortos de 1,9 puntos. En la parte transcurrida del año 1999, dicho diferencial ha continuado ampliándose por las caídas de los tipos cortos en los plazos y el aumento en los más largos. La pendiente positiva de las curvas se refleja, asimismo, en una estructura temporal de los tipos *forward* a un año, que es creciente con el horizonte temporal.

Al igual que en el resto de las economías industrializadas, la continuación en 1998 de la pauta descendente de años anteriores ha situado las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo en unos niveles muy reducidos (véase gráfico IV.6). En el ejercicio, la magnitud del descenso de los tipos de interés a largo plazo españoles ha sido muy similar a la del resto de las deudas soberanas de los países que se han integrado en la UEM, en un entorno de creciente certidumbre en la culminación del proyecto de integración monetaria en los plazos previstos y de convergencia de las tasas de inflación y de los tipos de interés a corto plazo. El curso descendente de los tipos de interés a largo plazo se vio, además, favorecido por el desplazamiento hacia los valores de calidad de los países industrializados más estables, en particular hacia los títulos de renta fija, y por la suavización del tono de las políticas monetarias en Estados Unidos y en Europa.

En el mercado español de *renta variable*, al igual que ocurrió en la mayoría de los mercados internacionales, la evolución de los precios se caracterizó por su elevada variabilidad (véase gráfico IV.7). Así, hasta mediados del mes de

julio se observó una marcada tendencia alcista en las cotizaciones, que se tradujo en una revalorización del 51 % en el índice Ibex 35 de la bolsa española. Sin embargo, tal como se ha comentado en el capítulo II, tras la crisis financiera en Rusia el sentimiento de los mercados empeoró bruscamente. Estas circunstancias, unidas al hecho de que los precios se encontraban situados en niveles muy elevados, llevaron a una profunda caída de las cotizaciones durante los meses de agosto y septiembre. De este modo, a principios de octubre el índice Ibex 35 perdió toda la rentabilidad que había acumulado hasta mediados de julio, llegando a situarse incluso ligeramente por debajo del nivel de cierre de 1997. No obstante, durante el mes de octubre, coincidiendo con la suavización de la política monetaria en Estados Unidos y la revisión de algunos de los escenarios más pesimistas que habían llegado a contemplarse al inicio de la crisis, se inició una recuperación de las cotizaciones que permitió cerrar el año 1998 con importantes revalorizaciones. Así, el Ibex 35 obtuvo una rentabilidad del 35,6 % en el conjunto del ejercicio, por encima de la que registraron el Euro Stoxx (29,8 %) y el S&P 500 (26,9 %).

En la parte transcurrida de 1999, las cotizaciones bursátiles han seguido mostrando un grado elevado de volatilidad. Así, durante los primeros días del año, coincidiendo con el comienzo de la negociación en euros, se produjeron fuertes revalorizaciones en los mercados de los países que pasaron a integrar el área monetaria común. Sin embargo, a mediados de enero, y coincidiendo con la devaluación del real brasileño, se registraron caídas que contrarrestaron las alzas previas. Durante los meses siguientes, el Ibex 35 ha estado oscilando sin una tendencia clara, de manera que, a principios de mayo, mostraba un nivel ligeramente por encima del cierre de 1998.

Por lo que se refiere a los *volúmenes negociados* en el conjunto de los mercados financieros, en los *mercados primarios* el crecimiento de la oferta total de valores negociables de renta fija continuó en 1998 el proceso de desaceleración que ya se había observado el año anterior, y que es atribuible a la evolución de los activos emitidos por el Estado y, en menor medida, por las Administraciones Territoriales (véase cuadro IV.3). En efecto, las menores necesidades de financiación del Tesoro han contribuido a que el volumen neto emitido por este haya caído desde 15,5 mm de euros (2,6 billones de pesetas) en 1997 a 5,5 mm de euros (0,9 billones de pesetas) en 1998. Al concentrarse las emisiones en los plazos medios y largos, mientras que las emisiones netas de letras del Tesoro fueron negativas, tuvo lugar una importante recomposición en los saldos de la deuda del

GRÁFICO IV.6

Tipos de interés y diferenciales

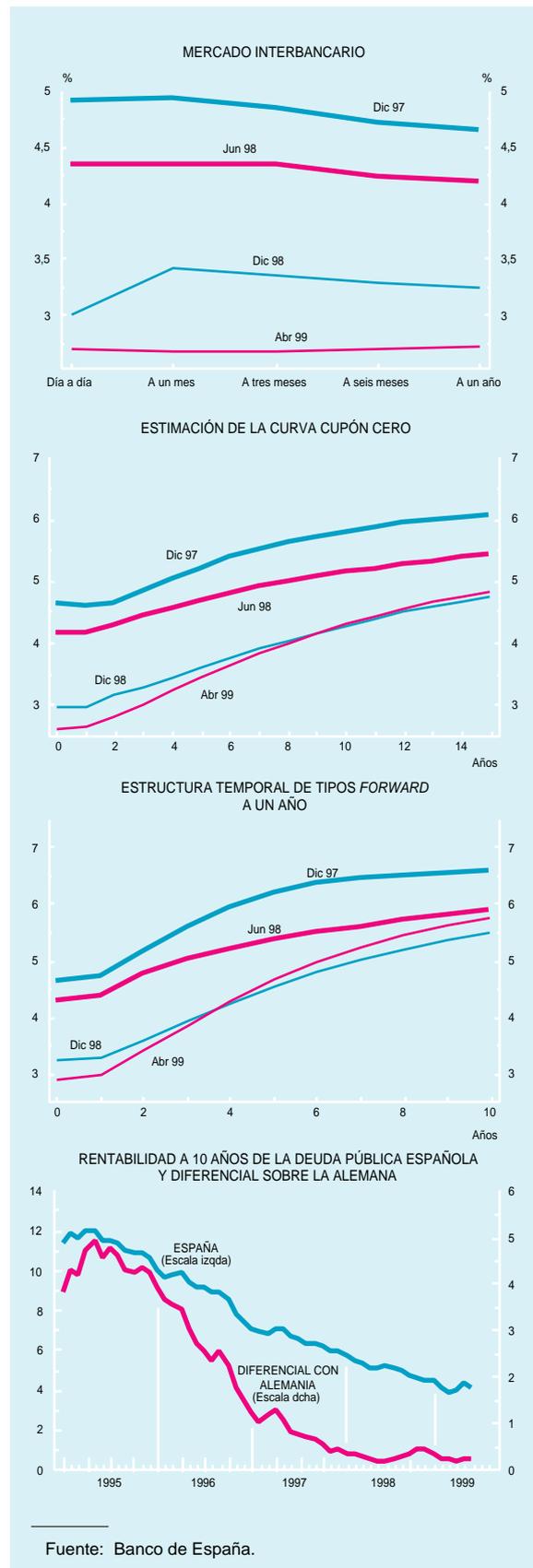
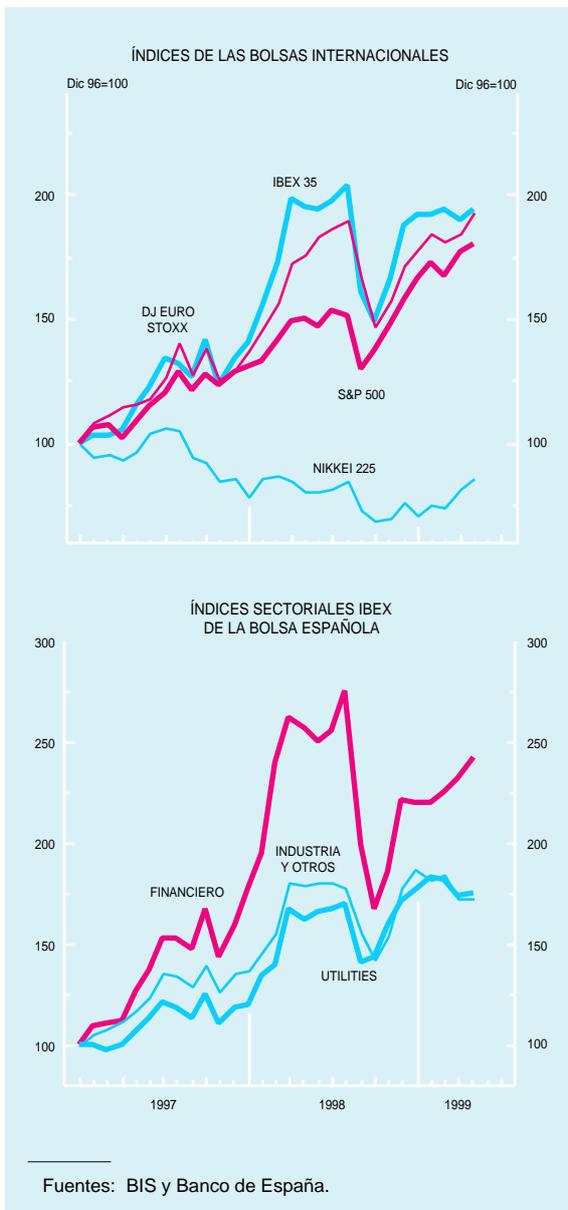


GRÁFICO IV.7

Índices bursátiles



Estado a favor de los plazos más largos, de manera que, a finales de año, la vida media de la deuda pasó de 3,5 a 5 años. Las emisiones netas de las Administraciones Territoriales también experimentaron una desaceleración en relación con los años precedentes, que es atribuible, principalmente, a los activos emitidos por las Comunidades Autónomas. Al igual que en años anteriores, las emisiones se han concentrado en el medio y largo plazo, si bien ha sido en dicho tramo donde se ha localizado la caída del volumen neto emitido.

En los *mercados primarios de renta fija* del resto de sectores residentes, el volumen de

emisiones netas se situó, con 4,8 mm de euros (0,8 billones de pesetas), en un nivel significativamente superior al de años precedentes, lo que permitió ampliar sustancialmente el tamaño de unos mercados que, hasta la fecha, habían tenido un escaso desarrollo en España. El mayor dinamismo de estos mercados durante 1998 se explica, principalmente, por las fuertes emisiones de bonos de titulización llevadas a cabo durante el cuarto trimestre, que se han visto estimuladas, como se comenta en el recuadro IV.3, por la aprobación de una nueva regulación. También resulta destacable la favorable evolución del mercado de pagarés de empresa, que ha vuelto a recuperar un volumen de emisión neto positivo después de verse inmerso en años anteriores en un proceso de caída de los saldos vivos emitidos.

En los *mercados de renta variable* fue donde se observó una evolución más expansiva de la oferta nueva de valores negociables, con un importe superior a los 18 mm de euros (3 billones de pesetas). Esta evolución es atribuible tanto al elevado volumen de las ofertas públicas de venta por segundo año consecutivo —que viene explicado principalmente por las privatizaciones de empresas públicas— como a las ampliaciones de capital —que se situaron en un nivel muy superior al de años precedentes—. Según la información disponible sobre la distribución de las colocaciones, las familias y, en menor medida, los no residentes continuaron absorbiendo una parte significativa de la nueva oferta de acciones.

La evolución durante el pasado año del conjunto de los mercados primarios ha modificado notablemente la distribución de la oferta de valores negociables, lo que se ha plasmado en el menor peso relativo de los activos emitidos por las Administraciones Públicas en favor de los emitidos por las empresas privadas, y en el significativo incremento, en términos absolutos y relativos, de los títulos de renta variable. Esta evolución obedece a un conjunto de factores de diversa índole, que han afectado tanto a la oferta como a la demanda de valores negociables. Por el lado de la oferta, se encuentran la política de privatizaciones y la reducción del déficit público, que han propiciado un fuerte aumento en la oferta de títulos de renta variable y una ralentización de las emisiones del Estado, y la nueva regulación sobre la titulización, que ha ampliado la gama de instrumentos susceptibles de ser titulizados y ha introducido una mayor flexibilidad en este tipo de operaciones. Por el lado de la demanda, la mayor estabilidad de la economía española y la menor rentabilidad nominal de los activos de menor riesgo han estimulado el desplazamiento desde los activos emitidos por el Estado hacia otros con mayor

Emisiones y ofertas públicas de valores negociables

millones de euros

	1995	1996	1997	1998
Emisiones netas	28.151	32.827	19.707	20.530
Renta fija	23.722	30.700	18.716	11.401
Estado	22.832	28.897	15.530	5.493
Administraciones Territoriales	2.013	1.977	2.194	1.064
Entidades de crédito (a)	1.046	793	2.572	1.370
Otros sectores residentes (b)	-2.170	-968	-1.581	3.474
Renta variable	4.429	2.128	992	9.129
Entidades de crédito	577	204	210	4.868
Otros sectores residentes	3.852	1.923	781	4.261
Ofertas públicas de venta y suscripción (c)	1.575	1.376	8.271	9.236
Ofertas públicas de venta	1.575	1.376	8.099	8.852
Privatizaciones	1.260	1.224	7.316	8.138
Resto	315	151	784	714
Oferta públicas de suscripción	0	0	171	385

Fuentes: CNMV y Banco de España.

(a) Las emisiones a corto plazo son los pagarés registrados por la CNMV.

(b) Las emisiones a corto plazo son los pagarés colocados a través de bancos y cajas de ahorros.

(c) Solo incluye el tramo nacional.

rentabilidad esperada y, por consiguiente, con mayor riesgo, como son los de renta variable y los de renta fija emitidos por empresas privadas. Además, la inclusión de algunos de los títulos emitidos por las empresas privadas en las listas de colateral para las operaciones de política monetaria del Eurosistema ha podido impulsar la demanda de estos valores por parte de las entidades de crédito.

En los *mercados secundarios*, los volúmenes de negociación tuvieron una evolución diferenciada según instrumentos y mercados (véase cuadro IV.4). Así, en el mercado de deuda pública en anotaciones los volúmenes continuaron expandiéndose en casi todas las modalidades de negociación, aunque a un ritmo menor al observado en años anteriores. En el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) de renta fija, el importe negociado alcanzó los 43,1 mm de euros (7,2 billones de pesetas), cifra que duplica el registro del año precedente. En el mercado bursátil de renta fija se observó una caída del importe global negociado hasta los 53,1 mm de euros (8,8 billones de pesetas). En contraste, en el mercado de renta variable el volumen negociado siguió avanzando notablemente por tercer año consecutivo, hasta alcanzar los 261,3 mm de euros (43,5 billones de pesetas), un 60 % por encima del importe registrado el año precedente. La evolución ascendente de la negociación en este mercado es una consecuencia del interés creciente de los inversores por esta cla-

se de valores, aunque también se ha visto favorecida, tal como se ha indicado anteriormente, por el fuerte incremento de la oferta de instrumentos negociables.

En los *mercados de derivados*, la evolución de los volúmenes negociados fue diversa según la naturaleza del activo subyacente. Así, la actividad con los contratos que tienen por subyacente activos de renta fija se contrajo significativamente. Esta contracción, que fue especialmente intensa durante el último trimestre de 1998 y que está teniendo continuidad en los primeros meses de 1999, se explica por el hecho de que la elevada correlación entre los tipos de interés en los distintos países del área del euro hace que la negociación con derivados de renta fija tienda a desplazarse a los mercados de mayor dimensión. Por el contrario, la actividad con los contratos que tienen un activo de renta variable como subyacente continuó expandiéndose, siguiendo una pauta muy similar a la del mercado al contado. Como resultado de la evolución conjunta de los dos segmentos mencionados, el volumen global negociado en los mercados MEFF se redujo hasta los 2,7 billones de euros (442,8 billones de pesetas).

Por último, conviene señalar que, desde principios de 1999, en todos los mercados monetarios y de valores se ha producido la redenominación a euros de las cuentas de efectivo y de valores en todo lo que concierne a la contratación, cotización y liquidación. Este proceso

Volúmenes negociados en los mercados monetarios y financieros

millones de euros

	1995	1996	1997	1998
Mercado interbancario de depósitos	2.277.264	2.777.335	2.920.397	3.020.575
Mercado de deuda pública en anotaciones (a) (b)	6.108.092	8.439.412	11.684.348	14.034.492
Contado	1.151.070	1.608.200	2.110.190	2.311.156
<i>Repo</i> y simultáneas	4.922.620	6.800.843	9.544.535	11.700.053
Plazo	34.402	30.369	29.624	23.283
Mercado AIAF de renta fija (a)	15.662	14.929	21.174	43.117
Pagarés	5.103	3.474	4.447	7.933
Bonos simples y de titulización, obligaciones y cédulas hipotecarias	8.877	8.823	10.950	28.758
Bonos matador	1.683	2.632	5.776	6.425
Mercado bursátil de renta fija (a)	31.824	78.071	54.217	53.141
Deuda del Estado	21.264	53.226	21.889	601
Deuda de las Administraciones Territoriales	6.870	21.047	30.045	51.789
Resto	3.690	3.798	2.284	751
Mercado bursátil de renta variable	48.303	77.140	163.265	261.278
SIB	46.428	75.932	160.939	257.846
Corros	1.875	1.208	2.326	3.432
Mercados MEFF de derivados (c)	1.353.045	2.284.027	3.283.376	2.661.316
Renta fija	1.288.570	2.194.385	3.012.657	2.111.987
<i>Corto plazo</i>	413.190	904.866	1.631.754	1.125.443
<i>Medio y largo plazo</i>	875.380	1.289.520	1.380.903	986.543
Renta variable (d)	64.475	89.642	270.719	549.329

Fuente: 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.

(d) No incluye los contratos de opciones sobre valores individuales.

ha coincidido con la entrada en vigor de la reforma de la Ley del Mercado Valores (Ley 37/1998), que adapta a la legislación española diversas directivas comunitarias y abre 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.

IV.4. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Si bien en los últimos años se ha registrado una expansión notable de los mercados financieros organizados, la naturaleza y características del mecanismo de transmisión de la política monetaria siguen dependiendo, en gran parte, del comportamiento y de las decisiones de los intermediarios financieros. El destacado papel que estos desempeñan en la canalización de los flujos de ahorro y financiación les otorga una notable incidencia sobre las decisiones de gasto de los agentes, al tiempo que su actividad está influida muy directamente por las deci-

siones de política monetaria. Por ambas razones, a continuación se analiza el comportamiento del sector, en el que se incluyen, además de las entidades de depósito, otros intermediarios, como los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las empresas de seguro. Para ello, en esta sección se describe la evolución de las principales partidas de la estructura de su balance y, en el caso de las entidades de depósito, se presta también atención a la política de precios y se realiza un breve análisis de su cuenta de resultados.

El volumen de fondos canalizados por los intermediarios financieros —sistema crediticio, instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores, empresas de seguros y fondos de pensiones— volvió a crecer en 1998, alcanzando un valor equivalente al 49 % del PIB, si consideramos la adquisición de activos y pasivos conjuntamente, siendo el ahorro financiero del conjunto de intermediarios financieros un 0,9 % del PIB. Las entidades de depósito y las instituciones de inversión colectiva

El crecimiento de la titulización durante 1998

Como es bien sabido, la titulización de activos consiste en la conversión de los activos que figuran en el balance de una determinada entidad en valores susceptibles de ser transmitidos, cedidos o vendidos. Este proceso, que ha alcanzado un elevado nivel de expansión en los principales mercados financieros, ha tenido un desarrollo tardío y bastante lento en España. El año 1998 podría marcar, sin embargo, un punto de inflexión en esta dinámica. Este recuadro resume las principales razones que podrían explicar este cambio, al tiempo que muestra y pone en perspectiva el crecimiento reciente de este mercado.

En 1998 se aprobó el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, que incorporaba tres novedades que, al menos potencialmente, podían suponer un importante estímulo para este mercado. En primer lugar, se ampliaba considerablemente el rango de activos susceptibles de ser titulizados. En segundo lugar, se sentaban las bases para mejorar la solvencia de los fondos de titulización, al admitirse en su pasivo, junto a los bonos de titulización, préstamos de entidades de crédito e inversores institucionales, cuyo carácter es subsidiario con respecto a aquellos.

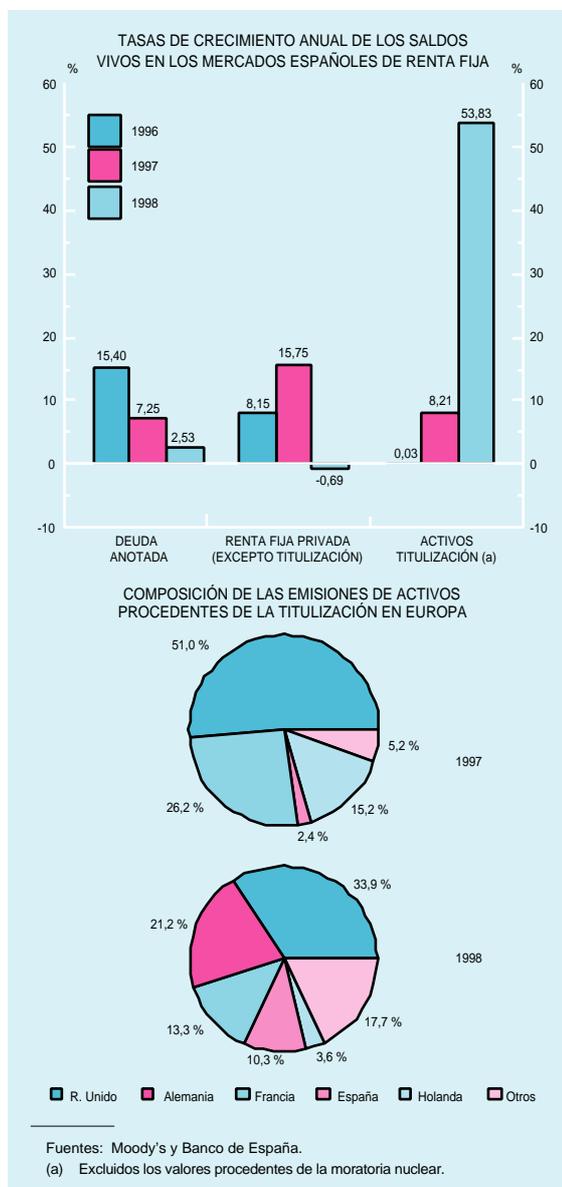
Estos cambios legales, además, se produjeron en un contexto en el que una serie de factores configuraba un marco propicio para el desarrollo de este mercado en España. Así, por el lado de la demanda, el creciente proceso de «institucionalización» del ahorro impulsaba considerablemente la demanda de valores negociables en nuestro país, al tiempo que la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento sentaba las bases para que la deuda pública fuera reduciendo de manera progresiva su peso relativo en los mercados financieros españoles. Asimismo, la creciente estabilidad de la economía española y la consecuente reducción de la rentabilidad nominal ofrecida por los activos de menor riesgo comenzaban a incentivar también el desplazamiento hacia estrategias de inversión que conllevaban un mayor riesgo. Aunque todos estos factores apuntan hacia una mayor demanda de títulos de renta fija privada, en general, los bonos de titulización podrían verse particularmente beneficiados, dada la escasa tradición emisora de las pequeñas y medianas empresas no financieras españolas.

Por el lado de la oferta, el principal atractivo de la titulización para las entidades financieras, principales motores del proceso, radica en las oportunidades que les brinda para flexibilizar la estructura de sus balances. Esta mayor flexibilidad resultaba especialmente atractiva en un marco de creciente competencia como el que se registra en el seno de la UEM. Asimismo, la titulización de activos les permitía incrementar sus carteras de activos elegibles como colateral para los créditos de política monetaria.

En definitiva, a mediados de 1998 empezaba a vislumbrarse la expansión del mercado español de valores procedentes de la titulización. Los primeros datos disponibles sobre su desarrollo durante 1998 y el primer trimestre del año en curso confirman esta tendencia. A finales de 1998, el saldo vivo total ascendía a 13,4 mm de euros, de los que 12,8 corresponden a la titulización de activos procedentes de intermediarios financieros. Estas cifras suponen una tasa de crecimiento del 45 % con respecto al año anterior. El contraste con el crecimiento correspondiente a años anteriores resulta aún más marcado para los activos procedentes de los intermediarios financieros (crecimiento del 54 % en 1998) y, dentro de estos, para los bonos de titulización, cuyo saldo vivo se ha multiplicado por 3,5. Las previsiones para el primer trimestre de 1999 acentúan esta evolución.

Con objeto de poner este fuerte crecimiento en perspectiva, el gráfico permite compararlo, respectivamente, con el crecimiento del resto de los mercados de renta fija nacionales y con el crecimiento de la titulización en los países europeos. Como muestra la parte superior del mismo, el crecimiento de los activos procedentes de la titulización durante 1998 ha sido superior no solo al crecimiento de otros activos de renta fija privada, sino también al de los valores negociados en el mercado de deuda anotada. El gráfico muestra también los primeros síntomas de la pérdida de peso relativo del mercado de deuda anotada, así como el escaso desarrollo de la renta fija privada distinta de la originada en la titulización. La parte inferior del gráfico, por su parte, muestra que en 1998 las nuevas emisiones correspondientes al mercado español supusieron algo más del 10 % del total de las emisiones en los mercados europeos (que ascendieron a casi 47 mm de dólares), frente a una participación de tan solo el 2,4% en el año anterior.

En definitiva, el año 1998 parece marcar un punto de inflexión en el hasta ahora lento desarrollo de la titulización en nuestro país. Dada la escasa tradición emisora de las empresas españolas, el crecimiento de este mercado resulta particularmente importante en el contexto actual de previsible crecimiento de la demanda de títulos de renta fija privada, aunque todavía se encuentra a gran distancia de los principales mercados financieros españoles. Así, su saldo vivo a finales de 1998 queda aún lejos de los 46 mm de euros correspondientes al resto del mercado de renta fija privada (bonos matador incluidos), y mucho más de los casi 238 mm correspondientes a la deuda anotada o los más de 286 mm de la capitalización bursátil.



Activos procedentes de la titulización en España. Saldos vivos

Año	Cédulas hipotecarias (1)	Bonos titulización (a) (2)	Total entidades financieras (3)=(1)+(2)	Moratoria nuclear (4)	Total (3)+(4)
1995	6.495	1.203	7.698	0	7.698
1996	6.704	996	7.700	1.208	8.908
1997	6.910	1.422	8.332	926	9.258
1998	7.783	5.035	12.818	595	13.413
1999.I (p)	7.777	7.140	14.917	505	15.422

Fuente: Banco de España.
(a) Incluye activos a corto plazo.

fueron los intermediarios que más aportaron al crecimiento de las operaciones financieras del sector —algo más de un 80 %—. Del resto de intermediarios financieros, fueron las sociedades y agencias de valores las que registraron un mayor incremento en el volumen de operaciones.

IV.4.1. Las entidades de depósito

La marcha de las entidades de depósito queda reflejada en la evolución del balance y de la cuenta de resultados. Por lo que al primero se refiere, la *actividad* de las entidades de depósito en 1998 se caracterizó, un año más, por el fuerte crecimiento de la inversión crediticia y por la necesidad de obtener recursos para financiar dicho crecimiento, habida cuenta del menor avance de los depósitos que vino propiciado por el mayor atractivo de los fondos de inversión. En consecuencia, el endeudamiento en moneda extranjera, principalmente a través de préstamos concedidos por entidades de crédito no residentes, continuó siendo una de las principales fuentes de recursos de las entidades, aunque su incremento se vio mitigado por la recuperación de la financiación procedente del mercado interno y del Banco de España, cuyo ritmo de expansión se situó en línea con el crecimiento medio del balance.

Atendiendo a las diversas partidas que componen el *activo*, fue la inversión crediticia normal, que no incluye el saldo de créditos dudosos, la que experimentó un mayor crecimiento en 1998 —el 14,9 % en media anual—, superando de forma notable el 8 % de la expansión del balance medio. Con ello, la participación del crédito en el activo total medio de las entidades de depósito aumentó en 2,4 puntos (véase cuadro IV.5). El componente que contribuyó en mayor medida a este dinamismo fue el crédito al sector privado —«otros sectores residentes»—, que incrementó su peso en el balance medio en algo más de 3 puntos, registrando una expansión del 17,6 % en media anual. El crédito a no residentes mostró también un notable avance en 1998, si bien su contribución al crecimiento de la inversión crediticia fue mucho menor. El crédito concedido a las Administraciones Públicas mantuvo, en cambio, tasas de variación negativas, continuando así el retroceso iniciado en 1997.

Otro hecho destacable es que, durante el pasado año, tuvo lugar una cierta recomposición entre la inversión crediticia en pesetas y la denominada en moneda extranjera, ya que el descenso de los tipos de interés en los mercados internos y las perspectivas de estabilidad del

tipo de cambio favorecieron la demanda de financiación en pesetas. Durante 1998, todas las modalidades de crédito experimentaron fuertes crecimientos, con la excepción del descuento comercial, que, no obstante, aumentó su crecimiento en relación con el ejercicio anterior. El componente más dinámico continuó siendo el crédito con garantía real al sector privado residente, que creció a un ritmo del 20,3 % en media anual.

A diferencia de lo sucedido con el crédito, la participación de la cartera de títulos en el activo total medio de las entidades de depósito disminuyó nuevamente en 1998. Esta evolución fue el resultado, fundamentalmente, del descenso en el saldo de deuda del Estado, cuyo peso en el balance cayó en 1,2 puntos (véase cuadro IV.5). Por el contrario, la cartera de títulos de renta variable registró un notable crecimiento, como consecuencia del aumento de las participaciones en empresas del grupo y de otro tipo de participaciones.

Entre las restantes partidas del activo, la evolución más significativa se produjo en las posiciones en el mercado interbancario, que incluye las cuentas a plazo y las adquisiciones temporales frente a otras entidades de crédito residentes y no residentes, tanto en pesetas como en moneda extranjera. Dichas posiciones tuvieron un avance muy por debajo de la expansión media del activo total, debido a la disminución del saldo de las cuentas a plazo, fundamentalmente frente a entidades no residentes. La recuperación que se produjo en 1998 en las adquisiciones temporales compensó solo parcialmente dicho descenso, de manera que la participación interbancaria en el activo total descendió en 1,3 puntos (véase cuadro IV.5). Las restantes partidas del activo crecieron a un ritmo similar al del balance medio, de forma que apenas modificaron su peso en el mismo.

Por lo que se refiere a la evolución del *pasivo* de las entidades de depósito, en 1998 se mantuvieron algunos de los rasgos más característicos del año anterior, si bien de una forma más mitigada. Así, continuó el crecimiento de los préstamos interbancarios en moneda extranjera —concedidos, en su mayoría, por entidades de crédito no residentes—, que incrementaron su peso en el balance en 0,6 puntos, frente al aumento de 1,8 puntos que habían registrado en 1997. Paralelamente, la financiación obtenida en los mercados internos, procedente del Banco de España y de otras entidades de crédito, mantuvo prácticamente su peso en el balance medio, en contraposición a lo ocurrido en 1997, cuando su participación se redujo en 1,6 puntos.

Entidades de depósito
Estructura de balance y cuenta de resultados

% sobre balance medio

	Total (a)		Bancos		Cajas	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
ACTIVO:						
Caja y bancos (b)	2,2	2,2	1,7	1,8	2,3	2,2
Activos del mercado interbancario (c)	26,5	25,2	32,0	31,0	16,7	15,2
Crédito	44,8	47,2	41,2	42,9	51,1	54,2
AAPP	4,3	3,4	3,9	3,2	5,3	3,9
Otros sectores residentes	36,1	39,3	31,6	33,7	43,6	48,3
No residentes	3,1	3,6	4,6	5,3	0,5	0,8
Activos dudosos	1,3	0,9	1,1	0,7	1,7	1,2
Cartera de valores	20,6	19,6	19,3	18,5	23,8	22,3
Del cual:						
Deuda pública	12,9	11,7	11,5	10,6	16,0	14,1
Renta variable	3,8	4,1	3,9	4,1	3,7	4,3
Resto activo (d)	5,9	5,8	5,8	5,8	6,1	6,0
PASIVO:						
Pasivos ECA y Banco de España (e)	30,4	31,0	41,7	41,7	10,7	12,8
Pesetas	19,1	9,0	25,3	25,0	8,2	8,8
Moneda extranjera	11,3	11,9	16,4	16,7	2,5	4,0
Cesión de activos a otros sectores residentes	11,2	10,8	9,5	9,1	15,2	14,6
Otros recursos de clientes	45,5	45,3	35,9	36,0	61,7	60,1
Acreedores: AAPP	2,3	2,3	2,3	2,2	2,4	2,4
Acreedores: Otros sectores residentes	36,7	36,3	25,5	25,7	55,3	53,3
Acreedores: No residentes	4,8	4,9	6,5	6,7	1,9	1,9
Empréstitos	1,7	1,7	1,6	1,4	2,1	2,5
Recursos propios, fondos especiales y otras cuentas	12,8	12,9	13,0	13,2	12,4	12,5
Del cual:						
Financiación subordinada	1,5	1,6	2,0	2,1	0,6	0,8
(+) Productos financieros	6,67	5,70	6,50	5,62	6,94	5,82
(-) Costes financieros	4,25	3,39	4,56	3,70	3,74	2,88
Margen de intermediación	2,42	2,31	1,94	1,91	3,20	2,94
(+) Comisiones	0,60	0,67	0,62	0,68	0,58	0,64
(+) Resultados operaciones financieras	0,20	0,14	0,24	0,13	0,13	0,15
Margen ordinario	3,22	3,12	2,80	2,73	3,91	3,73
(-) Gastos de explotación	2,08	2,01	1,85	1,78	2,45	2,38
Margen de explotación	1,14	1,11	0,94	0,95	1,46	1,35
(-) Saneamientos y dotaciones	0,42	0,40	0,34	0,38	0,55	0,46
(+) Otros resultados	0,17	0,22	0,14	0,19	0,25	0,30
Resultados antes de impuestos	0,90	0,93	0,74	0,76	1,16	1,19
PRO MEMORIA:						
Resultados antes de impuestos						
(% sobre recursos propios)	15,58	16,23	13,74	14,75	18,45	18,52
Total balance medio (millones de euros)	831.897	898.838	533.771	572.224	271.507	297.243

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.

(b) Incluye: Caja y bancos centrales (excepto adquisiciones temporales) y ECA (excepto: cuentas a plazo, adquisiciones temporales y préstamos de valores).

(c) Incluye: ECA (cuentas a plazo, adquisiciones temporales y préstamo de valores).

(d) Incluye: inmovilizado y otras cuentas de activo.

(e) Incluye toda la financiación proveniente de ECA y el Banco de España.

GRÁFICO IV.8

Tipos de interés bancarios Bancos y cajas de ahorros

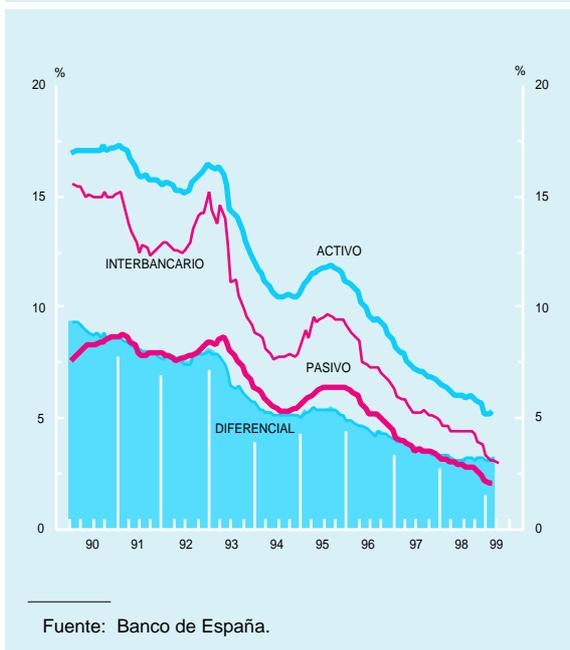
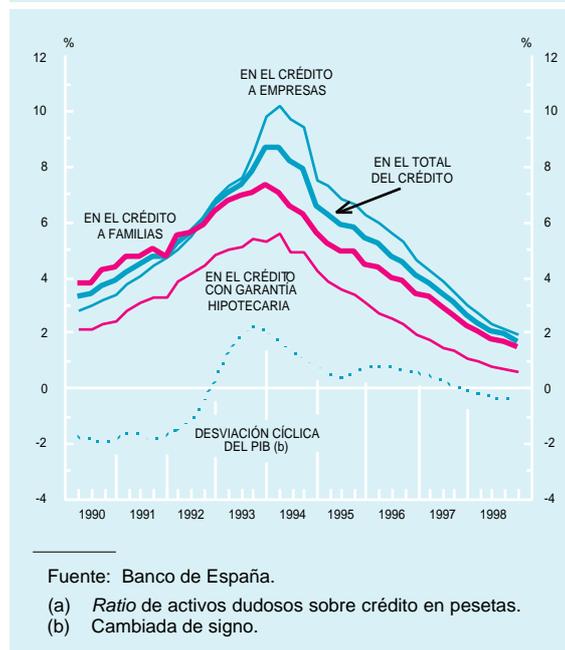


GRÁFICO IV.9

Activos dudosos y ciclo económico (a) Bancos y cajas de ahorros



Un aspecto que diferencia la financiación de las entidades de depósito en los dos últimos años es la modificación en la estructura de los recursos captados de clientes. Si, hasta 1997, las cesiones al sector privado residente incrementaron de forma apreciable su peso en el balance medio, en 1998 tuvo lugar una moderación en su ritmo de crecimiento, que fue del 4,1 % en media anual. Este proceso está muy relacionado con el descenso en el patrimonio de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) —aspecto que se comenta más adelante—, así como con el reducido volumen de la cartera de títulos públicos en poder de las entidades de depósito que está disponible para ser cedido. Los recursos procedentes del sector privado materializados en depósitos dieron muestras, en cambio, de una notable recuperación, al aumentar casi el 7 %, en media anual, superando claramente el 2,7 % del año anterior. Esta aceleración, que, sin embargo, fue claramente insuficiente para cubrir la expansión crediticia, se debió, principalmente, al comportamiento de la banca privada, ya que los depósitos de las cajas de ahorros registraron solo un avance del 5,4 %. Las sucursales en el extranjero desempeñaron un importante papel en este proceso, ya que captaron más del 40 % del incremento en los depósitos del sector privado residente en los intermediarios bancarios. Una parte importante de dichos fondos parece proceder de compañías de seguros y empresas no financieras españolas. En línea con lo sucedido en años anteriores, hubo una evolución

dispar de las diversas modalidades de depósitos: mientras las cuentas corrientes y los depósitos de ahorro experimentaron un fuerte crecimiento, los depósitos a plazo, en pesetas y en moneda extranjera, apenas variaron.

En relación con la *política de precios* de las entidades, que es un determinante básico de la evolución de la cuenta de resultados, los tipos de interés establecidos por las entidades bancarias continuaron descendiendo durante 1998, en consonancia con la disminución que tuvo lugar en los mercados monetarios y de deuda pública. No obstante, las reducciones en los tipos sintéticos de las operaciones de activo y pasivo fueron más moderadas que en 1997. A diferencia de lo ocurrido entonces, en el pasado año ambos experimentaron descensos de magnitud similar, de manera que el diferencial entre los tipos sintéticos de activo y de pasivo tendió a estabilizarse en 1998 (véase gráfico IV.8), tras varios años en los que había ido estrechándose de forma paulatina.

El análisis de la *cuenta de resultados* en 1998 permite apreciar una moderación en el ritmo de descenso del margen de intermediación en relación con el balance, si bien los costes financieros siguieron cayendo menos que los productos financieros. No obstante, se detectaron notables diferencias entre los bancos y las cajas de ahorros. Así, en el caso de estas últimas, el deterioro del margen de intermediación fue mucho más intenso.

La caída en el margen de intermediación total se trasladó casi plenamente al margen ordinario, ya que la favorable evolución de las comisiones fue compensada por el descenso en los resultados por operaciones financieras. Las comisiones que registraron un mayor avance continuaron siendo las procedentes de la comercialización de productos no bancarios, como fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros.

En 1998, el margen de explotación del conjunto de bancos y cajas de ahorros experimentó una nueva reducción en relación con el activo total medio, aunque esto fue el resultado de un mantenimiento del margen, en el caso de los bancos, y de un notable descenso del mismo, en el de las cajas de ahorros. En conjunto, la disminución del margen de explotación de las entidades de depósito en relación con el balance fue algo más moderada que el año anterior. Un elemento que explica, en parte, este hecho es el menor ritmo de crecimiento de los gastos de explotación en 1998 (4,4 %, frente a 5,2 % en 1997), si bien se sitúa aún por encima de los valores alcanzados en ejercicios anteriores. En los últimos años, el incremento de los gastos de explotación ha venido determinado por la evolución de los gastos de personal. En 1998, sin embargo, dichos gastos registraron una ralentización mayor que la partida total de gastos de explotación, siendo los gastos generales los que se aceleraron en relación con los últimos años. Las inversiones realizadas para adecuar los sistemas informáticos a la introducción del euro y al efecto del año 2000 —que se manifestaron en un fuerte avance de las partidas de «informática» y «comunicaciones» en 1998— explican, casi en su totalidad, dicha aceleración. El resultado de esta evolución ha sido un ligero descenso en la proporción que suponen los gastos de explotación en relación con el margen ordinario, recobrando así la pauta de los últimos años, que había sido interrumpida en 1997.

La magnitud de las dotaciones para saneamientos y fondos especiales por unidad de activo disminuyó en 1998 el ritmo de descenso que les había caracterizado en los últimos cinco años. Esta evolución se explica, tanto por el aumento de las dotaciones a los fondos de fluctuación de valores como por el menor ritmo de descenso de las dotaciones destinadas a incrementar los fondos para insolvencias. No obstante, a pesar del incremento de los saneamientos y dotaciones, su peso en el balance medio volvió a reducirse el pasado año. Este hecho, junto con el crecimiento de otros resultados, fundamentalmente por ventas de valores que tenían el carácter de inmovilizaciones financieras, permitió un aumento del resultado antes de impuestos superior al del balance medio.

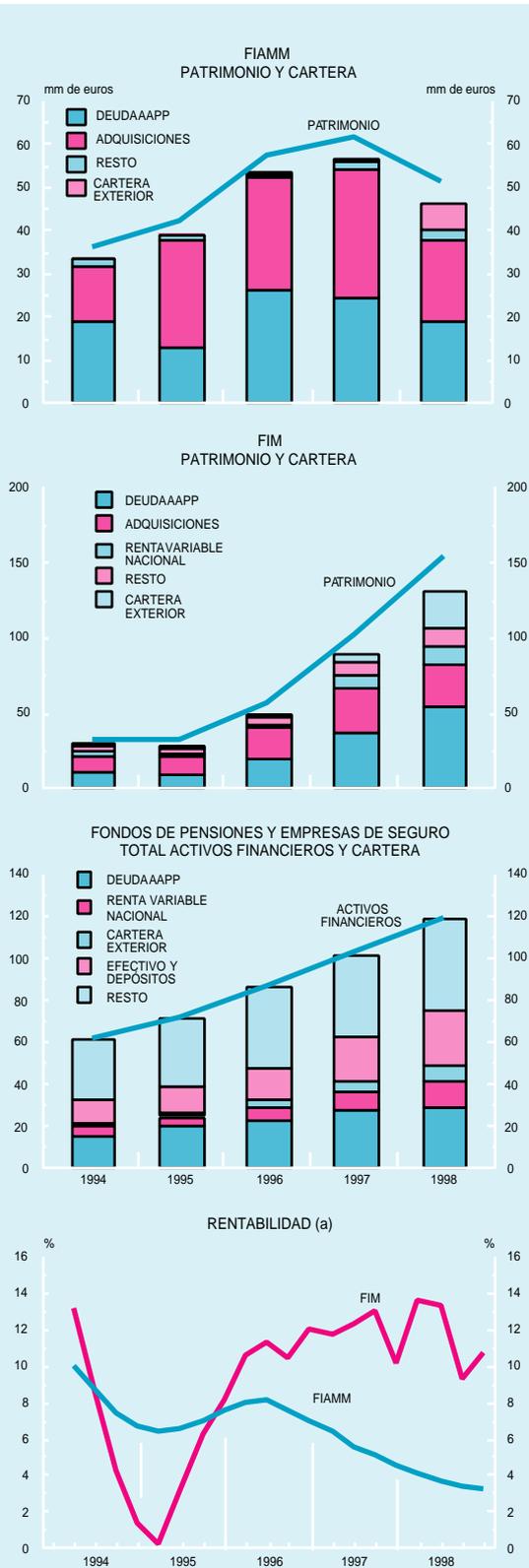
El análisis de la cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998 confirma, una vez más, un fenómeno que viene produciéndose desde hace varios años. A pesar de la reducción de los márgenes en relación con el tamaño del balance, el resultado antes de impuestos por unidad de activo sigue incrementándose; en efecto, si en 1994 dicho resultado representaba un 0,75 %, en 1998 equivalía al 0,93 %. Un factor decisivo a la hora de explicar este comportamiento es el descenso en las dotaciones para saneamientos en relación con el balance medio derivado de la importante reducción en los índices de morosidad (véase gráfico IV.9), aunque parece poco probable que dicha tendencia pueda mantenerse por mucho más tiempo, dados los muy bajos índices alcanzados. No obstante, existen otros factores que hacen que las expectativas de rentabilidad futura sean moderadamente optimistas. Por un lado, la rentabilidad bruta sobre recursos propios mantuvo en 1998 la tendencia ascendente de los últimos años, hasta situarse en el 16,23 %. Por otro, la mejora de las *ratios* de rentabilidad de los estados consolidados refleja la importante aportación de las filiales al resultado de los grupos bancarios, entre las que destacan las gestoras de los fondos de inversión y las entidades financieras adquiridas en Latinoamérica. El recuadro IV.4 aporta información específica sobre el proceso de internacionalización de la actividad de las entidades de crédito españolas y sobre la forma en que se están afrontando los riesgos que se derivan de dicha actividad.

IV.4.2. Otros intermediarios financieros

En los últimos años ha tenido lugar un importante desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios. En este grupo de intermediarios se encuentran: instituciones de inversión colectiva que realizan una gestión profesionalizada de la cartera de una gran pluralidad de inversores (por ejemplo, los fondos de inversión mobiliaria); entidades de capitalización y ahorro, cuyos rendimientos se destinan a la cobertura de la jubilación (fondos de pensiones); e instituciones que ofrecen productos destinados a cubrir ciertas contingencias o riesgos (empresas de seguro). Este conjunto de instituciones constituye una alternativa relevante para la colocación del ahorro de los agentes económicos y sus decisiones tienen influencia en los mercados financieros, dado el volumen de recursos que gestionan. Por estos motivos, el presente epígrafe se dedica a analizar la evolución reciente del patrimonio e inversiones de este conjunto de intermediarios, también conocidos como *inversores institucionales*.

GRÁFICO IV.10

Inversores institucionales



Fuentes: CNMV y Banco de España.

(a) Rentabilidad acumulada en los últimos doce meses.

El patrimonio de los *fondos de inversión* se expandió fuertemente en 1998, alcanzando un nivel de 203,8 mm de euros (33.905 mm de pesetas) al finalizar el año, tras haber registrado un incremento de 41,3 mm de euros (6.876 mm de pesetas). Este aumento fue inferior al ocurrido en 1997, aunque similar al que tuvo lugar en 1996. Un rasgo característico de la evolución de los fondos en 1998 fue el comportamiento claramente diferenciado del patrimonio de los FIAMM y el del resto de fondos de inversión mobiliaria (FIM) (véase gráfico IV.10). Los primeros experimentaron un descenso de 10,5 mm de euros en el valor del patrimonio, mientras que en los segundos este aumentó en 51,8 mm de euros. Tras esta evolución subyacen dos fenómenos de muy diversa naturaleza: la revalorización de los FIM como consecuencia del descenso de tipos de interés; y, sobre todo, un comportamiento muy diferente en el volumen de suscripciones netas, que fueron negativas en el caso de los FIAMM, frente a una suscripción neta positiva en el caso de los FIM (véase cuadro IV.6). El descenso en la rentabilidad que han venido ofreciendo los fondos en activos del mercado monetario en los últimos años (véase gráfico IV.10) y la expectativa de que el diferencial de rentabilidad proporcionado por los FIM siga siendo positivo en el futuro fueron, probablemente, las principales razones que explicarían las diferentes pautas observadas en los recursos captados por uno y otro tipo de fondos.

Un segundo aspecto que caracterizó la evolución de los fondos de inversión mobiliaria en 1998 fue la expansión de los fondos de inversión en renta variable y los fondos internacionales, que a final de año representaban un 12 % y un 10 %, respectivamente, del patrimonio total gestionado por los fondos de inversión, mientras que, a finales de 1997, solo representaban un 9 %, los primeros, y un 3 %, los segundos. Los fondos garantizados también incrementaron su peso a lo largo del año.

En 1998 se produjeron, además, cambios de importancia en la composición de la cartera de los fondos de inversión. Tanto los FIM como los FIAMM redujeron la participación de las adquisiciones temporales en el total de su cartera (véase gráfico IV.10) e incrementaron el peso de las inversiones en activos emitidos por emisores extranjeros. Esta recomposición en las inversiones de los fondos se ha debido, entre otros factores, a la escasez de títulos de deuda pública en las carteras de las entidades de depósito disponibles para ser cedidos y a la insuficiencia, en general, de una oferta amplia de valores negociables nacionales con que satisfacer la creciente demanda de este tipo de activos por parte de los inversores institucionales espa-

El proceso de internacionalización de las entidades bancarias españolas

En los últimos años, la progresiva liberalización de los movimientos de capital, la creciente globalización de la actividad económica y financiera, y el proceso de consolidación del mercado único de servicios financieros en Europa, han provocado una tendencia general hacia un mayor grado de internacionalización de la actividad de las entidades bancarias, que se ha reflejado en un aumento del peso relativo en sus balances de la actividad con no residentes y/o en moneda extranjera.

El sistema bancario español no ha sido ajeno a esta tendencia. Como muestra el cuadro adjunto, la actividad con no residentes y/o en moneda extranjera de las entidades bancarias españolas ha aumentado su peso relativo en los epígrafes más significativos de sus balances. No obstante, si no se considera la actividad realizada a través de filiales, el incremento de la actividad internacional es limitado y se ha concentrado, especialmente, en dos actividades: la financiación interbancaria y, en menor medida, la actividad de préstamo y depósito. Además, el crecimiento de ambas ha estado más influido por factores específicos del sistema bancario español que por los factores que han impulsado el proceso de internacionalización global.

Sin embargo, si se toma en consideración la actividad realizada a través de las filiales extranjeras de grupos bancarios españoles, el grado de internacionalización aumenta significativamente, registrándose incrementos de casi seis puntos porcentuales en los activos y de casi nueve puntos en los recursos obtenidos entre 1995 y 1998. El incremento de la actividad internacional ha sido mucho más intenso en el grupo de bancos y, dentro de este, han sido las entidades de mayor dimensión las que han originado gran parte de este incremento, hasta el punto de concentrar hasta el 70 % de la actividad internacional del sistema bancario español.

Estos datos ponen de manifiesto que el proceso de internacionalización del sistema bancario español se ha realizado, principalmente, a través de la adquisición de filiales en el exterior, y no mediante la actuación directa de las entidades bancarias españolas. De hecho, el principal factor que ha impulsado el aumento de la actividad internacional de los principales grupos bancarios españoles ha sido el proceso de expansión en los mercados financieros latinoamericanos mediante la adquisición de participaciones mayoritarias de entidades financieras radicadas en dichos países. El aumento de la presencia de los bancos españoles en la zona responde a una estrategia orientada a consolidar inversiones a largo plazo que se han materializado, principalmente, en participaciones mayoritarias que les permitan controlar la gestión de las entidades. Por otro lado, los fondos de comercio originados como consecuencia de las adquisiciones están siendo amortizados aceleradamente y se están cubriendo el riesgo de cambio y el riesgo-país asociados a estas inversiones. Por último, la situación financiera de las entidades participadas es, en general, sólida, ya que las inversiones se han concentrado en las entidades mejor situadas en sus respectivos sectores. Todo lo anterior contribuye a limitar los riesgos asociados a estas inversiones.

En el futuro es de esperar que el grado de internacionalización del sistema bancario español continúe aumentando, ya que, pese a todo, aún se sitúa en unos niveles bajos en comparación con los de otros países europeos —aproximadamente, la mitad que Francia o Alemania—. La principal razón de estas diferencias de nivel radica en la escasa importancia de la actividad con el exterior en las entidades bancarias de menor dimensión. Junto con las inversiones en países emergentes, es muy probable también que, a medida que los mercados financieros europeos vayan aumentando su grado de integración, las entidades bancarias españolas incrementen sus negocios con entidades y clientes radicados en otros países de la zona del euro.

Ciertamente, el incremento de la actividad internacional hace más difícil el control de los riesgos asociados al negocio bancario, al extenderse estos a varios países y mercados con regulaciones y prácticas muy distintas. Además, el conocimiento de los nuevos mercados es comparativamente menor, se incrementan los riesgos de cambio en el caso de mercados fuera de la zona del euro, y, en muchos casos, se opera en economías con niveles de riesgo-país más elevados. Por todo ello, este proceso está exigiendo un refuerzo de los mecanismos de control de riesgos, tanto por parte de las propias entidades como por parte de las autoridades supervisoras. Sin embargo, dicho proceso también permitirá a los intermediarios bancarios una mayor diversificación de sus fuentes de financiación y de sus inversiones.

Internacionalización del sistema bancario español (a)

	1995	1996	1997	1998
EXCLUYENDO FILIALES. EN PORCENTAJE SOBRE ACTIVIDAD TOTAL:				
Actividad con no residentes				
Créditos (b)	7,27	7,75	9,20	9,88
Depósitos (b)	8,41	8,68	8,80	9,58
Entidades de crédito: cuentas de activo	46,24	44,84	40,42	39,06
Entidades de crédito: cuentas de pasivo	28,39	35,23	40,45	41,94
Total actividad con no residentes (c)	19,34	19,23	19,78	19,94
Actividad en moneda extranjera				
Créditos (b)	7,65	8,43	9,88	10,52
Depósitos (b)	5,47	5,41	6,12	7,66
Actividad con entidades de crédito (d)	31,24	32,37	35,74	34,17
Total balance	15,31	15,52	16,62	16,09
INCLUYENDO FILIALES. EN PORCENTAJE SOBRE TOTAL BALANCE:				
Actividad con no residentes				
Total activos (e)	21,58	22,36	26,78	27,22
Filiales	3,35	4,72	9,97	10,63
Directos	18,91	18,45	17,80	17,44
Total recursos (e)	16,24	19,46	24,09	25,14
Filiales	2,57	3,03	5,62	5,65
Directos	13,66	16,43	18,47	19,49
PRO MEMORIA. EN PORCENTAJE SOBRE TOTAL BALANCE:				
Bancos				
Total activos (e)	27,59	29,62	36,66	37,52
Total recursos (e)	21,99	27,29	33,88	35,57
Cajas de ahorros				
Total activos (e)	9,33	8,21	7,45	8,67
Total recursos (e)	4,53	4,21	4,91	6,36

- (a) Bancos y cajas de ahorros.
- (b) Se excluyen las operaciones con entidades de crédito.
- (c) El total está calculado para todos aquellos epígrafes en los que haya desagregación sobre la actividad con no residentes.
- (d) Suma de las cuentas de activos y pasivo con entidades de crédito.
- (e) Incluye también la actividad con entidades de crédito.

Fondos captados por otros intermediarios financieros

millones de euros

	1995	1996	1997	1998	1998 Saldos
Total	8.003	41.390	52.692	—	—
Fondos de pensiones (variac. patrimonio)	2.682	4.270	4.500	5.253	27.147
Empresas de seguro (variac. provis. matemáticas)	5.351	6.343	7.905	—	—
Fondos de inversión mobiliaria (suscr. netas) (a)	-30	30.777	40.287	28.166	203.774
<i>FIAMM</i>	3.237	11.668	1.532	-12.267	50.643
<i>FIM</i>	-3.267	19.109	38.755	40.433	153.131
PRO MEMORIA:					
Entidades de depósito (variac. recursos clientes) (b)	45.286	24.491	32.160	24.858	519.250
Entidades de depósito (variac. recursos otros s. residentes) (c)	43.399	21.084	25.339	15.795	434.922

Fuentes: Banco de España (*Cuentas financieras anuales*), Dirección General de Seguros, INVERCO y CNMV.

- (a) En la columna de saldos se presenta el valor del patrimonio.
 (b) Incluye el total de las partidas de acreedores y empréstitos.
 (c) Incluye acreedores de otros sectores residentes.

ños. Por otra parte, la crisis financiera internacional indujo a los gestores de fondos a moderar el crecimiento de la cartera de renta variable y, ante la ya mencionada escasez de valores en el mercado nacional, se produjo un fuerte incremento en la cartera exterior de títulos de renta fija.

Por lo que se refiere a los *fondos de pensiones*, su patrimonio continuó creciendo a ritmos elevados en 1998. Según la información que proporcionan la Dirección General de Seguros e INVERCO, el patrimonio de los fondos de pensiones aumentó casi un 25 % en el último año, lo que supuso un incremento próximo a los 5,3 mm de euros (900 mm de pesetas) (véase cuadro IV.6). Esta cifra, si bien representa un volumen de captación de fondos relativamente reducido, en comparación con el de otros intermediarios financieros como los fondos de inversión, constituye, no obstante, un valor importante en términos absolutos y de magnitud comparable a las variaciones que han registrado las provisiones matemáticas de las empresas de seguro en años anteriores (véase cuadro IV.6).

De acuerdo con los últimos datos disponibles sobre el balance de las *empresas de seguros*, que corresponden al ejercicio 1997, las provisiones matemáticas de este sector mantuvieron un crecimiento estable, próximo al 22 %,

en los tres últimos años para los que existe información. Las estimaciones disponibles para 1998 indican un incremento bastante más moderado, que podría explicarse por la actitud de espera de algunos inversores en contratar primas de seguro individuales con el fin de beneficiarse del trato fiscal más favorable que la última reforma del IRPF concede a este tipo de operaciones.

De acuerdo con la información de las *Cuentas financieras anuales*, la estructura de los activos financieros de los fondos de pensiones y las empresas de seguro se caracteriza por el elevado peso de las inversiones en renta fija, que, no obstante, han ido disminuyendo su importancia en los últimos tres años para los que se dispone de información completa (véase gráfico IV.10). Por el contrario, los depósitos bancarios y los títulos de renta variable han ido ganando en importancia. Asimismo, la información disponible para el año 1998 sobre la cartera de los fondos de pensiones sugiere que ha tenido lugar una cierta recomposición hacia activos exteriores en la cartera de títulos de renta fija y variable para el conjunto del sector —la cartera exterior de los fondos de pensiones alcanzó un 18 %, en 1998—. Paralelamente, los títulos de renta variable de estos intermediarios incrementaron también su participación en el total, desde el 8,6 % en 1996, hasta el 23 % en 1998.

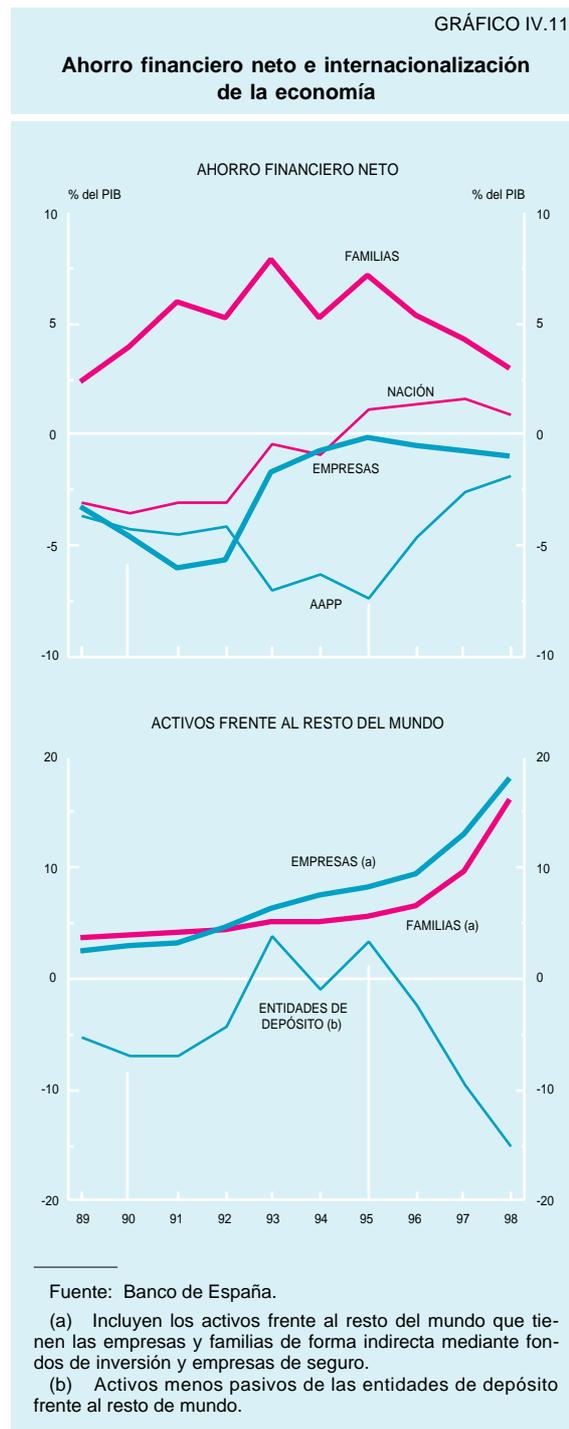
La significativa recomposición en las inversiones de este conjunto de intermediarios financieros hacia activos exteriores y títulos de renta variable que se deduce de la información disponible para el año 1998 indica el inicio de un proceso de mayor diversificación internacional en sus carteras y la búsqueda de rentabilidades más elevadas que las que proporcionan los mercados de renta fija, que tradicionalmente han venido constituyendo el núcleo más importante de sus inversiones. Al explicar este cambio en la política de inversiones financieras de las compañías de seguros y los fondos de pensiones, conviene tener presente la desaceleración de la oferta de títulos nacionales de renta fija apuntada anteriormente, en un contexto en el que las Administraciones Públicas están moderando sensiblemente el ritmo de emisión neta de deuda pública y en el que las colocaciones de renta fija privada por emisores nacionales se mantienen todavía en niveles muy modestos.

IV.5. EL AHORRO Y LOS FLUJOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

En 1998 la economía española mantuvo una capacidad de financiación positiva frente al resto del mundo por cuarto año consecutivo, aunque dicha capacidad, que fue el 0,9 % del PIB, fue inferior a la registrada en años anteriores. En términos del ahorro financiero por sectores, esta evolución fue el resultado de una disminución del ahorro de las familias y las empresas, propiciado por el dinamismo del consumo y de la inversión, que solo fue parcialmente compensada por el mayor ahorro de las Administraciones Públicas (véase gráfico IV.11), fruto de los esfuerzos realizados en la contención del déficit público. A continuación se realiza un análisis detallado de la aportación de cada uno de estos sectores, así como de la materialización de los flujos económicos y financieros con el resto del mundo a través de la balanza de pagos.

IV.5.1. Empresas y familias

Durante el pasado año, la capacidad de financiación del sector privado no financiero se redujo hasta el 2 % del PIB, desde el 3,3 % en 1997, siguiendo la pauta de disminución que se inició en 1995, cuando dicha variable alcanzó un nivel del 7 % del PIB. En el caso de las *empresas*, la capacidad de financiación se redujo desde 0,3 % en 1997 al -0,7 % en 1998, de forma que se situó en un nivel negativo por primera vez desde 1992. Esta disminución de la capacidad de financiación fue debida tanto a una reducción del ahorro bruto de las empre-



sas como a un aumento de la formación bruta de capital. Si junto a estas variables se analizan los flujos de activos y pasivos financieros de las empresas, se observa que, en los últimos años, se ha producido un incremento de los pasivos contraídos por las empresas que, junto con el ahorro bruto, han financiado, no solo la formación bruta de capital fijo, sino también una creciente adquisición de activos financieros. Según se analiza con detalle más adelante, una parte significativa de estos activos representa inversión directa de las empre-

Recursos financieros y empleos de las empresas no financieras y de las familias



Fuente: Banco de España.

(a) La formación bruta de capital ampliada se obtiene como suma de la formación bruta de capital y los valores de renta variable frente al exterior. Esta última partida es la que se deduce de los activos para calcular los activos corregidos.

sas en el exterior, de forma que la actividad inversora de las empresas, si se tiene en cuenta esta vertiente exterior, resultaría en los últimos años más dinámica de lo que indican las cifras de formación bruta de capital fijo (véase gráfico IV.12).

En términos del ahorro financiero neto —que se obtiene a partir de los activos y pasivos financieros de los sectores y que, por tanto, puede no coincidir exactamente con las cifras de capacidad de financiación, que proceden de las cuentas de utilización de renta y de capital—, las empresas no financieras experimentaron en

1998 una ligera caída en comparación con años anteriores, hasta el -1 % del PIB (1).

Pese a que las empresas han mantenido un ahorro financiero neto negativo, el incremento en el valor de los activos de renta variable en su poder ha propiciado una mejora continuada

(1) En teoría, el saldo de la cuenta de operaciones financieras, es decir, el ahorro financiero neto de cualquier sector, debería coincidir con el saldo de la cuenta de capital, es decir, la capacidad o necesidad de financiación del sector en cuestión. En la práctica, aparecen discrepancias entre una y otra medición, fundamentalmente en lo que res-

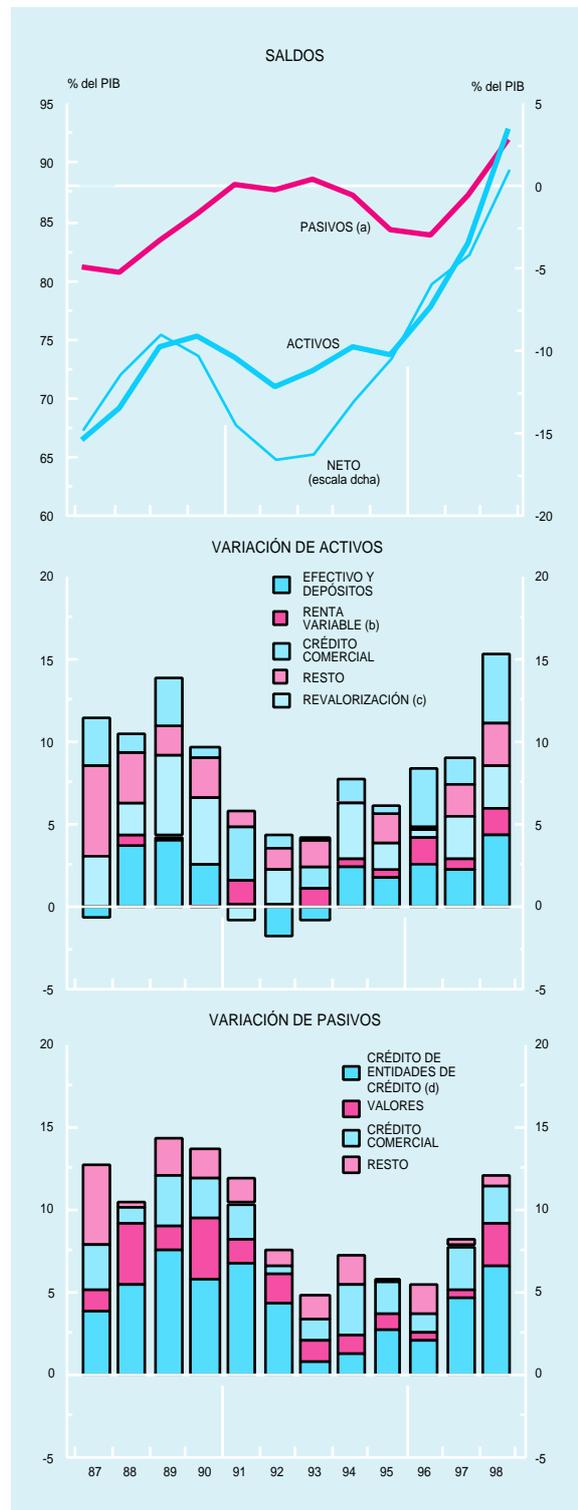
de su *riqueza financiera neta*, definida como la diferencia entre los saldos de activos y pasivos financieros (véase gráfico IV.13). El efecto de la revalorización ha sido muy significativo en los últimos años, particularmente en 1998, y está ligado al aumento de los precios de los activos de renta variable, que constituyen en torno al 28 % del total de los activos financieros del sector. Además de la mejora en la riqueza financiera del sector, los intereses pagados en porcentaje del excedente bruto de explotación, que podrían ilustrar los riesgos asociados al nivel de endeudamiento, se han reducido desde un 42 % en 1992 hasta un 22 % en 1998.

Por instrumentos, se observa que una parte de los nuevos *activos* financieros de las empresas corresponde efectivamente a valores de renta variable (véase cuadro IV.7). También se comprueba que la adquisición de activos de renta variable emitidos por empresas extranjeras es superior a la adquisición total de este tipo de instrumentos, lo que sugiere que las empresas españolas han disminuido su cartera de acciones de empresas nacionales. La explicación a este hecho podría estar, en parte, en las privatizaciones llevadas a cabo en 1998, que han supuesto una caída en el saldo de acciones de algunas empresas [como la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)] donde figuraban contablemente las acciones de las empresas públicas privatizadas. A su vez, el auge de las inversiones directas, que se observa desde 1997 y se concentra en Latinoamérica, puede interpretarse como una respuesta de las empresas no financieras al nuevo entorno de estabilidad macroeconómica, a la culminación del mercado único europeo, a la creciente integración económica internacional y a las posibilidades de obtener altos rendimientos en mercados menos maduros que el español. Este comportamiento se ha visto también estimulado por las favorables condiciones crediticias prevalentes en nuestro país, con unos tipos de interés históricamente reducidos y previsiblemente estables. Por otra parte, la favorable situación de tesorería de las empresas se ha reflejado en el crecimiento de sus saldos de depósitos, que aumentaron 4,4 puntos del PIB,

pecta a los saldos de los sectores «Empresas no financieras», por un lado, y «Familias», por otro. Las razones de esta discrepancia entre los saldos de las cuentas no financieras y financieras son de naturaleza estadística: distintos calendarios de elaboración, distintas fuentes estadísticas de base, distintos organismos elaboradores e, incluso, distinta delimitación institucional de ambos sectores en una y otra aproximación (véase esquema 1 de la Nota metodológica que precede a las *Cuentas financieras de la economía española 1989-1998*). Es de esperar que el montante de estas discrepancias se reduzca con ocasión de la próxima implantación del SEC/95, pero, en cualquier caso, debe tenerse en cuenta que los perfiles de las series históricas de ambos saldos en los dos sectores mencionados son semejantes.

GRÁFICO IV.13

Riqueza financiera de las empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

- (a) Se excluyen las acciones.
- (b) Incluye acciones de residentes y no residentes, y participaciones en fondos de inversión y otras participaciones.
- (c) Calculada como revalorización del activo menos revalorización del pasivo (sin acciones).
- (d) Incluye entidades residentes y no residentes.

Operaciones financieras

millones de euros y %

	1996	1997	1998
EMPRESAS NO FINANCIERAS			
Ahorro financiero neto	-0,6	-0,8	-1,0
Variación neta de activos financieros	4,9	7,4	11,1
Variación neta de pasivos financieros	5,5	8,3	12,1
Ahorro financiero neto	-2.497	-3.952	-5.137
En % del PIB	-0,6	-0,8	-1,0
Variación neta de activos financieros	21.857	34.709	54.946
En % del PIB	4,9	7,4	11,1
Efectivo y depósitos transferibles	0,6	2,4	3,3
Otros depósitos	2,0	0,0	1,1
<i>De los cuales: Resto del mundo</i>	<i>0,8</i>	<i>1,5</i>	<i>2,3</i>
Valores a corto plazo y obligaciones	-0,1	0,4	0,3
Valores de renta variable	1,6	0,5	1,5
<i>De los cuales: Resto del mundo</i>	<i>0,7</i>	<i>1,2</i>	<i>2,0</i>
Créditos	0,6	2,9	3,4
Reservas técnicas de seguro y otros	0,1	1,3	1,5
Variación neta de pasivos financieros	24.354	38.660	60.082
En % del PIB	5,5	8,3	12,1
Valores a corto plazo y obligaciones	-0,4	-0,3	0,9
Valores de renta variable	1,0	0,8	1,7
Créditos	2,9	7,2	9,0
<i>De los cuales:</i>			
<i>Instituciones de crédito</i>	<i>1,9</i>	<i>4,5</i>	<i>4,9</i>
<i>Crédito comercial</i>	<i>1,0</i>	<i>2,6</i>	<i>2,4</i>
<i>Resto del mundo</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>1,7</i>
Reservas técnicas de seguro y otros	1,9	0,5	0,5
FAMILIAS			
Ahorro financiero neto	5,3	4,2	2,9
Variación neta de activos financieros	8,5	10,3	11,1
Variación neta de pasivos financieros	3,2	6,1	8,2
Ahorro financiero neto	23.540	19.702	14.474
En % del PIB	5,3	4,2	2,9
Variación neta de activos financieros	37.870	48.259	55.106
En % del PIB	8,5	10,3	11,1
Efectivo y depósitos transferibles	0,9	1,0	0,9
Otros depósitos	-0,4	-1,8	-0,2
<i>De los cuales: Resto del mundo</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>
Valores a corto plazo y obligaciones	-0,6	-0,2	-0,7
Valores de renta variable	7,1	10,0	7,5
<i>De los cuales: Participaciones en fondos de inversión</i>	<i>7,3</i>	<i>8,6</i>	<i>5,9</i>
Reservas técnicas de seguro	2,7	2,9	2,8
Créditos y otros	-1,2	-1,5	0,7
Variación neta de pasivos financieros	14.330	28.556	40.632
En % del PIB	3,2	6,1	8,2
Créditos	1,8	5,2	7,4
<i>De los cuales:</i>			
<i>Instituciones de crédito</i>	<i>3,5</i>	<i>4,8</i>	<i>6,8</i>
<i>Crédito comercial</i>	<i>-1,9</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>
<i>Resto del mundo</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>
Otros	1,4	0,9	0,8
PRO MEMORIA: ACTIVOS, INCLUYENDO LOS MANTENIDOS A TRAVÉS DE FONDOS:			
Acciones	-0,1	2,8	3,0
<i>Saldo acumulado</i>	<i>14,2</i>	<i>23,5</i>	<i>32,2</i>
Activos frente al resto del mundo	0,8	2,3	6,1
<i>Saldo acumulado</i>	<i>5,2</i>	<i>7,4</i>	<i>13,1</i>

Fuente: Banco de España.

en comparación con unos incrementos en torno a 2,5 puntos del PIB en los dos años anteriores.

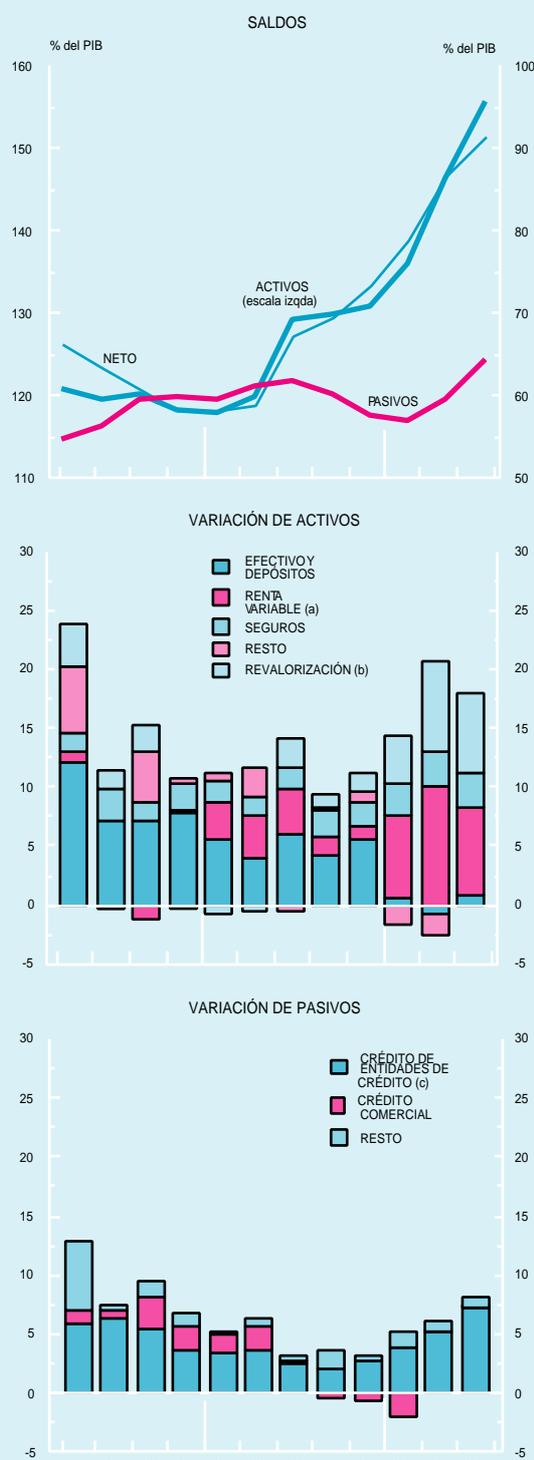
Por el lado del *pasivo*, el crédito bancario proporcionado por las entidades de crédito nacionales a las empresas se mantuvo en torno al 40 % del PIB, cifra ligeramente inferior a la que prevalecía hace una década (46 % en 1989). En todo caso, hay que destacar que durante el pasado año tuvo lugar una fuerte expansión de los créditos procedentes del resto del mundo, que aumentaron un 1,7 % del PIB, lo que sugiere que la estrategia de inversión directa de las empresas españolas en terceros países ha podido estar financiada, parcialmente, con créditos procedentes del exterior.

También cabe reseñar que la emisión bruta de valores, que alcanzó el 0,5 % del PIB en 1996 y 1997, se elevó al 2,5 % del PIB en 1998, lo que, con ser todavía una cifra moderada, supone una mayor presencia de las empresas españolas en los mercados de valores y es coherente con el proceso de desintermediación del ahorro que está teniendo lugar en nuestro país. En este sentido, la emisión neta positiva de valores de renta fija —valores a corto plazo y obligaciones— resulta ser especialmente significativa, según se ha explicado anteriormente en este capítulo, pues desde 1990 su saldo vivo había mostrado una disminución continuada. En cuanto a la renta variable, como se analiza en el epígrafe IV.3, la buena situación del mercado bursátil en la primera parte de 1998 y las favorables perspectivas económicas impulsaron significativamente las emisiones y ampliaciones de capital.

Como en el caso de las empresas, la disminución de la capacidad de financiación de las *familias* (que cayó desde el 3 % en 1997 al 2,7 % en 1998) fue debida tanto a una reducción de su ahorro bruto como a un ligero aumento de la inversión. La consideración conjunta de los flujos financieros, el ahorro bruto y la inversión residencial permite ver que, en los últimos años, la toma creciente de los pasivos financieros de las familias se ha reflejado en una acumulación de activos más intensa, tal como se aprecia en el gráfico IV.12. Al igual que sucedía con las empresas no financieras, las familias han experimentado desde 1992 un continuado aumento de su *riqueza financiera neta*, que alcanza en la actualidad el 91 % del PIB (véase gráfico IV.14). En el incremento de esta posición en los últimos dos años ha desempeñado un papel destacado la revalorización de los activos de renta variable (acciones y fondos de inversión). También parece deducirse que el efecto de revalorización ha sido progresivamente más intenso, toda vez que las familias han ido canalizando sus inversiones hacia

GRÁFICO IV.14

Riqueza financiera de las familias



Fuente: Banco de España.

- (a) Incluye acciones de residentes y no residentes, y participaciones en fondos de inversión.
- (b) Calculada como revalorización del activo menos revalorización del pasivo.
- (c) Incluye entidades residentes y no residentes.

valores de renta variable, valores de renta fija a largo plazo y valores extranjeros, que son todos ellos cuyos precios se ven más afectados por la evolución de los tipos de interés y de los tipos de cambio.

En el análisis de los *activos* financieros de las familias por instrumentos, se observa que se ha producido una cierta polarización de la demanda (véase cuadro IV.7). Por un lado, la disminución de la tasa de inflación y de los tipos de interés hasta niveles muy reducidos y la confianza en la estabilidad de estas tendencias han hecho disminuir el coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos, como el efectivo o los depósitos a la vista. Al mismo tiempo, la disminución de los tipos de interés de los depósitos bancarios y de los valores de renta fija —en especial de la deuda pública, que, tradicionalmente, representaba el grueso de las inversiones del sector— ha propiciado que las familias busquen inversiones alternativas, con mayores expectativas de rentabilidad, pero posiblemente más arriesgadas. De esta forma, ha tenido lugar un incremento muy notable de la adquisición de acciones, que se ha canalizado tanto mediante la inversión directa como a través de los fondos de inversión. Todo ello ha llevado a que las tenencias de acciones de las familias representen ya el 29 % del PIB, lo que supone un 18 % de sus activos financieros totales. Si a esto se añade lo que las familias mantienen indirectamente a través de los fondos de inversión, el saldo total de acciones en poder de las familias ascendería al 32 % del PIB, lo que equivale a una quinta parte del total de los activos financieros del sector.

La búsqueda de una mayor rentabilidad, unida a las mayores facilidades y atractivos para invertir en el exterior que se derivan de la creciente integración financiera y de la estabilidad cambiaria en el ámbito europeo, han conducido también a una expansión significativa de la adquisición de activos emitidos por no residentes, de forma que en 1998 su saldo en poder de las familias se elevó al 13 % del PIB. La mayor parte de estas inversiones en el exterior se ha canalizado, fundamentalmente, a través de los inversores institucionales.

Esta polarización de la demanda de activos financieros de las familias hacia, por un lado, activos muy líquidos, y, por otro, acciones y títulos exteriores, puede tener repercusiones sobre la capacidad de gasto de los agentes y sobre el funcionamiento del sistema financiero. En el primer caso, las mayores tenencias de activos muy líquidos son, por su propia naturaleza, susceptibles de financiar con facilidad las decisiones de gasto de las familias. En el segundo caso, el aumento de las tenencias de ins-

trumentos financieros que son muy sensibles a las variaciones de los tipos de interés y a las modificaciones de las perspectivas económicas introduce un elemento novedoso en la posición financiera de las familias, que puede contribuir a que la transmisión de la política monetaria sea más intensa, pero también a incrementar su sensibilidad frente a períodos de incertidumbre o ante una evolución desfavorable del entorno económico o financiero. Por último, la mayor demanda de instrumentos no intermediados por el sistema crediticio conduce a que las entidades de crédito acudan a la financiación exterior para cubrir la brecha entre los depósitos captados y el crédito concedido, tal como se ha mencionado en el apartado IV.4. En todo caso, la aproximación en el tratamiento fiscal de los depósitos a medio y largo plazo al de los fondos de inversión podría contribuir a detener esa tendencia e incentivar la demanda de depósitos bancarios a plazo.

Entre los otros activos financieros de las familias, cabe destacar la continuada inversión que, desde hace una década, se viene haciendo en los productos financieros de seguros. Aunque su vocación de ahorro permanente para cubrir, entre otros riesgos, la incertidumbre de la jubilación, hace difícil que puedan absorber un porcentaje alto del ahorro bruto del sector, su misma naturaleza genera un flujo de ahorro constante, que en los últimos ejercicios ha representado casi el 3 % del PIB anualmente. Probablemente, el que estos activos no hayan aumentado con mayor intensidad se debe también a las ventajas financiero-fiscales de que han disfrutado en los últimos años los fondos de inversión, que los convertía en un instrumento preferible incluso a los seguros para cubrir ciertos riesgos. Con todo, a finales de 1998 los productos financieros de seguros de las familias alcanzaban el 20 % del PIB, que equivale al 13 % de los activos totales en poder de las familias.

Por el lado de los *pasivos* de las familias, cabe destacar el aumento sostenido del crédito bancario, que representaba a finales de 1998 el 45 % del PIB, frente a un 35 % diez años antes. Al fuerte avance que venía mostrando en los últimos años la financiación destinada a la adquisición de la vivienda, se ha unido en 1998 una fuerte expansión del crédito para financiar bienes de consumo duradero y para otras finalidades, que pueden tener relación con el ocio, la educación o, incluso, la adquisición de otros activos financieros. Sin embargo, si se valora el riesgo asociado a este nivel de endeudamiento en función de cuál es la capacidad de los agentes para hacer frente a los intereses devengados, al igual que se hacía en el caso de las empresas, la situación de las familias ha mejorado

como consecuencia del aumento de la renta disponible y de la reducción de los tipos de interés. Así, mientras que, en 1991, el 6 % de la renta disponible de las familias debía dedicarse a pagos por intereses, ese porcentaje ha disminuido al 3,5 % en 1998.

En el análisis de la composición de los flujos intersectoriales de las familias, se observa que la reducción de su ahorro financiero neto, que ha pasado desde un 6 % del PIB en la media de los últimos años hasta el 2,9 % en 1998, no ha dado lugar a una menor adquisición de activos, sino que, por el contrario, esta ha crecido a un ritmo superior al PIB. Para ello, las familias han tenido que incrementar significativamente sus pasivos netos frente a las entidades de crédito por un importe equivalente al 5,5 % del PIB al cierre del año 1998, en comparación con el equilibrio mantenido, por término medio, en los últimos años. Al mismo tiempo, las familias han aumentado su posición activa frente a los inversores institucionales (fondos de inversión y compañías de seguros) un 8,5 % del PIB en 1998, lo que ha proporcionado recursos a dichos inversores para adquirir instrumentos financieros emitidos por no residentes. Finalmente, las familias también han aumentado directamente su posición activa frente al exterior, principalmente mediante la deslocalización de depósitos.

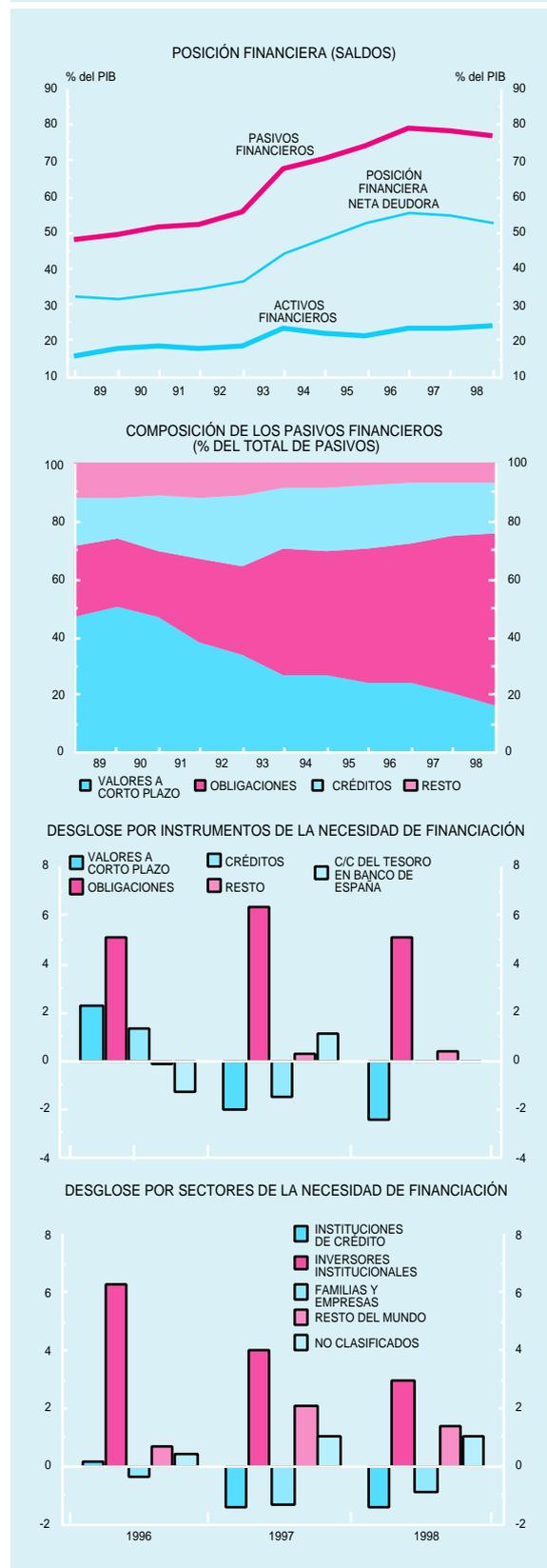
IV.5.2. Administraciones Públicas

En 1998 se produjo un aumento del ahorro bruto de las Administraciones Públicas. El relativo mantenimiento de la *ratio* de inversión pública hizo posible que ese aumento repercutiera en unas menores necesidades de financiación de este sector, como ya se comentó con detalle en la sección IV.2.1. En términos de saldos, en 1998 tuvo lugar, al igual que el año anterior, una disminución de la posición neta deudora de las Administraciones Públicas. En términos del Protocolo de Déficit Excesivo, la deuda de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB disminuyó, desde el máximo alcanzado en 1996 (70,4 %), al 69,3 % en 1997 y al 67,4 % en 1998.

Por instrumentos, hay que destacar que el comportamiento financiero de las Administraciones Públicas también se vio influido por las condiciones de mayor estabilidad económica y financiera prevalecientes, acentuando los rasgos observados en los últimos años (véase gráfico IV.15). En concreto, la existencia de unos tipos de interés reducidos a medio y largo plazo y de unos mercados de deuda más líquidos y profundos ha favorecido, según se ha comentado en la sección IV.3, el progresivo alargamiento

GRÁFICO IV.15

Administraciones Públicas



Fuente: Banco de España.

to del plazo de emisión de la deuda pública desde comienzos de los años noventa; además, la introducción de la deuda segregable en julio de 1997, que elimina la retención a cuenta sobre los cupones a los inversores que son personas jurídicas, ha impulsado adicionalmente la demanda de la deuda pública a medio y largo plazo. De este modo, los valores a corto plazo solo representan ya el 16 % de los pasivos de las Administraciones Públicas, frente a un porcentaje del 50 % hace diez años.

En la evolución de la financiación del Estado, debe hacerse una mención específica a la utilización que el Tesoro realiza de su depósito en el Banco de España como mecanismo amortiguador de las oscilaciones en el calendario de ingresos y gastos del Estado. La prohibición, vigente desde 1994, de que el Banco de España financie a las Administraciones Públicas exigió que el Tesoro constituyera un saldo relativamente elevado en su cuenta corriente en el Banco de España que le permitiera hacer frente a los eventuales desfases de tesorería, sin necesidad de obtener financiación a muy corto plazo en el mercado. En los dos últimos ejercicios, por ejemplo, el saldo de esta cuenta corriente apenas ha bajado por debajo de los 6 mm de euros (algo menos de un billón de pesetas). Además, el Tesoro ha tratado de estabilizar el ritmo de emisión de valores, especialmente en los segmentos de medio y largo plazo, de forma que el mercado siempre contara con un saldo vivo adecuado de valores públicos. De ahí que, desde 1996, el Tesoro haya establecido unos objetivos de emisión en sus subastas de bonos y obligaciones. En la medida en que estos objetivos no se han ajustado completamente al calendario de ingresos y gastos del Estado, el depósito del Tesoro en el Banco de España se ha utilizado de una forma más intensiva, tanto para cubrir la falta de recursos que financiaran el gasto público como para recoger el exceso de financiación obtenida por el Tesoro en el mercado. Este segundo caso ha sido bastante común en los últimos años y, en particular, en 1998, cuando el depósito del Tesoro llegó a alcanzar un saldo superior a 18 mm de euros (aproximadamente, 3 billones de pesetas) durante buena parte del segundo semestre.

En cuanto a las Administraciones Territoriales, su ahorro financiero neto en porcentaje del PIB volvió a reducirse en 1998, hasta situarse en el 0,2 %. En cuanto a la composición de los pasivos financieros de este sector, cabe destacar los menores recursos obtenidos de los mercados de valores y, en concreto, de la emisión de obligaciones, que solo ascendió a menos de la mitad de lo que venían siendo las emisiones netas anuales en el período 1993-1997. En

cambio, el crédito bancario registró un moderado incremento en 1998, aunque en su composición se redujo el saldo del crédito de las entidades de crédito nacionales, mientras que el crédito en moneda extranjera procedente de entidades no residentes experimentó un aumento significativo. En términos de saldos, los créditos en pesetas de las entidades de crédito siguen representado la parte principal de los pasivos financieros de este sector, con una participación del 47 %, mientras que la financiación crediticia del resto del mundo solo supone el 8 %. Por su parte, los valores emitidos, preferentemente a medio y largo plazo, constituyen el 30 % del total de pasivos.

En el análisis de los saldos de los pasivos de las Administraciones Públicas por tenedores, se observa, de nuevo, el auge de la actividad de los inversores institucionales, que son los únicos, junto con los inversores no residentes, que han adquirido, en términos netos, pasivos públicos en los últimos años (véase gráfico IV.15). Por el contrario, las entidades de crédito y las empresas y las familias han reducido en términos netos sus tenencias de activos públicos.

IV.5.3. Ahorro y necesidad de financiación de la economía: la balanza de pagos

El superávit de las *balanzas por cuenta corriente y de capital* experimentó una disminución notable en 1998, situándose en 4.355 millones de euros (725 mm de pesetas), frente a los 7.653 millones de euros (1.273 mm de pesetas) contabilizados el año anterior (véase cuadro IV.8). En términos del PIB, el saldo conjunto de ambas balanzas se situó en el 0,9 %, frente al 1,6 % de 1997. Este resultado refleja el deterioro que registró la balanza de operaciones corrientes conforme avanzaba el año, que se tradujo en un déficit de 1.269 millones de euros (211 mm de pesetas), que contrasta con el excedente acumulado en los tres años precedentes; a su vez, este empeoramiento tuvo su origen en el progresivo aumento del déficit comercial, que no pudo ser compensado por los excelentes resultados de la campaña turística. Por su parte, la balanza por cuenta de capital registró un superávit similar al del año anterior.

Según se comentó en el capítulo III de este Informe, la persistencia de la crisis de los mercados asiáticos, el colapso de la economía rusa y las dificultades en que se vieron inmersos algunos países latinoamericanos provocaron una paulatina desaceleración de las exportaciones en el transcurso de 1998, que adquirió una intensidad notable en el último trimestre, al

Balanza de pagos

millones de euros

	1997			1998		
	Ingresos	Pagos	Saldos	Ingresos	Pagos	Saldos
Cuenta corriente	154.416	152.369	2.047	167.024	168.293	-1.269
Mercancías	93.700	105.287	-11.587	98.485	115.160	-16.676
Servicios	38.876	21.902	16.974	43.973	24.982	18.991
<i>Turismo</i>	23.668	3.973	19.694	26.793	4.491	22.302
<i>Otros servicios</i>	15.208	17.929	-2.721	17.179	20.491	-3.312
Rentas	11.554	17.464	-5.910	13.027	19.774	-6.746
Transferencias corrientes	10.286	7.716	2.570	11.540	8.377	3.163
Cuenta de capital	6.341	735	5.606	6.363	739	5.624
	Variación neta de pasivos	Variación neta de activos	Saldos	Variación neta de pasivos	Variación neta de activos	Saldos
Cuenta financiera	34.479	37.236	-2.757	65.681	66.671	-990
Inversiones de España en el exterior	—	25.328	-25.328	—	57.293	-57.293
Inversiones del exterior en España	16.689	—	16.689	25.506	—	25.506
Préstamos y depósitos de España en el exterior	—	1.555	-1.555	—	21.625	-21.625
Préstamos y depósitos del exterior en España	17.790	—	17.790	40.176	—	40.176
Reservas	—	10.352	-10.352	—	-12.248	12.248
Partidas no clasificadas, errores y omisiones	—	—	-4.897	—	—	-3.365
DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA						
SALDO CUENTA FINANCIERA		-2.757			-990	
Variación de pasivos frente al exterior		34.479			65.681	
Inversiones		16.689			25.506	
Excluidos valores negociables		5.621			10.152	
Valores negociables		11.068			15.353	
<i>Administraciones Públicas</i>		9.952			4.125	
<i>Otros sectores residentes</i>		1.183			8.469	
<i>Sistema crediticio</i>		-67			2.760	
Otras inversiones		17.790			40.176	
Administraciones Públicas		21			866	
Otros sectores residentes		544			4.319	
Sistema crediticio		17.226			34.991	
<i>Del cual:</i>						
<i>Préstamos y depósitos a largo plazo</i>		3.090			11.462	
<i>Depósitos a corto plazo y cesiones temporales</i>		14.135			23.529	
Variación de activos frente al exterior		37.236			66.671	
Inversiones		25.328			57.293	
Otros sectores residentes		19.890			44.627	
Sistema crediticio		5.454			12.863	
Otras inversiones		1.555			21.625	
Administraciones Públicas		331			388	
Otros sectores residentes		12.392			17.668	
Sistema crediticio		-11.168			3.569	
<i>Del cual:</i>						
<i>Préstamos y depósitos a corto plazo</i>						
<i>y adquisiciones temporales</i>		-13.113			2.452	
Activos de reserva		10.352			-12.248	
DISTRIBUCIÓN POR SECTORES:						
1. Flujos netos (Variac. pasivos – Variac. activos)		7.596			-13.237	
Administraciones Públicas		9.658			4.800	
Otros sectores residentes		-25.042			-39.563	
Sistema crediticio		23.022			21.527	
2. Activos de reserva		10.352			-12.248	
3. Saldo cuenta financiera (1 – 2)		-2.757			-990	

Fuente: Banco de España.

apreciarse también cierta debilidad de la demanda procedente de los países europeos. Por el contrario, las importaciones registraron ritmos de avance elevados en el conjunto del año, impulsadas por la fortaleza de la demanda interna. En consecuencia, el desequilibrio comercial experimentó una ampliación sustancial, a pesar de la mejora de la relación real de intercambio. En cuanto al saldo de servicios, los ingresos por turismo mantuvieron un comportamiento muy expansivo, fruto de la mayor afluencia de turistas procedentes de Alemania y Francia. Los pagos por turismo registraron también tasas de crecimiento muy elevadas. En relación con el resto de los servicios, las operaciones relacionadas con el transporte de mercancías mostraron una ralentización, mientras que los servicios prestados a las empresas y los servicios informáticos presentaron una notable expansión, al hilo de los progresos en la liberalización comercial de estas operaciones que han tenido lugar en los últimos años.

El déficit de rentas de inversión mostró un nuevo deterioro en 1998, apreciándose ritmos de crecimiento muy elevados tanto en los ingresos como en los pagos, que reflejan el notable aumento experimentado por los movimientos de capital con el exterior en los últimos años. Dentro de la vertiente de ingresos, destaca el dinamismo de los correspondientes al sector privado no financiero, ligados al incremento que registraron sus activos frente al exterior —materializados tanto en inversiones directas como en fondos de inversión y préstamos y depósitos a corto plazo—, y que vino motivado por la búsqueda de rentabilidades más elevadas que las del mercado doméstico; los ingresos del sistema crediticio, por el contrario, mostraron un aumento más moderado. En el caso de los pagos, su dinamismo refleja, principalmente, el intenso crecimiento de los realizados por el sistema crediticio residente, en línea con el avance que han experimentado sus pasivos frente al exterior a corto plazo; los pagos del sector privado no financiero también se incrementaron debido al aumento de las participaciones extranjeras en fondos de inversión y de los préstamos a corto y largo plazo recibidos del exterior.

En cuanto a las transferencias con el exterior, el superávit por transferencias corrientes experimentó una nueva mejora como consecuencia del aumento de los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, ya que los recibidos en el apartado del Fondo Social Europeo mostraron un retroceso; por su parte, el saldo de transferencias de capital se estabilizó en los mismos niveles de 1997, ya que el notable incremento de los fondos estructurales comunitarios se vio compensado por la disminución de las transferencias de capital re-

cibidas por el sector privado, que el año anterior habían alcanzado un nivel muy elevado.

La *cuenta financiera* de la balanza de pagos siguió mostrando en 1998 un flujo de salidas netas de capitales, aunque se observa una ligera disminución respecto al año anterior (véase cuadro IV.8). En realidad, el aumento de los activos exteriores en poder de los inversores residentes fue muy superior a la variación de los pasivos, y esa diferencia fue financiada, en parte, por la caída que se produjo en los activos de reserva del Banco de España. Además, en 1998 destaca el significativo incremento habido en el volumen de las transacciones financieras con el exterior, que, aproximadamente, duplicó la cifra del año precedente. Esta expansión está relacionada, entre otros factores, con el comportamiento de empresas y familias que ha sido analizado en el apartado anterior. De esta forma, en la última década los activos y pasivos exteriores de los residentes casi se han triplicado en porcentaje del PIB: los activos se han incrementado desde el 24 % del PIB en 1989, hasta el 69 % en 1998, mientras que en los pasivos el aumento ha sido desde el 34 % en 1989, al 89 % en 1998.

En el análisis sectorial de estos flujos, el rasgo más relevante es el elevado nivel que ha alcanzado la inversión directa en el exterior efectuada por las empresas españolas, más de la mitad de la cual se ha dirigido a Latinoamérica. Por otro lado, el aumento de los activos exteriores netos de las familias se ha canalizado, en gran medida, a través de los inversores institucionales y responde a la búsqueda de una mayor rentabilidad, pero también a la relativa escasez de valores en los mercados financieros españoles. Al contrario de lo sucedido con las inversiones directas, la compra de valores extranjeros se ha orientado preferentemente a los países desarrollados, dentro del ámbito de la OCDE. Una parte también importante de los activos exteriores de los sectores residentes la constituyen los depósitos bancarios —que se recogen en el cuadro IV.8 en la partida de «otras inversiones»—, que en 1998 han vuelto a aumentar de forma significativa.

Por el contrario, las entradas de capital se han concentrado en la partida de préstamos al sistema crediticio. En el caso de estas entidades, sus flujos financieros con el exterior vienen muy condicionados por las pautas marcadas por los otros dos sectores: en concreto, el aumento del crédito bancario concedido a empresas y familias, unido a la desintermediación del ahorro de estos agentes, ha obligado a las entidades de crédito a cubrir la brecha mediante la financiación exterior (véase apartado IV.4.2). Finalmente, las Administraciones Públicas han

seguido obteniendo recursos del exterior, aunque en menor cuantía que en 1997.

En resumen, durante 1998 se han intensificado algunos procesos que ya comenzaron a apuntarse en 1996 y que representan un cambio notable en la estructura de los movimientos de capital entre España y el resto del mundo. Por un lado, ha aumentado el ritmo de adquisición de activos exteriores, especialmente por parte de las empresas no financieras y los inver-

sores institucionales, que contrasta con la tradicional dependencia de la inversión exterior. Por otro lado, aunque el superávit por cuenta corriente ha permitido financiar una parte de esas salidas de capital, la porción más significativa ha sido financiada mediante la toma de una elevada cantidad de pasivos netos por parte de las entidades de crédito. Esto ha supuesto que la posición exterior neta de las entidades de crédito haya pasado a ser deudora desde 1997 y se haya incrementado adicionalmente en 1998.

**BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS
DEL BANCO DE ESPAÑA**

1. BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA

El balance y la cuenta de resultados son provisionales, al estar pendientes de aprobación por el Gobierno, en los términos previstos

en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

A continuación se detallan los epígrafes más importantes de este balance o que han tenido una variación más acusada en 1998.

1.1. Balance

Balance del Banco de España		
	Saldos al 31.12.1998	Variaciones s/31.12.1997
		mm
Activo		
Activos exteriores	8.677	-1.956
Estado	1.721	-39
Otras cuentas del sector público	306	-9
Crédito a entidades financieras	4.471	2.205
Cartera de valores	688	123
Inmovilizado	38	-1
Efectos y demás derechos a cobrar	73	—
Diversas cuentas	129	57
Cuentas de periodificación	128	-34
TOTAL ACTIVO	16.231	346
Pasivo		
Capital de nacionalización	—	—
Cuentas de revalorización, provisión para riesgos y fondos diversos	1.794	-191
Billetes en circulación	8.774	136
Derechos especiales de giro asignados	60	-1
Pasivos exteriores	9	1
Estado	1.709	74
Organismos Autónomos de la Administración del Estado	447	132
Otras cuentas del sector público	148	5
Cuentas acreedoras de entidades financieras	2.359	-195
Cuentas acreedoras de otros agentes	3	—
Efectos y otras obligaciones a pagar	98	28
Diversas cuentas	103	3
Resultados pendientes de ingreso al Tesoro	701	359
Cuentas de periodificación	26	-5
TOTAL PASIVO	16.231	346

1.1.1. Activos exteriores

Este epígrafe del balance del Banco de España representa el contravalor en pesetas de la posición de reservas exteriores, cuyos componentes básicos son el oro (801 mm), las divisas convertibles (7,5 billones) y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional (300 mm).

1.1.2. Estado

El saldo del «Estado», del activo del balance, que representa un valor de 1.721 mm, se desagra del modo siguiente:

Estado. Cuentas		mm
Créditos singulares		1.721
<i>Cuenta especial, Ley 3/1983</i>		422
<i>Cuenta especial, Ley 4/1990</i>		1.156
<i>Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales</i>		136
<i>Subrogación créditos Tabacalera, S.A., Ley 31/1991</i>		7

1.1.3. Otras cuentas del sector público

Créditos concedidos a la Seguridad Social (disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995).

Otras cuentas del sector público		mm
Seguridad Social, Ley 41/1994		
Principal		256
Intereses		50
Saldo		306

1.1.4. Cartera de valores

Cartera de valores. Clase de valores			mm
	Importe		
	Pesetas nominales	Pesetas efectivas	
Deuda del Estado. Anotaciones	522,7	613,7	
Bonos y obligaciones	522,7	613,7	
Participación en el capital del Banco Central Europeo	74,0	74,0	
Saldo de la cartera de valores	596,7	687,7	

1.2. Cuenta de resultados

Cuenta de resultados (a)			mm
	1997	1998	
INGRESOS BRUTOS	909,2	1.291,7	
Rendimiento de operaciones interiores	253,5	255,1	
Intereses	185,7	163,3	
Cartera de valores	51,0	51,6	
Otros	16,8	40,2	
Rendimiento de operaciones exteriores	559,3	1.000,0	
Intereses y rendimientos	541,4	619,1	
Otros	17,9	380,9	
Resultado en compraventa de divisas	96,4	36,6	
GASTOS TOTALES	207,8	215,4	
Gastos de funcionamiento	40,1	42,2	
Personal	26,2	27,2	
<i>Haberes y emolumentos</i>	19,4	20,0	
<i>Seguridad Social</i>	4,3	4,7	
<i>Obras sociales</i>	2,5	2,5	
Emisión y conducción de billetes	6,9	7,4	
Gastos generales	7,0	7,6	
Amortizaciones	2,6	2,6	
Gastos financieros	145,2	155,1	
Por operaciones interiores	142,3	152,3	
<i>Certificados del Banco de España</i>	103,8	77,3	
<i>Intereses cuentas del Tesoro</i>	23,0	56,0	
<i>Intereses cuentas C. Autónomas</i>	2,1	1,9	
<i>Intereses cuentas de la Seguridad Social</i>	8,1	14,7	
<i>Cesión temporal de activos</i>	5,3	0,3	
<i>Operaciones de política monetaria</i>	—	2,1	
Por operaciones exteriores	2,9	2,8	
Dotaciones a fondos especiales	18,5	13,3	
Art. 3º, Ley 192/64	1,4	2,2	
RESULTADOS	701,4	1.076,3	

(a) Los datos de 1997 se han ajustado para que su comparación con los de 1998, que recogen la adecuación a los criterios contables del SEBC, resulte homogénea.

2. EMISIÓN Y CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDA

Estructura de la circulación de billetes								Variación anual	
	Circulación				Participación por series (%)				
	En millones de billetes		En miles de millones de pesetas		En el número de billetes		En el valor de la circulación		
	31.12.1998	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1997	
SERIES:									
10.000	488,7	468,4	4.887,1	4.684,0	30,7	29,6	55,7	54,2	
5.000	641,2	659,3	3.206,2	3.296,5	40,2	41,6	36,5	38,2	
2.000	217,0	203,5	434,0	407,0	13,6	12,8	4,9	4,7	
1.000	246,5	246,2	246,5	246,2	15,5	15,5	2,8	2,9	
Suma parcial	1.593,4	1.577,4	8.773,7	8.633,7	100,0	99,5	100,0	100,0	
500 (a)		7,7		3,8		0,5		0,0	
TOTAL	1.593,4	1.585,1	8.773,7	8.637,5	100,0	100,0	100,0	100,0	

(a) Billetes en período de canje hasta el 22.6.1998.

Estructura de la circulación de moneda								Variación anual	
	Circulación				Participación por clases (%)				
	En millones de piezas		En miles de millones de pesetas		En el número de piezas		En el valor en pesetas		
	31.12.1998	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1997	
CLASES:									
2.000	19,6	18,4	39,1	36,7	0,2	0,2	10,2	10,4	
500	211,9	202,8	105,9	101,4	2,2	2,4	27,7	28,6	
200	80,1	69,5	16,0	13,9	0,8	0,8	4,2	3,9	
100	1.349,8	1.238,5	135,0	123,8	13,9	14,6	35,4	35,0	
50	118,0	113,5	5,9	5,7	1,2	1,3	1,5	1,6	
25	1.704,8	1.557,2	42,6	38,9	17,6	18,3	11,2	11,0	
10	372,0	372,7	3,7	3,7	3,8	4,4	1,0	1,1	
5	3.839,2	3.215,2	19,2	16,1	39,5	37,9	5,0	4,5	
1	2.015,5	1.703,2	2,0	1,7	20,7	20,1	0,5	0,5	
Conmemorativas	3,2	3,1	12,3	12,0	0,0	0,0	3,2	3,4	
TOTAL	9.713,9	8.494,0	381,8	354,0	100,0	100,0	100,0	100,0	

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 (BE), aparecidas durante 1998 y los primeros tres meses de 1999.

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 BE. Por ello, en segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 1998, especificando el mes de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín económico* trimestral donde fueron analizadas.

26.4.1999.

1. PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 1998 A MARZO DE 1999

1998	
ENERO	<p>SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: SUBSISTEMA GENERAL DE EFECTOS DE COMERCIO.— Dentro de la pluralidad de subsistemas de intercambio que prevé el Reglamento del SNCE, el BE, mediante la CBE 1/1998, de 27 de enero, publicó las normas de funcionamiento del nuevo subsistema general de efectos de comercio, también integrado dentro del SNI (regulado en la Norma SNCE-07). Este subsistema tiene por objeto el tratamiento de determinados documentos que cumplan los requisitos establecidos en la norma mediante el intercambio de sus datos representativos, la compensación de los importes correspondientes, el cuadro y el establecimiento de las posiciones respectivas resultantes que, posteriormente, se comunicarán al Servicio de Liquidación del Banco de España para la liquidación por este dentro del Sistema Nacional de Liquidación. De forma similar a los demás subsistemas, en este tampoco se intercambian los propios documentos originales, sino los datos representativos de los mismos, que se transmiten electrónicamente, y, con base en los cuales, se lleva a cabo la operativa del subsistema.</p> <p>SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: INCORPORACIÓN DE LOS DOCUMENTOS ENDOSADOS AL SUBSISTEMA GENERAL DE CHEQUES Y DE PAGARÉS DE CUENTA CORRIENTE.— La CBE 2/1998, de 27 de enero, modificó la norma SNCE-04 para incorporar en el subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente los documentos endosados.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO Y ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO DE MONEDA EXTRANJERA. TRANSPARENCIA DE LAS OPERACIONES Y RELACIONES CON LA CLIENTELA.— La CBE 4/1998, de 27 de enero, introdujo en sus preceptos la Recomendación de la Comisión Europea de 30 de julio de 1997, relativa a las transacciones efectuadas mediante instrumentos electrónicos de pago, pese al carácter no obligatorio de la misma. Al mismo tiempo, aprovechó el texto de la norma para modificar la CBE 8/1990 y la CBE 8/1992, en lo referente a las normas de cambio de billetes extranjeros, para ir adaptándolas al inminente proceso de unión monetaria. Respecto a la publicación de los tipos de cambio, las entidades de crédito que realicen con su clientela operaciones de compraventa de billetes extranjeros contra pesetas, deberán publicar los tipos mínimos de compra y máximos de venta o, en su caso, los tipos únicos que aplicarán a estas operaciones cuando los importes no excedan de 500.000 PTA. Con esta medida, se suprime la obligatoriedad de publicar y aplicar tipos de cambio netos de comisiones para las operaciones de importe inferior a 100.000 PTA. En cuanto a la información sobre tipos de interés que las entidades de crédito deben remitir al BE, deberán añadir los importes que hayan servido de base para su cálculo. Respecto a los establecimientos abiertos al público para cambio de moneda extranjera, se suprime la obligatoriedad de publicar y aplicar cambios netos de comisiones. En lo sucesivo, los establecimientos de cambio reflejarán en el tablón de anuncios, además de los tipos de cambio aplicables a los cheques de viajero y billetes de las distintas clases de moneda, las comisiones y gastos, si existieran, incluso los mínimos que apliquen en las operaciones citadas.</p> <p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 1998 Y ENERO DE 1999.— Como viene siendo habitual en esas fechas, se publicaron el RD 68/1998, de 23 de enero, y la OM de 26 de enero de 1998, que disponen la creación y las condiciones de emisión de deuda del Estado para 1998 y enero de 1999, con el límite —en este último mes— del 15 % del volumen autorizado para 1998, y dos Resoluciones de 26 de enero de 1998 de la DGTPF, que concretaron determinadas emisiones de deuda e hicieron público el calendario de subastas ordinarias de letras, bonos y obligaciones del Estado que se ofertarían durante ese período. En sentido amplio, continúan los mismos instrumentos, prácticas y demás elementos que configuraron la política de deuda para 1997. Como novedad, el Real Decreto recoge la posibilidad de emitir en 1998 determinados instrumentos de deuda del Estado que permitan a los ahorradores familiarizarse con el euro, de acuerdo con lo establecido en la normativa comunitaria sobre la moneda única. En tanto tales valores no se encuentren registrados en la Central de Anotaciones, les será de aplicación el procedimiento de pago de intereses correspondientes a rendimientos obtenidos por no residentes que operan en España sin establecimiento permanente. En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, la modalidad de letras del Tesoro —a seis, 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.</p>

1998	
	<p>Se mantienen los procedimientos de emisión tradicionales y la periodicidad de la celebración de las subastas ordinarias en las fechas preestablecidas: cada dos semanas para las letras del Tesoro, coincidiendo las subastas de letras a doce y a dieciocho meses y, en semanas alternas, las de seis meses. Y, mensualmente, para los bonos y obligaciones del Estado, excepto las obligaciones a treinta años que, en principio, tendrán carácter trimestral. Al margen de este calendario, el Tesoro puede convocar subastas especiales tantas veces como sea preciso para cumplir los objetivos establecidos.</p> <p>Finalmente, también se mantiene sin variaciones la celebración de las segundas vueltas subsiguientes a las subastas, exclusivamente entre los creadores de mercado, en los términos previstos en la Orden de 24 de julio de 1991, modificada parcialmente por la Orden de 29 de marzo de 1994. En las segundas vueltas, el precio a pagar por la deuda adjudicada es siempre el ofrecido en cada oferta aceptada, a diferencia de lo que ocurre en la primera vuelta, que se adjudican al precio medio ponderado para quienes ofrecen precios superiores a dicho precio medio.</p>
FEBRERO	<p>INFORMACIÓN CONTABLE DE LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA.— La OM de 12 de febrero de 1998 ajustó la información contable de las SGR a los principios contenidos en el Plan General de Contabilidad (PGC). La información contable de estas entidades quedará reflejada, por un lado, en sus cuentas anuales, que comprenderán el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria; y, por otro, en los estados reservados, que comprenderán el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias reservada, la cobertura del riesgo de crédito, y la clasificación de los avales y garantías prestados. Tales documentos deberán ser remitidos al BE en los plazos establecidos en la norma, aunque se les podrá exigir cuanta información sea precisa para aclarar o ampliar los datos remitidos. Finalmente, queda pendiente que el BE fije los estados reservados que las SGR tendrán que presentar en relación con el coeficiente de recursos propios, las inversiones obligatorias, el límite del inmovilizado material y las acciones y participaciones, así como los criterios para su elaboración.</p>
MARZO	<p>COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES: IMPLANTACIÓN DEL SISTEMA DE INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN A TRAVÉS DE LÍNEA TELEMÁTICA.— La CNMV, mediante el Acuerdo de 11 de marzo de 1998, implantó una aplicación electrónica denominada «Sistema de intercambio de información por línea telemática con la CNMV» (CIFRADO/CNMV), que se configura como un sistema de intercambio de información para su uso gradual tanto por la propia Comisión como por los administrados supervisados (emisores, sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras, etc.) y público en general. Su ámbito de aplicación abarca tanto la tramitación de determinados procedimientos —que son competencia de la CNMV— como la recepción de informaciones presentadas en la Comisión. También recoge las reclamaciones y consultas que corresponden al departamento de atención al público de la CNMV, y deja abierta la posibilidad para incorporar cualquier otro intercambio de información que la Comisión, de acuerdo con la legislación vigente, considere oportuno incorporar al CIFRADO/CNMV.</p> <p>Para llevar a cabo este sistema de intercambio de información se admitirán determinados medios como la red INTERNET, el Servicio de Boletín Informático (BBS), o cualquier otro que, en su caso, determine la CNMV.</p>
ABRIL	<p>MODIFICACIÓN DE LA LEY DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA.— La Ley 12/1998, de 28 de abril, modificó nuevamente la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del BE, con el fin de garantizar la integración del Banco en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), reconociendo, entre otros extremos, las potestades del Banco Central Europeo (BCE) en la definición de la política monetaria en el área del euro y su ejecución por el BE, y las facultades de la Comunidad Europea en relación con la política de tipo de cambio.</p> <p>Las novedades más relevantes que se introducen son las siguientes:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. En el ejercicio de sus funciones, como parte integrante del SEBC, el BE se ajustará a las orientaciones e instrucciones emanadas del BCE. En el ejercicio de sus potestades administrativas, continúa sometido a la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común. 2. El objetivo principal del BE continúa siendo el de mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de ese objetivo, el Banco continuará apoyando la política económica general del Gobierno, así como las políticas económicas generales de la Comunidad, todo ello conforme a lo previsto en el artículo 105 del TUE, cuyo párrafo se añade al texto de la Ley. 3. Se introduce la participación del Banco en el desarrollo de las funciones básicas atribuidas al SEBC. Entre otras, definir y ejecutar la política monetaria; realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 109 del TUE; y

poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros (no obstante, el Gobierno podrá tener y gestionar fondos de maniobra en divisas, conforme a lo previsto en el artículo 105.3 del Tratado).

Cuando el Banco se pronuncie sobre cuestiones que resulten de las funciones del SEBC, que hagan referencia a la ejecución de la política monetaria, política de tipo de cambio o el funcionamiento del sistema de pagos, ni el Gobierno, ni ningún otro órgano nacional o comunitario podrán dar instrucciones al BE, ni este podrá recabarlas o aceptarlas.

Además de las funciones anteriores, continuará ejerciendo las ya reseñadas en la normativa interior, añadiendo una nueva, que es elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de las funciones del SEBC. Lógicamente, desaparece la función de emitir billetes en pesetas y la de determinar la cuantía total de la emisión de moneda metálica, así como su puesta en circulación. No obstante, hasta que no se produzca la emisión de billetes en euros por el SEBC, el BE, previa autorización del BCE, mantendrá la facultad exclusiva de emisión de billetes en pesetas.

4. En cuanto a la instrumentación de la política monetaria, el Banco podrá realizar todo tipo de operaciones financieras, de conformidad con los principios generales e instrumentos establecidos por el BCE.

5. Aunque se prevé el mantenimiento del coeficiente de caja, este se articulará en virtud de las disposiciones dictadas conforme a los Estatutos del SEBC. Asimismo, desaparece del texto de la Ley cualquier alusión que haga referencia a las características o al modo de determinar dicho coeficiente, así como la posibilidad de decidir, por parte del Banco, el uso de otros métodos operativos de control monetario.

6. Desaparece la obligación del BE de hacer públicos los objetivos generales de la política monetaria una vez al año, o cuando hubiera cambios significativos, manteniendo solo la obligación de informar regularmente a las Cortes Generales y al Gobierno de los objetivos y ejecución de la política monetaria, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 107 del TUE sobre el secreto profesional del BCE.

7. Desaparecen las facultades del Gobierno para adoptar el régimen de tipo de cambio. En su caso, el Gobierno, sin perjuicio de las competencias de la Comunidad Europea, podrá consultar con el BE en materias relativas a la política de tipo de cambio.

La norma comentada modifica también la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, de forma que, a partir de su entrada en vigor (el pasado 1 de enero), desaparecerán determinadas infracciones y sanciones relativas al incumplimiento de las normas vigentes en materia de coeficiente de caja y demás obligaciones derivadas de los procedimientos de control monetario.

NORMAS SOBRE EL PROCEDIMIENTO DE PAGO DE INTERESES DE LA DEUDA DEL ESTADO EN ANOTACIONES.— La Orden de 20 de abril de 1998 determinó el procedimiento, previsto en el RD 113/1998, de 30 de enero, para exonerar de la obligación de retener o ingresar a cuenta, en relación con los rendimientos derivados de la deuda pública percibidos por determinadas Entidades (el Banco de España, el Estado, las Comunidades Autónomas, las entidades locales y sus respectivos organismos autónomos, el Instituto de España y las Reales Academias oficiales, así como los restantes organismos públicos).

En este sentido, el día anterior a la fecha de vencimiento de los intereses, las entidades gestoras presentarán en el Tesoro —a través de la Central de Anotaciones del BE— una declaración en la que se indicará el importe total de los rendimientos correspondientes de las mencionadas Entidades, y, dentro del plazo de un mes natural a la fecha de vencimiento de aquellos, una relación en la que se especificarán los datos de identificación de cada una de las Entidades que sean receptoras de intereses, el saldo de la deuda en su poder a la fecha de vencimiento de los mismos, así como el importe de los rendimientos correspondientes.

En cada vencimiento de intereses, el Tesoro transferirá a la Central de Anotaciones el importe líquido que resulte de la aplicación del tipo de retención a la totalidad de los intereses que, posteriormente, el BE abonará a las entidades gestoras remitentes.

FOLLETOS INFORMATIVOS SOBRE EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES.— La Orden de 23 de abril de 1998 modificó la Orden de 12 de julio de 1993 para eliminar de los folletos informativos relativos a la constitución de las sociedades de inversión mobiliaria la información sobre las personas físicas o jurídicas que han desembolsado el capital inicial, los fundadores (si no han transcurrido cinco años desde su fundación), las personas físicas o jurídicas que puedan ejercer control sobre el emisor y las que ostenten participaciones significativas, porque considera que la divulgación de esos datos pueden ocasionar perjuicios tanto para el emisor como para sus accionistas. De cualquier modo, la identificación de esas personas ya se encontraba a disposición del público, tanto en el Re-

1998

gistro Mercantil como en el propio registro informativo de la CNMV, y su conocimiento no constituye una circunstancia esencial para la evaluación de los valores, el patrimonio, la situación financiera o los resultados y perspectivas del emisor.

RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE LAS COMISIONES BANCARIAS POR LA CONVERSIÓN A EUROS.— Considerando que entre las prácticas bancarias no se incluye la conversión gratuita de cuentas denominadas en euros a moneda nacional, y con el fin de facilitar la introducción armoniosa del euro, la Recomendación de la Comisión Europea 23 de abril de 1998 estimó que los bancos deberían aplicar, a más tardar desde el 1 de enero de 1999, las siguientes normas de buenas prácticas que constituyen un requisito legal:

1. Conversión gratuita a la unidad euro de los ingresos denominados en la unidad monetaria nacional, y viceversa, durante el período transitorio, es decir, entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre del 2001.
2. Conversión gratuita a la unidad euro de las cuentas denominadas en la unidad monetaria al término del período transitorio.
3. Cobro de comisiones similares por servicios denominados en la unidad euro y por idénticos servicios denominados en la unidad monetaria nacional.

Otras prácticas bancarias recomendadas por la Comisión son: la conversión gratuita a la unidad euro, durante el período transitorio, de los pagos denominados en la unidad monetaria nacional, y viceversa, así como de las cuentas denominadas en la unidad monetaria nacional. Y el canje gratuito para los clientes bancarios de billetes y monedas nacionales por billetes y monedas en euros en cantidades de uso doméstico durante el período final, es decir, entre el 1 de enero del 2002 y el 30 de junio del 2002 a más tardar, ya que este período puede variar de un Estado miembro a otro.

En el caso de que los bancos se propongan aplicar estas normas deberían comunicarlo a sus clientes lo antes posible y, en todo caso, antes del 1 de enero de 1999.

MAYO

REGLAMENTO DEL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO.— El Reglamento 974/98 del Consejo de la Unión Europea de 3 de mayo de 1998, que entró en vigor el pasado 1 de enero, introdujo una serie de medidas orientadas a facilitar la sustitución de las monedas de los Estados miembros participantes (en adelante, los Estados) por el euro, a la vez que completa algunas de las disposiciones del Reglamento 1103/97 del Consejo de la Unión Europea de 17 de junio de 1997, relativas a la introducción del euro.

De este modo, desde el pasado 1 de enero, la unidad monetaria de dichos Estados será el euro, que se dividirá en cien «cents», y sustituirá a la moneda de cada Estado con arreglo al tipo de conversión (fijados por el Consejo a la entrada en vigor de la Tercera Fase).

Por otro lado, el Reglamento permite que los pagos efectuados —incluyendo los pagos transfronterizos— en un Estado mediante abono en cuenta puedan realizarse tanto en la unidad euro como en la unidad monetaria nacional respectiva, teniendo en cuenta que toda conversión se efectuará con arreglo a los tipos de conversión fijados.

En otro orden de cosas, el Reglamento establece que los Estados deberán adoptar las medidas necesarias para: emitir en unidades euro la nueva deuda pública negociable a partir del 1 de enero de 1999; redenominar en la unidad euro la deuda en circulación emitida por las Administraciones Públicas, incluyendo las obligaciones y otras formas de deuda titulizada negociable en los mercados de capitales; permitir el cambio de la unidad de cuenta en los procedimientos operativos de los mercados organizados, y los sistemas en los que se intercambian, compensan y liquidan regularmente pagos.

Respecto a los billetes y monedas denominados en euros, estos se pondrán en circulación por los bancos centrales de los Estados a partir del 1 de enero del 2002. Los billetes y monedas denominados en las unidades monetarias nacionales dejarán de ser de curso legal, a más tardar, seis meses después, es decir, a partir del 1 de julio de ese año, aunque este plazo podrá reducirse mediante ley nacional. Finalmente, los Estados deberán adoptar la imposición de las sanciones adecuadas en caso de falsificación de billetes y monedas en euros.

FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.— El Gobierno promulgó el RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos (FTA) y sus sociedades gestoras, lo que permitirá la utilización de este instrumento de financiación para todo tipo de créditos, y no solo para los hipotecarios, como sucedía con anterioridad. En lo no contemplado en esta norma se aplicarán las reglas contenidas en la Ley 19/1992, en tanto resulten de aplicación, atendiendo a su naturaleza específica.

1998	
	<p>El Real Decreto contempla los FTA como patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica, pero, a diferencia de lo establecido en la Ley 19/1992 para los FTH, abre la posibilidad de que los FTA sean fondos abiertos.</p> <p>El activo del FTA estará integrado por los activos financieros y otros derechos que se agrupen, admitiendo tanto la cesión de créditos presentes como la de créditos futuros. Y su pasivo, por los valores de renta fija que se emitan y por los préstamos concedidos por entidades de crédito. De igual modo, y como instrumento que refuerce la solvencia y el equilibrio patrimonial de la entidad, se regula un tipo específico de pasivo denominado aportaciones de inversores institucionales, que se caracterizan por corresponderles el remanente que, en su caso, pueda quedar con ocasión de la liquidación del fondo.</p> <p>La actividad desarrollada por los FTA y por sus sociedades gestoras será supervisada por la CNMV, que podrá condicionar, en aras de la protección del inversor, la oferta pública de ciertos pasivos a que únicamente sean adquiridas por inversores institucionales o profesionales en los términos en los que se define el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores y normas de desarrollo.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIONES EN LA DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.— La CBE 5/1998, de 29 de mayo, modificó la CBE 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, con el fin de sustituir las referencias a las monedas que desaparecen por la correspondiente al euro, así como la de adaptar la normativa de recursos propios a los postulados de la doctrina internacional.</p> <p>La CBE 5/1998 mantiene los límites cuantitativos por posiciones en divisas —5 % de los recursos propios sobre las posiciones netas—, pero establece la posibilidad de que las entidades de crédito soliciten la no aplicación de este límite. El Banco de España resolverá esta petición, en el plazo de un mes, después de evaluar la experiencia de la entidad tanto en la gestión de sus operaciones en moneda extranjera como la suficiencia de sus sistemas de control interno y de valoración del riesgo de cambio.</p> <p>En lo referente a la integración de la peseta y otras monedas europeas en el euro, se da nueva redacción a determinados artículos de la CBE 5/1993, que entraron en vigor el pasado 1 de enero de 1999. Así, en las deducciones de recursos propios por las financiaciones otorgadas al personal de la entidad, el límite de los cinco millones de pesetas por acreditado se sustituirá por 30.000 euros por acreditado. Por otro lado, a efectos del riesgo de tipo de cambio, el euro y las monedas nacionales integradas en él, incluida la peseta, se considerarán una sola divisa. En lo que se refiere a las entidades que quedan excluidas de los requerimientos de recursos propios por riesgo de la cartera de negociación, también se traduce a euros las dos cantidades señaladas, pasando de 2.000 y 2.600 millones de pesetas a 15 y 20 millones de euros, respectivamente. En cuanto a la relación de las personas a las que las entidades hubieran concedido facilidades crediticias superiores a los cuatro millones de pesetas, este importe deberá sustituirse por 25.000 euros. Asimismo, en todos los estados se sustituyen las referencias de millones de pesetas por miles de euros.</p> <p>CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.— La CBE 6/1998, de 29 de mayo, modificó la CBE 3/1995, de 25 de septiembre, para redefinir algunos conceptos e introducir algunas reformas a fin de mejorar la información proporcionada por la Central de Información de Riesgos (CIR).</p> <p>Por un lado, se han modificado algunos conceptos relacionados con la morosidad a los efectos de la información a la CIR. Por otro, se amplía el contenido de la CIR, extendiéndolo a todos los riesgos de las entidades declarantes y acreditadas, excluyendo los saldos a la vista y a corto plazo, y las operaciones canalizadas a través del mercado interbancario. Asimismo, con el fin de asegurar la confidencialidad de los datos de los acreditados declarados en la CIR, se prevé la posibilidad de que esta exija a las entidades declarantes la presentación previa al Banco de España de la autorización del acreditado, así como requerirles la implantación de los procedimientos y controles necesarios a tal efecto.</p> <p>Finalmente, se aprovechó la ocasión para introducir algunas precisiones aconsejadas por la práctica o por razones de concordancia con otras disposiciones, así como eliminar de los esquemas informativos de la CIR la recogida de datos sobre carteras de acciones y participaciones, ya que esta información no se integra en las posiciones de riesgo definidas en la CIR.</p>
JUNIO	<p>MERCADO DE VALORES: SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES.— La CCNMV 1/1998, de 10 de junio, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, completó determinados aspectos sobre el control interno contable de las sociedades y agencias de valores (en adelante, entidades de valores). Asimismo, estableció unos</p>

requisitos mínimos para las políticas generales de control y seguimiento de los riesgos que deben diseñar las entidades sujetas, es decir, las entidades de valores, las entidades obligadas de sus grupos consolidables (en adelante, los grupos), y las sociedades gestoras de cartera a las que, en virtud de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se les extienden estas obligaciones.

DEUDA DEL ESTADO: EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EUROS.— La Resolución del 1 de junio de 1998, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF), dispuso la emisión de obligaciones del Estado en euros, así como su procedimiento de emisión. Estas obligaciones tendrán la calificación de deuda segregable, se emitirán mediante subastas mensuales competitivas que se celebrarán el tercer martes de cada mes entre junio y diciembre de este año, y el valor nominal unitario será de 1.000 euros (166.386 PTA). Estos valores se podrán negociar en la red de mediadores entre negociantes de deuda anotada, tanto en el segmento denominado «mercado ciego» como en el segundo escalón. Finalmente, cabe reseñar que el Tesoro, mediante una Resolución del 1 de junio de 1998, de la DGTPF, convocó una subasta de obligaciones del Estado en euros a diez años, que se celebró el pasado 16 de junio. La emisión de los valores fue el 23 de junio, su tipo de interés nominal fue del 5,15 %, y su fecha de amortización será el 30 de julio del 2009.

FONDOS DE PENSIONES: ADMINISTRACIÓN Y DEPÓSITO DE ACTIVOS FINANCIEROS EXTRANJEROS.— El incremento paulatino de los fondos de pensiones y la creciente especialización e integración de los mercados financieros internacionales hizo necesario establecer, mediante el RD 1351/1998, de 26 de junio, las condiciones oportunas para que los fondos de pensiones, a través de sus entidades gestoras, puedan contratar la administración de parte de sus inversiones en activos financieros extranjeros con otras entidades con una mayor especialización en mercados exteriores. En concreto, esta norma contempla las condiciones generales para la contratación con entidades domiciliadas en el Espacio Económico Europeo (en adelante, entidades de inversión) de la administración y depósito de los activos financieros extranjeros, adquiridos conforme a la legislación vigente. El contrato de administración tendrá por objeto la gestión individualizada de una cartera de activos financieros extranjeros propiedad de un fondo de pensiones por parte de una entidad de inversión, que asume la selección de inversiones y la emisión de órdenes de compra y venta por cuenta del fondo, exclusivamente. Por su parte, la entidad depositaria del fondo podrá contratar el depósito de dichos activos con otras entidades. Las entidades de inversión con las que se contrate dicha administración deberán reunir los siguientes requisitos: ser personas jurídicas con domicilio social en el territorio del Espacio Económico Europeo, y ser entidades de crédito, empresas de inversión o entidades aseguradoras que operen en el ramo de vida, legalmente autorizadas por las autoridades de supervisión del Estado miembro correspondiente, para el desarrollo y ejercicio de la actividad que se proponen contratar. El límite máximo del patrimonio del fondo objeto del contrato de administración no podrá superar el 20 % del total de las inversiones financieras y de tesorería del fondo de pensiones. Se podrá superar este límite cuando tales excesos se deban exclusivamente a variaciones del valor de los activos del fondo de pensiones o al ejercicio de los derechos incorporados a dichos activos, pero se deberá reajustar la cuantía del patrimonio al límite establecido en el plazo máximo de un año.

MODIFICACIÓN DE LA PRIMERA DIRECTIVA BANCARIA Y DE LA DIRECTIVA SOBRE EL COEFICIENTE DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.— Para profundizar en la regulación de la solvencia de las entidades de crédito, las Directivas 98/32/CE y 98/33/CE, de 22 de junio, introdujeron determinadas modificaciones que afectan a la Primera y a la Segunda Directivas Bancarias (Directivas 77/780/CEE, de 12 de diciembre, y 89/646/CEE, de 15 de diciembre, respectivamente), y a la Directiva 89/647/CEE, de 18 de diciembre, por la que se establece un coeficiente de solvencia único. La Directiva 77/780/CEE permitía la celebración de acuerdos de cooperación que proveyeran intercambios de información entre autoridades competentes de distintos Estados miembros, y entre estas y las de terceros países. Ahora, la Directiva 98/33/CE amplía la posibilidad de intercambio de información con otras autoridades y órganos de terceros países, siempre que dichos intercambios gocen de garantías adecuadas para preservar el secreto profesional. Estos acuerdos deberán tener por objeto el cumplimiento de las tareas de supervisión de las autoridades de los países involucrados. Por otra parte, esta Directiva determina los requerimientos de recursos propios por riesgo de contraparte de la operativa con mercaderías (por ejemplo, la operativa de derivados sobre materias primas).

1998	
JULIO	<p>MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE LA ADECUACIÓN DEL CAPITAL Y DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN Y DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.— La Directiva 98/31/CE, de 22 de junio, modificó la Directiva 93/6/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores mobiliarios, con el fin de revisar sus postulados y adaptarlos a los actuales riesgos de mercado.</p> <p>En primer lugar, se amplía la definición de la cartera de negociación para incluir las posiciones en materias primas o derivados sobre materias primas mantenidas en la cartera con fines de negociación y sujetas, fundamentalmente, a riesgos de mercado. Por otro lado, se permite que las autoridades competentes de los Estados miembros autoricen a las entidades a que, a la hora de calcular sus requisitos de capital frente a los riesgos de posición, de tipo de cambio o sobre materias primas, puedan utilizar sus propios modelos de gestión de riesgos en lugar de los métodos normalizados de la Directiva 93/6/CEE, o bien una combinación de ambos. No obstante, la utilización de estos modelos internos queda supeditada al reconocimiento expreso por la autoridad competente a efectos de supervisión del capital y siempre que cumplan una serie de condiciones de fiabilidad y de control, tal como se detalla en la Directiva.</p> <p>Finalmente, cabe reseñar que en lo referente al riesgo de tipo de cambio, a efectos del cálculo de los requisitos de capital, se incorporan las posiciones en oro y derivadas del oro, quedando sujetas al mismo régimen que las posiciones en divisas.</p> <p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.— La Ley 20/1998, de 1 de julio, de reforma del régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria (IICI) y sobre cesión de determinados derechos de crédito de la Administración General del Estado, introdujo una serie de medidas que tratan de contribuir al desarrollo del mercado de alquiler de viviendas.</p> <p>En el plano financiero, se abren nuevas posibilidades de inversión y financiación para las IICI. Así, con las precisiones que se fijen reglamentariamente, se permite que los socios o partícipes puedan ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integran el activo o el patrimonio de las entidades, siempre con la debida transparencia y la limitación de posibles conflictos de interés, y puedan realizar las aportaciones originarias o derivativas en especie.</p> <p>Por otro lado, se admite la posibilidad de flexibilizar algunos supuestos fijados en el régimen jurídico anterior, como son la adquisición de bienes inmuebles en sus diferentes fases de construcción; los plazos para alcanzar los coeficientes de inversión obligatoria en inmuebles, teniendo en cuenta el carácter semilíquido de la inversión; y las condiciones que permitan el mantenimiento de los beneficios económicos inherentes al régimen de protección, en la adquisición de inmuebles de viviendas acogidas a protección oficial.</p> <p>Asimismo, se flexibilizan los supuestos para acceder a este régimen fiscal favorable (1 % en el impuesto sobre sociedades). Así, se establece que la inversión en viviendas alcance durante todo el período impositivo, al menos, el 50 % de su activo, y se amplía este objetivo a las inversiones en residencias universitarias y en residencias de la tercera edad. Además, se modifica el plazo de mantenimiento de los inmuebles en el patrimonio de las entidades, que se reduce a tres años, salvo que medie autorización expresa de la CNMV.</p> <p>En otro orden de cosas, la Ley 20/1998 modifica también las normas generales sobre inversiones de las instituciones de inversión colectiva (IIC), contemplada en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de estas entidades. Así, hasta la fecha, ninguna institución podía tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma entidad más del 5 % de su activo. Este límite se ampliaba al 10 % en determinados casos. Ahora, dicho límite podrá elevarse al 25 % en el caso de obligaciones emitidas por entidades de crédito, cuyo importe esté garantizado por activos que cubran suficientemente los compromisos de la emisión y queden afectados de forma privilegiada, y en el caso de los valores de renta fija del mercado hipotecario contemplados en la Ley 2/1981, de 25 de marzo. Este porcentaje será igualmente aplicable a las inversiones en valores emitidos por los fondos de titulización hipotecaria regulados en la Ley 19/1992.</p> <p>Respecto a los valores emitidos por el Estado, Comunidades Autónomas y organismos internacionales de los que España es miembro, las IIC estaban autorizadas a invertir en ellos hasta el 100 % de su activo, siempre que se diversificara la inversión en, al menos, seis emisiones diferentes. A partir de ahora, se impone la condición de que los valores de una misma emisión no deben superar el 10 % del saldo nominal de la misma.</p> <p>Como novedad adicional, la norma hace mención, por primera vez, a la inversión en valores segregados de deuda pública, autorizando los mismos porcentajes de inversión (100 % del activo) que para el resto de los valores del Estado, pero estableciendo determinados límites. Concretamente, para los principales segregados no podrán superar el 10 % del saldo nominal en circulación del valor segregable. Para los cupones segregados, el límite se establece en el 20 % del saldo nominal potencial de cupones segregados con la misma fecha de vencimiento.</p>

Por último, la citada norma recoge la posibilidad de fusión de los fondos de inversión, ya sea mediante absorción, ya con creación de un nuevo fondo. Para ello, se requerirá el previo acuerdo de la sociedad gestora y del depositario de los fondos que vayan a fusionarse, y necesitará la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD.— La plena participación de España en la Unión Monetaria desde su inicio y la introducción del euro, a partir del pasado 1 de enero, han hecho necesaria la introducción de una serie de modificaciones en la CBE 4/1991, que se llevaron a efecto mediante la CBE 7/1998, de 3 de julio. Los objetivos más importantes de esta Circular son los siguientes: a) revisar los criterios de sectorización y la confección de los estados reservados para adaptarlos a las normas establecidas por el BCE para la elaboración de las estadísticas de carácter monetario que se le deben comunicar; b) adaptar la normativa sobre riesgo-país a las circunstancias actuales, considerando la crisis planteada en el sudeste asiático; c) reconocer en la normativa contable la aparición de nuevas operaciones como la titulización de activos no hipotecarios y los derivados crediticios, y ajustar algunos criterios en materia de provisión de riesgos derivados de dichas operaciones, y d) requerir información sobre la localización contable de las operaciones de las entidades de crédito.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA DE LA UNIÓN EUROPEA.— La CCNMV 2/1998, de 27 de julio, dispuso que determinadas IIC, como son los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) inscritos en el Registro de la CNMV y aquellos fondos inversión mobiliaria (FIM) y sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV) que en cada momento se encuentren incluidos en la lista de instituciones financieras monetarias publicada por el BCE, deberán remitir determinados estados reservados para dar cumplimiento a los requerimientos estadísticos de la Unión Monetaria Europea.

En concreto, los estados son los siguientes: con periodicidad mensual, UM1 (balance resumido); y con periodicidad trimestral, UM2 (clasificación sectorial de emisores), UM3 (clasificación de activos por países) y UM4 (clasificación de activos por monedas). La primera información que deberá presentarse ajustada a estos modelos será la correspondiente a 30 de noviembre de 1998. Por último, la Circular detalla las infracciones por la falta de remisión de dicha información, su envío fuera de plazo o con errores significativos.

DEUDA DEL ESTADO: AMORTIZACIÓN MEDIANTE CANJE VOLUNTARIO O REEMBOLSO DE VALORES DE LA DEUDA PERPETUA INTERIOR Y EXTERIOR.— La Resolución de 30 de julio de 1998, de la DGTPF, facultada por la OM de 26 de enero de 1998, procedió a canjear o convertir en deuda pública anotada dos tipos de emisiones de deuda: a) las deudas amortizables al 3 % emisión del 1 de octubre de 1928-1969, y al 4 % emisión del 1 de abril de 1957, y b) las deudas perpetuas interior y exterior al 4 %, emisiones de 1 de octubre de 1971-1981 y de 1 de julio de 1974, respectivamente, con reembolso en metálico de los residuos. Con esta medida se pretende convertir toda la deuda pública representada en títulos físicos (deuda perpetua) y en referencias técnicas (deuda amortizable), que hasta la fecha cotizaba exclusivamente en el mercado bursátil, por anotaciones en cuenta. De este modo, la totalidad de la deuda pública en circulación estará admitida a cotización en el mercado de deuda pública anotada, por lo que su redenominación a euros será más sencilla.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES: MODIFICACIÓN DE LAS TASAS APLICABLES POR ACTIVIDADES Y SERVICIOS PRESTADOS.— El RD 1732/1998, de 31 de julio, al mismo tiempo que modificó las tarifas de ciertas actividades, unificó en una sola norma toda la regulación de las tasas de la CNMV, evitando la dispersión normativa e incrementando la seguridad jurídica de sus destinatarios.

En este sentido, se redujeron los tipos de las tasas de supervisión de la actividad de las instituciones de inversión colectiva, que pasan del 0,016 ‰ al 0,010 ‰ del activo total de las sociedades de inversión o sobre el patrimonio de los fondos de inversión, y las tasas de supervisión de las sociedades y agencias de valores pasan del 1 ‰ al 0,7 ‰ de los recursos propios exigibles, mientras que aumentaron las de la supervisión de las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación, que pasan de 0,002 ‰ al 0,012 ‰, que se aplican a la media del valor nominal de los valores que mantengan como saldo.

Por otro lado, se modificó la forma del cálculo de las tasas aplicadas por la supervisión de la actividad de los miembros de las bolsas de valores y de los miembros de mercados secundarios organizados no oficiales, y se establecieron límites inferiores y superiores para la cuota de determinadas tarifas, como las tasas por registro de folletos de emisión de valores, registros de entidades e instituciones, autorización de ofertas públicas de adquisición de valores, etc.

1998	
AGOSTO	No se publicó legislación financiera relevante.
SEPTIEMBRE	<p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: OPERACIONES EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS.— La CCNMV 3/1998, de 22 de septiembre, completó el marco de utilización de los productos derivados no negociados en mercados secundarios organizados por parte de las instituciones de inversión colectiva. Por un lado, se establecen las normas generales para la determinación de los límites a los compromisos asumidos por operaciones en instrumentos derivados. Por otro, se establecen medidas de urgencia para aquellos casos en los que se produzcan oscilaciones extremas en los precios y tipos de mercado que puedan reducir la eficacia de los coeficientes establecidos en los métodos de determinación del compromiso. Otros aspectos a reseñar son: el modo de cálculo del límite específico a la compra de opciones; el detalle de los criterios para la valoración de los instrumentos derivados y sus subyacentes; y los requisitos de solvencia exigidos a las contrapartes de las IIC en las operaciones no negociadas a través de mercados organizados de derivados. El ámbito de aplicación de dichos requisitos se amplía a las entidades que actúen como garantes de las IIC.</p> <p>Finalmente, la Circular modificó los estados contables y estadísticos y los plazos de rendición de la información a la CNMV, y el activo computable a efectos del cálculo de los coeficientes generales de inversión, para incluir, en ambos casos, las operaciones en instrumentos derivados.</p> <p>ENTIDADES ASEGURADORAS: MODIFICACIÓN DE LOS MODELOS DE INFORMACIÓN PÚBLICA.— La CCNMV 4/1998, de 22 de septiembre, armonizó los formatos de estados financieros públicos y, en particular, los modelos de información periódica semestral al nuevo plan de contabilidad de las entidades aseguradoras y a las normas para la formulación de las cuentas de los grupos de estas entidades, aprobado por el RD 2014/1997, de 26 de diciembre.</p> <p>En relación con el balance de situación tanto individual como consolidado, se producen cambios en la ubicación de algunos epígrafes, aparición de cuentas específicas y red denominación de algunas cuentas. En la cuenta de pérdidas y ganancias, tanto individual como consolidada, se introduce como novedad la presentación del resultado técnico financiero para los ramos distintos del de vida, otra para el ramo de vida y una cuenta no técnica. Por otro lado, se reseñan las adaptaciones que ha experimentado la cumplimentación del informe semestral, eliminando o ampliando las definiciones a incluir en los epígrafes y cuentas que requerían mayor aclaración, y, finalmente, se adapta la terminología del nuevo plan.</p> <p>MODIFICACIÓN DEL SISTEMA DE CRÉDITO EN OPERACIONES BURSÁTILES DE CONTADO.— Con el fin de eliminar determinadas rigideces en su operatoria, la OM de 23 de septiembre de 1998 modificó la OM de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado, sustituyendo la referencia a un número mínimo de órdenes de compra o venta de valores para la concesión del crédito por un importe efectivo mínimo igual a 200.000 PTA.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DEL COEFICIENTE DE CAJA.— Los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE facultan al Consejo de Gobierno de este último a definir un coeficiente de reservas mínimas (coeficiente de caja) que será de obligatorio cumplimiento para las entidades de crédito de los Estados miembros a partir del mes de enero de 1999.</p> <p>La sustitución prevista en esa fecha del coeficiente de caja decenal por el que estableció el BCE —de cumplimiento mensual— hizo aconsejable, mediante la CBE monetaria 1/1998, de 29 de septiembre, abrir un período de transición aproximando el esquema vigente al nuevo, de forma que se flexibilizase la transición. Cabe reseñar que desde el pasado 1 de enero de 1999 tanto esta Circular como la CBE monetaria 1/1996 quedaron derogadas, ya que en lo sucesivo la regulación del coeficiente de caja es competencia exclusiva del BCE.</p>
OCTUBRE	<p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: FOLLETOS INFORMATIVOS E INFORMES TRIMESTRALES REDUCIDOS.— La experiencia acumulada y el crecimiento del número de ahorradores que han depositado su confianza en los fondos de inversión hicieron necesario actualizar, mediante la OM de 1 de octubre de 1998, los folletos informativos, con el fin de dotar a las entidades comercializadoras de un instrumento ágil que facilite su distribución a través de canales cada vez más diversos y sofisticados.</p> <p>Esta actualización permite a los FIM y FIAMM utilizar folletos e informes trimestrales reducidos, con el objetivo de transmitir un mensaje comercial claro y preciso al inversor, y propor-</p>

1998

cionar una información homogénea con el contenido mínimo necesario para el conocimiento del producto. El folleto reducido, al igual que el folleto explicativo completo y sus correspondientes actualizaciones, será objeto de verificación y registro por la CNMV. Del mismo modo, el informe trimestral, tanto el reducido como el completo, será objeto de inscripción simultánea en el mismo Registro por la CNMV.

NUEVAS OBLIGACIONES DE SUMINISTRO DE INFORMACIÓN A LA ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA.— Con la publicación del RD 281/1998, de 23 de octubre, se procedió al desarrollo de las obligaciones de información a la Administración Tributaria (en adelante, AT) sobre las relaciones económicas, profesionales o financieras con terceras personas, sobre las operaciones con activos financieros, así como las obligaciones de información de los planes y fondos de pensiones. Cabe reseñar que las entidades de crédito y demás entidades dedicadas al tráfico bancario deberán comunicar la identificación de todas las personas autorizadas por el titular para el uso y disposición de cualquier tipo de cuentas. Asimismo, los fedatarios públicos que intervengan o medien en la emisión, suscripción, transmisión, canje, conversión, cancelación y reembolso de efectos públicos, valores o cualesquiera otros títulos y activos financieros, vendrán obligados a comunicar tales operaciones a la AT. A esta misma obligación quedan sometidas las entidades de crédito, las sociedades y agencias de valores y demás intermediarios financieros que se dediquen habitualmente a la intermediación y colocación de valores.

SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: SUBSISTEMA GENERAL DE CHEQUES PARA PAGO DE CARBURANTE Y DE VIAJE.— Dentro de la pluralidad de subsistemas de intercambio que prevé el Reglamento del SNCE, el Banco de España, mediante la CBE 8/1998, de 30 de octubre, publicó las normas de funcionamiento del nuevo subsistema general de cheques para pago de carburante y de viaje (desarrollado en la Norma SNCE-06). Este subsistema tiene por objeto el tratamiento de determinados documentos mediante truncamiento de los documentos originales y el intercambio de sus datos representativos, a través de transmisión electrónica, para su cobro a la entidad emisora pagadora, así como la compensación de los importes correspondientes, el cuadro y el establecimiento de las posiciones respectivas resultantes que se comuniquen al Servicio de Liquidación del Banco de España.

NOVIEMBRE

SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES, Y SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERAS: REGULACIÓN DE LOS REPRESENTANTES.— La CCNMV 5/1998, de 4 de noviembre, reguló un nuevo procedimiento para comunicar las relaciones de representación de sociedades y agencias de valores por personas físicas y jurídicas distintas a aquellas, simplificando el procedimiento establecido en la CCNMV 7/1989, de 5 de diciembre. Cabe reseñar que, en los documentos contractuales, figurará el principio de exclusividad y de declaración obligatoria de actividades a desarrollar por el representante, así como la manera en que se liquidarán las operaciones que se hagan a través del representante. Respecto a la forma y plazos para comunicar las relaciones de representación a la CNMV, se utilizarán los modelos recogidos en la citada Circular y se presentarán mediante soporte informático, de acuerdo con los requisitos técnicos que establezca la Comisión, en los veinte días siguientes a la finalización de cada trimestre natural.

Finalmente, la norma citada suprime la obligación para las entidades de crédito de comunicar a la CNMV las actividades de sus agentes en el ámbito del mercado de valores, siempre que estas se encuentren incluidas en el programa de actividades que la entidad tenga declarada en el BE.

REFORMA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES.— La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, llevó a cabo la reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para transponer al ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. Ello implica, en primer lugar, el derecho de toda empresa de servicios de inversión (terminología utilizada por la Directiva 93/22/CEE para incluir dentro de esta categoría a las sociedades y agencias de valores, a las sociedades gestoras de carteras autorizadas en uno de los Estados miembros de la UE) a acceder a cualquiera de sus mercados en condición de miembro, y a tener, igualmente, posibilidad de acceso o adhesión a los sistemas de compensación y liquidación. En segundo lugar, se extiende la categoría de valores negociables a otros instrumentos financieros que tienen presencia en nuestros mercados. En tercer lugar, y en consonancia con la Directiva, se hace la distinción entre mercados regulados y no regulados, clave para el diseño de la operativa del mercado único de valores, incluyendo entre los primeros a los mercados secundarios oficiales.

De forma paralela, y ante la puesta en marcha de la UEM y la adopción de la moneda única el pasado 1 de enero, el Gobierno promulgó el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, con el fin de incrementar la eficiencia y la mejora de la competencia de los mercados de valores, preservando los principios básicos de funcionamiento y organización de los mismos.

Cabe mencionar la regulación de un mecanismo nuevo en nuestros mercados de valores, que es el Fondo de Garantía de Inversiones (FGI), con cierta similitud a los fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito (FGD), para asegurar la cobertura a los inversores en los casos de situaciones concursales o cuando no se puedan cumplir las obligaciones con los inversores, pero no se establecen otras funciones como las previstas para los FGD (actuaciones preventivas o de saneamiento).

Los FGI se constituirán como patrimonios separados, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una o varias sociedades gestoras que tendrán forma de sociedad anónima, y cuyo capital se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión adheridas, en la misma proporción en que se efectúen las aportaciones a sus respectivos fondos.

Finalmente, cabe reseñar que el nuevo esquema diseñado para el mercado de valores ha obligado a redefinir tanto las normas de conducta como el ámbito de supervisión de la CNMV y su régimen sancionador. Así, las ESI, las entidades de crédito y las personas o entidades que actúen en el mercado de valores deberán respetar las normas de conducta fijadas en la Ley, en sus normas de desarrollo y las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta.

En la actuación de estas entidades deben dar absoluta prioridad al interés de su cliente, conforme al espíritu ya señalado en la Ley 24/1988, y cuando exista conflicto de intereses entre distintos clientes no deberán privilegiar a ninguno de ellos en particular. Otros principios de buena conducta son: comportamiento diligente y transparente con el cliente, desarrollo de una gestión ordenada y prudente, etc.

Como novedad, la nueva normativa determina lo que se entiende por «información privilegiada», como aquella información de carácter concreto que se refiere a uno o varios valores y a uno o varios emisores, que no se ha hecho pública y que, de hacerse, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores. Asimismo, concreta las medidas que deben adoptar las empresas para garantizar que la información reservada o privilegiada no se encuentre, directa o indirectamente, al alcance del personal de la propia entidad que preste sus servicios en otro sector de actividad, de manera que cada función se ejerza de forma autónoma.

BANCO DE ESPAÑA: ACTUALIZACIÓN DE LA NORMATIVA EN MATERIA DE INFORMACIÓN Y SECRETO PROFESIONAL.— En la disposición adicional undécima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, se modifica el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales en materia de entidades de crédito al ordenamiento jurídico comunitario, en materia de información y secreto profesional del BE. En concreto, amplía la colaboración del BE con autoridades que tengan encomendadas funciones semejantes en otros Estados, ya que dicha colaboración no solo se limita a comunicar informaciones relativas a la dirección, gestión y solvencia de las entidades de crédito, sino cualquier otra información que pueda facilitar su supervisión o sirva para evitar, perseguir o sancionar conductas irregulares. En el caso de que se trate de Estados no miembros de la UE, el suministro de estas informaciones exigirá que exista reciprocidad.

Por otro lado, la norma establece que los datos, documentos e informaciones que obren en poder del BE tendrán carácter reservado y no podrán ser divulgados a ninguna persona o autoridad. Asimismo, se establece que el acceso de las Cortes Generales a esa información se realizará a través del Gobernador del Banco, que podrá solicitar motivadamente la celebración de una sesión secreta o la aplicación del procedimiento establecido para el acceso a las materias reservadas.

Finalmente, se amplían los casos en los que dichas informaciones quedan exceptuadas de la obligación de secreto. Son las siguientes:

— Las informaciones que el BE trasmita al BCE, a los bancos centrales y organismos con función similar de la UE, así como a otras autoridades públicas encargadas de la supervisión de los sistemas de pagos.

— Las informaciones que el BE tenga que facilitar, para el cumplimiento de sus funciones, a los organismos o autoridades responsables de la supervisión de otras entidades no bancarias, siempre que exista reciprocidad y que dichos organismos estén sometidos a secreto profesional en condiciones equiparables a las establecidas por las leyes españolas.

— Las informaciones que decida facilitar a una cámara u organismo semejante autorizado legalmente a prestar servicios de compensación o liquidación de los mercados españoles,

cuando considere que son necesarias para garantizar el correcto funcionamiento de dichos organismos ante cualquier incumplimiento que se produzca en el mercado.

— Las informaciones requeridas por una Comisión Parlamentaria de Investigación en los términos establecidos en su legislación específica, aunque sus miembros vendrán obligados a adoptar las medidas pertinentes que garanticen su reserva.

REFORMA DE LA NORMATIVA REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.— En la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, antes mencionada, se reformaron, además, determinadas disposiciones de las IIC. En primer lugar, se potencian las funciones de la CNMV, al objeto de agilizar la constitución de las instituciones de inversión colectiva; se amplía el objeto social de los gestores de las IIC; se añade una nueva figura al elenco de modalidades institucionales, cual es la de los Fondos de Fondos y los Fondos Principales y Subordinados como una categoría de fondos de inversión mobiliaria caracterizados por su inversión mayoritaria en valores de otras IIC.

En este sentido, se crean tres nuevas categorías de IIC: las sociedades de inversión mobiliaria de fondos (SIMF), las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable de fondos (SIMCAVF) y los fondos de inversión mobiliaria de fondos (FIMF), que se caracterizan por invertir mayoritariamente su activo en acciones o participaciones de una o varias IIC de carácter financiero. Dentro de estas categorías, se distinguen, además, las IIC de carácter subordinado, cuando invierten en una única IIC (por lo que se denominarán IIC subordinadas), siendo sus siglas respectivas SIMS, SIMCAVS y FIMS. Por lo que se refiere a las IIC cuyos partícipes sean precisamente las IIC subordinadas, se denominarán IIC principales, siendo sus siglas respectivas SIMP, SIMCAVP y FIMP. También podrán crearse SIM, tanto de capital fijo como variable, como fondos de inversión mobiliaria caracterizados por invertir, mayoritariamente, su activo en valores no negociados en mercados regulados de valores; y FIM y FIAMM, así como cualesquiera IIC de carácter financiero con la forma de fondo de inversión cuyos partícipes sean en exclusiva inversores institucionales o profesionales.

Por otro lado, se perfilan más claramente las reglas sobre inversiones de las IIC en instrumentos derivados; y, en lo concerniente a las sociedades gestoras de IIC, de una parte, se establece como una de sus facultades la de comercialización de los valores representativos de aquellas; de otra, se les extienden ciertas previsiones en materia de intervención y supervisión.

NUEVO REGLAMENTO DE ORDENACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS SEGUROS PRIVADOS.— El RD 2486/1998, de 20 de noviembre, que recoge el nuevo reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, a la vez que incorporó al derecho interno la normativa comunitaria pendiente de transponer, clarificó y precisó el contenido de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, cuando ello fue necesario.

Respecto a su contenido, y de forma similar a la Ley, puede estructurarse en dos grandes bloques: por un lado, se menciona la ordenación de la actividad de las entidades aseguradoras domiciliadas en España sometidas a supervisión del Ministerio de Economía y Hacienda y, por otro, se ordena la actividad de las aseguradoras extranjeras cuando operan en España, distinguiendo entre las domiciliadas en el Espacio Económico Europeo y las domiciliadas en terceros países. Otros aspectos a reseñar hacen referencia a la transformación, fusión y escisión de las entidades aseguradoras. Finalmente, en el régimen de infracciones y sanciones se recoge la posibilidad de adopción de medidas de control especial o, en su caso, la intervención administrativa, de acuerdo con lo preceptuado en la Ley.

BANCO CENTRAL EUROPEO: COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS.— El Consejo de la Unión Europea publicó el Reglamento 2531/1998 del Consejo de 23 de noviembre, que establecía los principios generales, los aspectos básicos y los límites al coeficiente reservas mínimas (CRM), que posteriormente han sido desarrollados por el Reglamento 2818/1998 del BCE de 1 de diciembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas, para su entrada en vigor coincidiendo con el inicio de la Tercera Etapa de la UEM, el pasado 1 de enero. El CRM o coeficiente de caja es aplicable, a partir del 1 de enero de 1999, a las siguientes entidades de crédito de los países de la UE-11: las entidades de crédito, a excepción de los bancos centrales nacionales, y las sucursales de las entidades de crédito, incluyendo las sucursales de las entidades de crédito que no tengan domicilio legal o su sede central en un país de la UE-11. El Reglamento 2531/1998 establece que el CRM que puede fijar el BCE no podrá exceder, como máximo, del 10 % de los pasivos que formen parte de la base de cálculo de las reservas mínimas (pasivos computables), pudiendo ser el cero por ciento. Por su parte, el Reglamento 2818/1998, haciendo uso de esos límites, concreta el porcentaje aplicado a los pasivos computables de la siguiente forma:

1998	
DICIEMBRE	<p>1. Se aplicará un CRM del 0 % a los depósitos a plazo con un vencimiento superior a dos años; a los depósitos disponibles con un preaviso superior a dos años; a las operaciones dobles o pacto de recompra, y a los valores de deuda emitidos con un vencimiento superior a dos años.</p> <p>2. Se aplicará un CRM del 2 % a todos los demás pasivos computables, es decir, los que no cumplan la condición anterior y todos aquellos derivados de la aceptación de fondos reembolsables.</p> <p>Asimismo, el Reglamento 2531/1998 detalla las sanciones por incumplimiento del CRM como el pago de hasta cinco puntos porcentuales sobre el tipo marginal de crédito del SEBC, el doble del tipo de marginal de crédito del SEBC, o la obligación de constituir depósitos no remunerados en el BCE o en los de los Estados miembros hasta el triple del déficit de cobertura del CRM.</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO: SANCIONES, INFORMACIÓN ESTADÍSTICA Y BALANCE CONSOLIDADO.— Los Estatutos del SEBC y del BCE facultaron al Consejo de la UE para que vaya definiendo distintas competencias que debe asumir el BCE con ocasión del inicio de la Tercera Etapa de la UEM. Con este motivo, se publicaron el Reglamento 2532/1998 del Consejo de 23 de noviembre, sobre las competencias del BCE para imponer sanciones, y el Reglamento 2533/1998 del Consejo de 23 de noviembre, sobre la obtención de información estadística por el BCE. Por parte de este Organismo y en relación con esta materia, se publicó el Reglamento 2819/1998 del BCE de 1 de diciembre, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias.</p> <p>En cuanto al régimen de competencias del BCE para imponer sanciones, el Reglamento 2532/1998 no concreta, explícitamente, el tipo de entidades sujetas a dicho régimen, y, en su caso, hace mención genérica a las personas físicas o jurídicas (públicas o privadas), con excepción de las autoridades públicas de un Estado miembro de la UE-11, sujetas a obligaciones que tengan su origen en los reglamentos y las decisiones del BCE. Otros apartados del Reglamento hacen referencia a los límites dentro de los cuales el BCE puede imponer sanciones y pagos periódicos coercitivos a las empresas, salvo que se señale otra cosa en reglamentos específicos del Consejo de la UE, y al procedimiento sancionador. Finalmente, cabe reseñar que para determinar y, en su caso, imponer sanciones, el BCE se guiará, en todo momento, por el principio de proporcionalidad.</p> <p>Respecto a la información estadística, el BCE, asistido por los bancos centrales nacionales, recopilará de las entidades sujetas a esta obligación la información necesaria para el cumplimiento de sus funciones, de acuerdo con lo establecido en los Estatutos del SEBC. Por otra parte, con relación a las instituciones monetarias y financieras residentes en los países de la UE-11, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento 2819/1998, tendrán la obligación, salvo determinadas excepciones, de presentar mensualmente al banco central correspondiente la información estadística relativa a su balance, a fin de elaborar periódicamente el balance consolidado de este sector, y trimestralmente para determinadas partidas concretas del citado balance. Dicha información será utilizada, entre otros fines, para calcular y, en su caso, verificar la base de reservas relativa a la aplicación del CRM, comentado en el epígrafe anterior. De forma similar a los casos anteriores, el Reglamento reproduce el derecho de los bancos centrales para la verificación y, en su caso, la recogida forzosa de la información.</p> <p>SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA: INFORMACIÓN SOBRE SUS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.— La CBE 10/1998, de 27 de noviembre, concretó la información que deben rendir las sociedades de garantía recíproca (SGR) en relación con el coeficiente de recursos propios, sus inversiones obligatorias, y el límite al inmovilizado material y a las acciones y participaciones, a la vez que se reproducen algunas de sus normas para facilitar su cumplimiento. Finalmente, atendiendo al proceso de integración de nuestro país en la moneda única, y al objeto de facilitar el tratamiento de la información contable y estadística remitida al Banco de España, la Circular impone a las SGR que, a partir del pasado 1 de enero, los estados reservados y los de cierre del ejercicio vengán expresados en miles de euros.</p> <p>REFORMA DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS.— La necesidad de adaptar el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) al modelo vigente en los países de nuestro entorno, dentro de un contexto de globalización económica, ha hecho necesario proceder a una profunda revisión del mismo, que se llevó a efecto mediante la publicación de la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del IRPF y otras Normas Tributarias, que entrará en vigor para el ejercicio fiscal de 1999. El primer desarrollo de esta Ley fue el RD 2717/1998, de 18 de diciembre, por el que se regulan los pagos a cuenta en el IRPF y en el impuesto sobre la renta de no residentes (que se comenta más adelante), y se modifi-</p>

ca el reglamento del impuesto sobre sociedades en materia de retenciones e ingresos a cuenta. Posteriormente, se publicó el reglamento de la Ley 40/1998, mediante el RD 214/1999, de 5 de febrero, que se ajusta a la estructura sistemática de la Ley e incorpora en su normativa la regulación de los pagos a cuenta del impuesto, recogidos en el mencionado RD 2717/1998.

El aspecto fundamental de la reforma gira en torno al establecimiento de un mínimo personal y familiar exento de tributación, «mínimo vital», que varía según las circunstancias personales y familiares del contribuyente. Este mínimo se aplicará, en primer lugar, a reducir la parte general de la base imponible, sin que esta pueda resultar negativa como consecuencia de la disminución. El remanente, si lo hubiera, se aplicará a reducir la parte especial de la base imponible, que tampoco podrá resultar negativa. Además del mínimo familiar, la Ley articula otras medidas fiscales tendentes a proteger y favorecer a la familia, como la declaración conjunta, la exención de pensiones por alimentos, la deducción por inversión en la vivienda habitual, tributación favorable de las pensiones en favor de los hijos, etc.

En los rendimientos del capital mobiliario, se introduce una importante modificación en la tributación del ahorro, procurando un tratamiento neutral de las distintas formas de ahorro: se disminuye la fiscalidad de los rendimientos de capital mobiliario a más de dos años, como los depósitos bancarios, al tiempo que se suprimen diversas exenciones en las llamadas variaciones de patrimonio, se aclara la fiscalidad de los sistemas alternativos a los fondos de pensiones, y se da un tratamiento más favorable al ahorro a largo plazo y a los rendimientos derivados de contratos de seguros. También se producen novedades significativas en el sistema de retenciones sobre las rentas de capital, rebajando el tipo de retención del 25 % al 18 % para los rendimientos derivados de la cesión a terceros de capitales, es decir, los productos financieros más utilizados por los pequeños ahorradores, como las cuentas corrientes y los depósitos a plazo. Dicha reducción no alcanza al resto de los rendimientos, que, con carácter general, siguen sometidos a retención a cuenta del 25 %. La base de retención se calculará teniendo en cuenta las reducciones previstas en la Ley según el plazo de generación de estos rendimientos. Cabe mencionar que continúan exonerados de retención a cuenta los rendimientos de los valores emitidos por el BE que constituyan instrumento regulador de intervención en el mercado monetario y los rendimientos de las letras del Tesoro.

También están exonerados de retención a cuenta del IRPF los rendimientos derivados de la transmisión de activos financieros con rendimiento explícito, y, en el caso de sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades, los rendimientos de valores negociables de renta fija que se negocien en mercados secundarios oficiales de valores españoles, con la condición de que, en ambos casos, estén representados en anotaciones en cuenta, con el propósito de mejorar la eficiencia de los mercados organizados de renta fija y la financiación de las empresas y de las Administraciones Públicas españolas.

En otro orden de cosas, se modifica la terminología respecto a «los incrementos y disminuciones de patrimonio», que ahora se redenominan «ganancias y pérdidas patrimoniales». Estas, al igual que aquellas, hacen referencia a las variaciones en el valor del patrimonio del contribuyente que se pongan de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en su composición, salvo que por norma se califiquen como rendimientos.

En cuanto a la tarifa del impuesto, se incorporan dos novedades dignas de ser subrayadas: la minoración de la carga tributaria, con una rebaja general de los tipos, incluidos el mínimo y el máximo, y la reducción y redefinición de los tramos. En las deducciones de la cuota, se mantiene la de la adquisición de vivienda habitual, y se favorecen aquellas que responden al interés general, como los donativos.

Por último, se incorporan a la Ley las reglas sobre regímenes especiales, la mayoría reguladas hasta ahora al margen de la Ley del impuesto, como son las de imputación de rentas y las de instituciones de inversión colectiva.

RENTAS DE NO RESIDENTES Y OTRAS NORMAS TRIBUTARIAS.— La Ley 41/1998, de 9 de diciembre, sobre la renta de no residentes y normas tributarias, desarrollada reglamentariamente, mediante el RD 326/1999, de 26 de febrero, regula, de forma unitaria, la tributación de los no residentes en los impuestos sobre la renta. Este impuesto es un tributo de carácter directo que grava la renta obtenida en territorio español por las personas físicas y entidades no residentes en el mismo. En este sentido, se considerarán rentas obtenidas en territorio español, entre otras, las siguientes:

- a) Las rentas de actividades o explotaciones económicas realizadas mediante establecimiento permanente situado en territorio español.
- b) Los rendimientos de actividades o explotaciones económicas obtenidos sin mediación de establecimiento permanente cuando las actividades o explotaciones económicas sean realizadas en territorio español o cuando se trate de prestaciones de servicios utilizados en territorio español.

c) Los rendimientos del trabajo, cuando deriven, directa o indirectamente, de un trabajo prestado en territorio español, entre otros.

d) Los dividendos y otros rendimientos, los intereses, cánones y otros rendimientos de capital mobiliario, las ganancias patrimoniales, etc.

Asimismo, la Ley establece determinados supuestos en los que las rentas se consideran exentas del impuesto, entre las que cabe reseñar: las derivadas de los rendimientos de la deuda pública obtenidos sin mediación de establecimiento permanente, y las derivadas de valores emitidos en España por personas físicas o entidades no residentes sin mediación de establecimiento permanente.

Respecto a las rentas obtenidas mediante establecimiento permanente, la Ley detalla los conceptos que la componen, así como la determinación de la base imponible. Una vez determinada con arreglo a lo preceptuado en la norma, se aplicará el tipo de gravamen del 35 %, excepto cuando la actividad del establecimiento permanente fuese la de investigación y explotación de hidrocarburos, en cuyo caso el tipo de gravamen será del 40 %. En cuanto a las rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente, una vez determinada su base imponible, conforme a lo establecido en la Ley, se aplicará, con carácter general, el tipo de gravamen del 25 % para obtener la correspondiente cuota tributaria. Las pensiones y haberes pasivos percibidos por personas físicas no residentes en territorio español serán gravados de acuerdo con la escala que se reproduce en la norma y cuyos tipos de gravamen se encuentran entre el 8 % para las pensiones más bajas y el 40 % para las más altas. Los rendimientos del trabajo de personas físicas no residentes, en general, se gravarán al 8 %, siempre que no proceda la aplicación de otras normas específicas. Otros rendimientos que se pueden reseñar son: los derivados de operaciones de reaseguro, gravados al 1,5 %, y los derivados de ganancias patrimoniales, al 35 %.

Otro apartado de la Ley hace referencia al gravamen especial sobre bienes inmuebles de entidades no residentes que recae sobre los bienes inmuebles o derechos reales de goce o disfrute sobre los mismos. La base imponible estará constituida por el valor catastral de los bienes inmuebles o, en su caso, el valor determinado con arreglo a las disposiciones aplicables a efectos del impuesto sobre el patrimonio. El tipo de gravamen especial será del 3 %.

BANCO DE ESPAÑA: OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.— Con el fin de establecer el marco general al que habrán de sujetarse las operaciones de política monetaria que efectúe el BE, de acuerdo con las orientaciones del BCE, la Resolución de 11 de diciembre de 1998 de la Comisión Ejecutiva del BE ha establecido las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria.

En este sentido, el BE, en el ejercicio de sus funciones, podrá realizar operaciones de mercado abierto y ofrecer facilidades permanentes. Las operaciones de mercado abierto son ejecutadas a iniciativa del BE en los mercados financieros, y pueden adoptar la forma de operaciones temporales, operaciones de compraventa simple a vencimiento, *swaps* de divisas y toma de depósitos a plazo fijo. Por otro lado, el BE podrá conceder facilidades permanentes a las entidades con sujeción al cumplimiento de las condiciones de acceso que el BE tenga establecidas.

En este sentido, el BE realizará operaciones de política monetaria con las entidades que cumplan los siguientes requisitos: a) ser entidad de crédito u otra entidad sujeta al mantenimiento de reservas mínimas establecida en España; b) ser financieramente solvente y estar sujeta a supervisión armonizada por parte de las autoridades nacionales en el ámbito de la Comunidad Europea o del Espacio Económico Europeo (no obstante, las entidades financieramente solventes que estén sujetas a supervisión nacional no armonizada, pero equivalente, podrán también ser aceptadas como contraparte), y c) cumplir los requisitos operativos que establezca el BE.

El BE, en el ejercicio de sus funciones, podrá realizar operaciones de mercado abierto y ofrecer facilidades permanentes. Las operaciones de mercado abierto son ejecutadas a iniciativa del BE en los mercados financieros, y pueden adoptar la forma de operaciones temporales, operaciones de compraventa simple a vencimiento, *swaps* de divisas y toma de depósitos a plazo fijo. Los procedimientos para la realización de las operaciones de mercado abierto podrán ser subastas estándar, subastas rápidas o procedimientos bilaterales.

Por otro lado, el BE podrá conceder facilidades permanentes a las entidades con sujeción al cumplimiento de las condiciones de acceso que el BE tenga establecidas. El BE, mediante la facilidad marginal de crédito, podrá proporcionar liquidez a un día contra los correspondientes activos de garantía y, mediante la facilidad marginal de depósito, podrá aceptar depósitos a un día de las entidades. En supuestos excepcionales, el BE podrá establecer limitaciones o, incluso, suspender el acceso a las facilidades permanentes.

Todas las operaciones de crédito o financiación deberán instrumentarse con el respaldo de garantías admisibles por el conjunto de los bancos centrales nacionales integrantes de la UEM, en los términos que se señalarán más adelante. Para las operaciones de financiación intradía, las operaciones de mercado abierto y la facilidad marginal de crédito se admitirán como activos de garantía los valores aceptados como garantía para estas operaciones por el SEBC.

Los criterios sobre selección de activos y las medidas de control de riesgos serán los que establezca el BE, que serán dadas a conocer a las entidades (contraparte) con la debida antelación. Los activos aptos para su aportación en garantía de las operaciones de política monetaria y de financiación de los sistemas de liquidación se darán a conocer con arreglo a los medios de difusión que se establezcan por este o por el SEBC. Dichos activos son los únicos que el BE admitirá en garantía. Los activos que el BE puede aceptar en garantía de sus operaciones se clasifican en dos categorías, denominadas lista «uno» y lista «dos», que serán publicadas periódicamente por el BE.

En esta línea, cabe reseñar que se han incorporado como nuevos activos de garantía los préstamos no hipotecarios concedidos por entidades de crédito. En efecto, en la disposición adicional tercera de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, que se comenta más adelante, desarrollada por la OM de 18 de diciembre de 1998, se abre la posibilidad de que se puedan utilizar préstamos no hipotecarios para asegurar el cumplimiento de las obligaciones presentes o futuras que contraigan las entidades de crédito frente al BE, al BCE, o a los bancos centrales nacionales de los países de la UE-11, en el ejercicio de sus operaciones de política monetaria. Para ello, deberán sujetarse a determinadas consideraciones, reseñando las siguientes:

- a) Los préstamos serán susceptibles de afección cualesquiera que sean los requisitos formales o materiales que las partes hubieran pactado respecto a su cesión o gravamen.
- b) Dicha afección producirá todos sus efectos frente a terceros desde su inscripción en el registro que a tal fin establezca el BE.
- c) Los rendimientos de los préstamos afectos corresponderán, salvo pacto en contrario, a la entidad de crédito que aporta la garantía.
- d) En caso de incumplimiento de las obligaciones garantizadas, el beneficiario de la garantía adquirirá la titularidad de pleno derecho de los préstamos afectos subrogándose en la posición contractual de la entidad prestamista. En caso de quiebra o suspensión de pagos de la entidad que hubiera afectado en garantía los préstamos, además de lo mencionado, el beneficiario de la misma gozará de derecho absoluto de separación en relación con los derechos de crédito derivados de tales préstamos.

Por otro lado, la Ley 46/1998 establece que el régimen previsto en la legislación sobre mercados de valores para las prendas y las operaciones dobles y con pacto de recompra, realizadas en garantía de obligaciones contraídas frente al BE, en el ejercicio de sus operaciones de política monetaria, será igualmente de aplicación a las operaciones de análoga naturaleza realizadas en España en garantía de obligaciones contraídas frente al BCE y a los demás bancos centrales pertenecientes a la UE-11 en el ejercicio de sus operaciones de política monetaria.

LEYES Y DESARROLLOS NORMATIVOS SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO.— Con el fin de hacer efectivos los mecanismos de introducción del euro, se promulgó la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, denominada «Ley Paraguas», que estableció un conjunto de reglas generales que completan y facilitan, en lo que se refiere al propio sistema monetario, la introducción del euro como moneda única, de acuerdo con lo establecido en los reglamentos comunitarios, al mismo tiempo que facultó al Gobierno para que la desarrolle reglamentariamente, dictando las medidas necesarias para garantizar que la ejecución de lo dispuesto en esta norma se realice de forma armónica.

Con anterioridad, cabe reseñar la publicación del Reglamento 2866/1998, del Consejo, de 31 de diciembre, sobre los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro, que ha fijado el pasado 31 de diciembre el precio de conversión fijo e irrevocable del euro frente a todas las monedas nacionales de los once países pertenecientes al área euro. Concretamente, la paridad de la moneda española quedó establecida en 166,386 pesetas por euro.

Aunque era suficiente la aplicación directa de los citados reglamentos, la mayoría de los Estados han adecuado su ordenamiento interno, de acuerdo con sus peculiaridades, para hacer efectivos los mecanismos de introducción del euro. En el caso español, se ha hecho lo propio con la promulgación de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro (BOE del 18), que establece un conjunto de reglas generales que completan y facilitan, en lo que se refiere al propio sistema monetario, la introducción del euro como moneda única, de acuerdo con lo establecido en los reglamentos comunitarios antes citados, al mismo

tiempo que faculta al Gobierno para que la desarrolle reglamentariamente, dictando las medidas necesarias para garantizar que la ejecución de lo dispuesto en esta Ley (también denominada «Ley Paraguas») se realice de forma armónica. A continuación, se hace una revisión sucinta de los apartados más importantes de la Ley 46/1998 y de sus normas de desarrollo, poniendo especial énfasis a los aspectos que atañen al ámbito financiero:

1. Integración del Banco de España en el SEBC.— Una de las consecuencias de la UEM es la integración del BE en el SEBC, dirigido por el BCE. Como parte integrante, el BE se verá obligado a la realización de una serie de procesos operativos homogéneos junto con los bancos centrales de los países de la UE-11, conforme a las exigencias de funcionamiento del BCE y del citado sistema. Estas nuevas exigencias, que abarcan desde la instrumentación de la política monetaria hasta el funcionamiento del sistema TARGET, pasando por los procesos de apertura y cierre de mercados y actividades conexas, integrarán parte de la actividad del BE en un área de actuación común. La puesta en funcionamiento del citado sistema hace necesario introducir en la mencionada Ley la reorganización de sus servicios y dependencias.

Otra consecuencia de esta integración es la necesidad de adaptar la organización y funcionamiento del actual Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) a las nuevas obligaciones asumidas por el BE para la instauración del sistema TARGET. En virtud de ello, el BE publicó la CBE 11/1998, de 23 de diciembre, que actualiza la normativa del STMD. En este sentido, el STMD pasará a denominarse Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE), por lo que cualquier mención al mismo en la normativa actual se entenderá realizada a la nueva denominación. La Circular establece una relación exhaustiva de las entidades que pueden acceder a la condición de entidad adherida al SLBE, abriendo la posibilidad a cualquier entidad que preste servicios de compensación y liquidación, siempre que esté supervisada por una autoridad competente.

2. Modificación del sistema monetario nacional.— De acuerdo con lo mencionado, desde el 1 de enero de 1999 la moneda del sistema monetario nacional es el euro, que sucede sin solución de continuidad y de modo íntegro a la peseta, y que se dividirá en cien *cents* o céntimos. No obstante, la peseta podrá continuar siendo utilizada como unidad de cuenta en todo instrumento jurídico, en cuanto subdivisión del euro, con arreglo al tipo de conversión hasta el 31 de diciembre del año 2001. No obstante, los billetes y monedas españoles continuarán siendo válidos como medio de pago hasta el 30 de junio del año 2002, salvo que legalmente se disponga un plazo inferior.

3. Redenominación de los certificados del Banco de España.— La Ley 46/1998 establece que, a partir del 1 de enero de 1999, las emisiones de deuda que realicen el Estado o sus organismos autónomos se realizarán en euros. Este régimen alcanza a los Certificados del Banco de España (CBES), dado que el BE gestiona la llevanza de las cuentas de los Certificados del BE (CBES) por medio de la Central de Anotaciones del mercado de deuda pública, y estos forman parte de la lista «uno» de valores españoles que pueden usarse en la instrumentación de la política monetaria en la Tercera Fase de la UEM, por lo que procede llevar a cabo su redenominación a la unidad euro. El procedimiento de redenominación se llevó a efecto por el BE, en virtud de lo dispuesto en la Ley 46/1998, mediante la CBE 12/1998, de 23 de diciembre.

4. Redenominación de la deuda del Estado.— Tal como se mencionó en el apartado anterior, a partir del 1 de enero de 1999 las emisiones de deuda del Estado se realizarán en euros. La deuda anotada emitida con anterioridad al 1 de enero que se encuentre en circulación se redenominará a euros mediante la aplicación del tipo de conversión, redondeándose, en su caso, al céntimo más próximo. Si el saldo nominal por código de valor de un titular estuviera constituido por varios registros, la redenominación y su correspondiente redondeo se realizarán para cada uno de ellos, la suma de los cuales dará el saldo nominal en euros.

Por otro lado, a raíz de lo preceptuado en la Ley 46/1998, se ha publicado la OM de 23 de diciembre de 1998, por la que se dispone la emisión de la deuda del Estado en euros durante el mes de enero de 1999, y dos Resoluciones de 23 de diciembre de 1998, de la DGTPF, por la que se disponen determinadas emisiones de bonos, obligaciones y letras del Tesoro en euros a realizar en el citado mes.

Por otro lado, el Gobierno, facultado por la Ley 46/1998, promulgó el RD 2813/1998, de 23 de diciembre, por el que se establece el procedimiento de redenominación a euros de la deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones.

A todos los efectos, la fecha de redenominación a euros de la deuda fue el pasado 4 de enero (primer día hábil del mercado), que se efectuó aplicando el tipo de conversión al saldo nominal de cada uno de los códigos-valor de la deuda que, al cierre del mercado del último día de 1998, figuraba registrada a favor de cada titular, bien en una cuenta propia, o bien a través de una entidad gestora. La cifra resultante se redondeó, en su caso, al céntimo más próximo, de acuerdo con las normas de redondeo establecidas en la Ley. En nin-

gún caso, la liquidación de redondeo dio lugar a liquidación de efectivo, y tampoco la redenominación fue considerada como un canje y, en consecuencia, no supondrá en ningún caso la afloración de plusvalías y minusvalías a efectos contables o fiscales.

Asimismo, se publicó la CBE 1/1999, de 8 de enero, que desarrolla el RD 2813/1998 para modificar los importes mínimos en euros en las operaciones de deuda segregada. En este sentido, en cada orden de segregación o reconstitución de bonos segregables el importe nominal mínimo del bono segregable será de 500.000 euros. Los importes adicionales deberán ser múltiplos de 100.000 euros. Por otro lado, los importes mínimos a efectos de la negociación serán de 100.000 euros para los principales segregados y de 1.000 euros para los cupones segregados. Las operaciones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de 100.000 euros y un euro para los principales y los cupones segregados, respectivamente.

5. Cambio de la unidad de cuenta en los mercados de valores distintos del mercado de deuda del Estado.— A partir del 1 de enero de 1999, los mercados de valores, distintos del mercado de deuda pública en anotaciones, quedaron autorizados para que cambiaran la unidad de cuenta de sus procedimientos operativos de la unidad peseta a la unidad euro, por lo que concierne a la negociación, compensación y liquidación de valores y otros procedimientos financieros. Esta operación se realizará de forma gratuita para los inversores en todos los mercados secundarios de valores.

Durante el período transitorio, la información que hayan de facilitar los organismos rectores en los mercados de valores, distintos del mercado de deuda pública en anotaciones, se ofrecerá en euros conforme a las reglas que, en su caso, establezca el Ministerio de Economía y Hacienda (MEH). Haciendo uso de esta facultad, el MEH las ha concretado en la OM de 23 de diciembre de 1998. Así, a partir del 1 de enero de 1999, los organismos rectores de los mercados de valores, distintos del mercado de deuda, que cambien sus procedimientos operativos a la unidad de cuenta euro, cuando faciliten información en euros sobre las operaciones que en ellos se realicen se deberán ajustar determinadas reglas detalladas en la norma. Por otro lado, las instituciones de inversión colectiva que por sí mismas o por decisión, en su caso, de su sociedad gestora hayan adoptado el euro como unidad de cuenta deberá facilitar la información exigida por la legislación vigente en euros.

Un artículo de la Ley 46/1998 hace referencia al ámbito de los seguros privados y de los planes y fondos de pensiones. Cabe reseñar que el Gobierno, haciendo uso de la facultad otorgada por la citada Ley, promulgó el RD 2812/1998, de 23 de diciembre, sobre adaptación de la normativa de seguros, planes y fondos de pensiones a la introducción del euro, que pretende hacer la reglamentación específica en este sector sin perder la perspectiva del desarrollo armónico al que expresamente se refiere la Ley. Por su parte, el MEH ha publicado una OM de 23 de diciembre de 1998, por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados y se establecen las obligaciones de información como consecuencia de la introducción del euro.

Por último, cabe reseñar en este apartado la publicación de la CCNMV 7/1998, de 16 de diciembre, que establece las modificaciones y adaptaciones en determinadas circulares relativas a los mercados secundarios de valores y sociedades rectoras, sociedades y agencias de valores, instituciones de inversión colectiva, comunicación de participaciones significativas e información pública periódica de entidades con valores admitidos a negociación en bolsas de valores.

6. Sistema Nacional de Compensación Electrónica: adaptación al euro.— La adaptación del SNCE a la Tercera Fase de la UEM exigió la modificación de su normativa anterior, mediante la CBE 9/1998, de 30 de octubre, precisando que, desde el pasado 1 de enero, la unidad de cuenta del sistema monetario español es el euro.

A partir del 1 de enero del año 2002, el sistema monetario empleará exclusivamente el euro como unidad de cuenta. Desde el 1 de enero hasta el 30 de junio del año 2002 se efectuará el canje de billetes y monedas en pesetas por billetes y monedas en euros, con arreglo al tipo de conversión y a la aplicación de las normas de redondeo establecidas. El canje se realizará por el BE, bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Solo se podrá entregar billetes y monedas denominadas en euros contra la entrega de billetes y monedas denominadas en pesetas, sin que se puedan admitir canjes inversos. Asimismo, el canje será gratuito, quedando prohibido el cobro de cualquier tipo de gasto, suplido, comisión, precio o concepto análogo en relación con este canje.

A partir del 1 de julio del 2002, los billetes y monedas denominados en pesetas solo conservarán un valor de canje por billetes y monedas denominados en euros con arreglo al tipo de conversión y en la forma y modo que determine el MEH. Este canje se llevará a cabo, exclusivamente, en el BE. Por otro lado, a partir del 1 de enero del año 2002 los instrumentos jurídicos que no hubieran sido redenominados durante el período transitorio se entenderán automáticamente expresados en la unidad de cuenta euro, mediante la aplicación del tipo de conversión y, en su caso, el régimen de redondeo establecido.

7. Medidas tendentes a favorecer la plena introducción del euro.— El panorama normativo se completa con la exposición de un conjunto de medidas genéricas que favorecerán la recepción de la moneda única durante el período transitorio.

En el ámbito financiero, cabe reseñar que, con relación a la cotización oficial, a partir del 1 de enero de 1999 tendrá la consideración de cambio oficial de la moneda nacional frente a otras divisas el que publique para el euro el BCE, por sí o a través del BE. Este también podrá publicar cotizaciones del euro respecto a monedas distintas de las consideradas por el BCE. Durante el período transitorio, el BE publicará a título informativo la equivalencia del cambio oficial en la unidad de cuenta peseta.

Por otro lado, respecto al tipo de interés del mercado interbancario a un año (MIBOR) para aplicar a los préstamos hipotecarios vigentes al 1 de enero de 1999, se seguirá calculando y publicando mientras concurren los requisitos técnicos necesarios para su elaboración. Si no fuera posible su elaboración por dificultades técnicas o de mercado, la Ley faculta al MEH bien para determinar su fórmula de cálculo o bien para establecer un nuevo tipo o índice de referencia equivalente que sustituirá al MIBOR, sin perjuicio de la libertad de contratación entre las partes para modificar sus correspondientes contratos. En el resto de las operaciones financieras que utilicen como referencia un tipo MIBOR cuyo cálculo no pudiera realizarse por perder significación financiera, y siempre que las partes no hubieran establecido un tipo sustitutivo o subsidiario en defecto del inicialmente pactado o no hubieran dispuesto reglas para el caso de desaparición o falta de representatividad de dicho tipo, será de aplicación, en su lugar, el tipo de interés que presente la mayor analogía con aquel.

ESTABLECIMIENTOS ABIERTOS AL PÚBLICO PARA CAMBIO DE MONEDA EXTRANJERA: MODIFICACIÓN DE SU RÉGIMEN JURÍDICO.— El RD 2660/1998, de 14 de diciembre, actualizó el régimen jurídico de los establecimientos abiertos al público distintos de las entidades de crédito para cambio de moneda extranjera (en adelante, establecimientos de cambio), sin olvidar el respeto a la libre competencia y la debida protección a la clientela.

Dentro de su ámbito de aplicación se amplía la actividad de estos establecimientos, cualquiera que sea su denominación, para recoger no solo el cambio de moneda (compra o venta de billetes extranjeros), sino también la gestión de transferencias recibidas del exterior o enviadas al exterior, a través de las entidades de crédito.

Respecto a las obligaciones de los establecimientos de cambio, el Real Decreto hace mención a los tipos de cambio y protección de la clientela, al registro de las operaciones y a las obligaciones de información al BE. Respecto a los tipos de cambio aplicables a las operaciones de compra y venta de moneda extranjera, estos serán libres, debiendo respetar el régimen de publicidad, transparencia de las operaciones y protección de la clientela según lo que establezcan las normas de desarrollo de este Real Decreto.

Por último, la norma concreta el régimen de supervisión y sancionador de estos establecimientos. Así, corresponderá al BE el control e inspección de su actividad, pudiendo solicitar cuanta información financiera, contable o de otro orden que considere adecuada para el eficaz ejercicio de sus funciones. En lo referente al régimen sancionador, será el establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, pero adaptados a las peculiaridades de estos establecimientos, que pueden llevar a la revocación de la autorización.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA 1999.— En la Ley 49/1998, de 30 de diciembre, se publicaron los Presupuestos Generales del Estado para 1999, cuya principal característica es que son los primeros que se elaboran en el seno de la Unión Económica y Monetaria. En virtud de ello, se recogen las exigencias de estabilidad que van a regir en la moneda única, lo que va a suponer una mayor disciplina presupuestaria, siendo la política fiscal el principal instrumento para preservar los objetivos de estabilidad macroeconómica. En el campo de la regulación financiera, se reduce el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes, que pasan del 5,5 % al 4,25 %, y del 7,5 % al 5,5 %, respectivamente. Asimismo, se fija en 2,34 billones de pesetas el límite para el incremento del saldo vivo de la deuda del Estado durante el año.

En el ámbito fiscal se caracteriza por el deseo de impulsar y poner en práctica la reforma del IRPF reflejada en la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, así como de la tributación de los no residentes. Concretamente, en el IRPF se regulan los coeficientes de actualización del valor de adquisición aplicables, exclusivamente, a los bienes inmuebles. En el impuesto sobre sociedades, se actualizan los coeficientes de corrección monetaria aplicables a las transmisiones de bienes inmuebles y se determina el importe de los pagos fraccionados que las entidades sujetas a este impuesto deben realizar. En el impuesto sobre el patrimonio, se actualiza el mínimo exento y la tarifa aplicable en el caso de que las CCAA no aprueben cuantías propias o no hayan asumido competencias en la materia.

1998	<p>En cuanto al gasto público, se mantiene para 1999 tanto la suspensión de la posibilidad de realizar incorporaciones de crédito, excepto en determinados casos concretos, como la prohibición de efectuar transferencias de crédito de operaciones de capital a operaciones corrientes, con las mismas salvedades que para el ejercicio anterior.</p> <p>MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL.— Como es habitual en los últimos años, para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1999, se han adoptado una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, recogidas en la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, 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.</p> <p>La Ley introduce determinadas reformas en el ámbito tributario, en el de la Seguridad Social y en las normas reguladoras del régimen personal al servicio de las Administraciones Públicas, y atiende a necesidades concretas, tanto en el ámbito de la organización y gestión como en el de la actuación administrativa.</p> <p>En el área financiera, se modifica la regulación de la deuda pública del Estado para establecer la posibilidad de que los valores negociables de la deuda del Estado adquiridos en el mercado secundario puedan destinarse no solo a su amortización, sino también a su mantenimiento en una cuenta de valores abierta al efecto en el Tesoro, y de que puedan realizarse operaciones de compraventa sobre los mismos. Asimismo, se suprimen las razones especiales para la apertura de cuentas del Tesoro fuera del BE, requiriendo, en todo caso, previa comunicación del Tesoro con expresión de la finalidad de la cuenta y de las condiciones de utilización. Dentro del mercado de valores, se realizan modificaciones en el régimen sancionador y se amplía la casuística establecida respecto a las infracciones muy graves.</p> <p>Dentro del ámbito fiscal, debe tenerse en cuenta la reforma del IRPF, contenida en la Ley 40/1998, de ahí que la presente Ley se limite a realizar ajustes muy concretos a la normativa vigente. En el impuesto sobre sociedades, se incluyen como sujetos pasivos del impuesto los FGI, regulados por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma del mercado de valores, aunque, al igual que el BE y los fondos de garantía de depósitos, quedan exentos del impuesto. Asimismo, se añade un nuevo capítulo referente al régimen de las comunidades titulares de montes vecinales en mano común.</p> <p>En el impuesto sobre el patrimonio se modifican los criterios de valoración de las participaciones de las IIC, que se valorarán por el valor liquidativo de las mismas a 31 de diciembre. En el impuesto sobre el valor añadido se adapta la normativa del impuesto a la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 5 de mayo de 1998, lo que determina la ampliación del ámbito de aplicación de la exención correspondiente a los servicios deportivos prestados por entidades sin fin de lucro.</p> <p>Finalmente, se arbitra un conjunto de medidas de carácter extraordinario para acomodar las posibilidades de actuación de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre a las exigencias derivadas de la introducción del euro.</p>
1999	<p>ENERO</p> <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 Ley 1/1999, de 5 de enero, 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 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 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</p>

1999	
	<p>folletos informativos e informes trimestrales reducidos, con el objetivo de transmitir un mensaje comercial claro y preciso al inversor. La CNMV, mediante la CCNMV 1/1999, de 14 de enero, 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.— Mediante la CBE 2/1999, de 26 enero, se actualizó la CBE 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, para introducir, de acuerdo con la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, 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 10 a 20 años el límite máximo para su amortización. 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). 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.— Como viene siendo habitual en estas fechas, se publicaron el RD 80/1999, de 22 de enero, y la OM de 27 de enero de 1999, que disponen la 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 Resoluciones de 28 de enero de 1999, de la DGTPF, que concretan determinadas emisiones de deuda y hacen público el calendario de subastas ordinarias de letras, bonos y obligaciones del Estado, todas ellas en euros, que se ofertarán durante ese período. En sentido amplio, continúan 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 será 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>
FEBRERO	<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 RD 214/1999, de 5 de febrero, el RD 215/1999, de 5 de febrero, 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 (AT), que se encontraban regula-</p>

1999

das en el artículo 11 del RD 505/1987, de 3 de abril, sobre anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, que se deroga, y en el RD 2027/1985, de 23 de octubre, derogado en su totalidad.

MODIFICACIONES DE LOS REGLAMENTOS DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES, DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES Y OTRAS NORMAS TRIBUTARIAS.— El RD 215/1999, de 5 de febrero (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.

Respecto al reglamento de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RD 1307/1988, de 30 de septiembre, se desarrollan algunas normas relativas a los supuestos de enfermedad grave y paro de larga duración. Asimismo, se completa 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.

Finalmente, se modifica el RD 2717/1998, de 18 de diciembre, 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 los siguientes casos: por un lado, las transmisiones realizadas antes del 1 de enero del año 2000 de activos financieros con rendimiento explícito emitidos con anterioridad a 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.

DEUDA DEL ESTADO: REGULACIÓN DE LAS FIGURAS DE «CREADOR DE MERCADO» Y DE «ENTIDAD NEGOCIANTE».— La OM de 10 de febrero de 1999, desarrollada por la Resolución de 11 de febrero de 1999, y la Resolución de 4 de marzo de 1999, 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.

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.

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.

MARZO

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 OM de 18 de marzo de 1999 estableció las condiciones para la apertura de cuentas de valores en la Central de Anotaciones del BE por parte de otros sistemas de compensación y liquidación de valores de otros países de la UE, y viceversa.

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 de valores reflejará el saldo global de los valores que, admitidos a negociación en el mercado de deuda pública, correspondan a participantes de aquel, y constituirá, en todo momento, la permanente y exacta contrapartida de los valores registrados en el depositario central.

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.

1999

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 CBE 3/1999, de 24 de marzo, modificó la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, 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 importes monetarios». Asimismo, para una mayor claridad informativa se exige información adicional a suministrar a la clientela en el folleto de tarifas y se detalla la forma en que la información ya prevista debe reflejarse en el propio folleto y en el tablón de anuncios.

Por último, la Circular aprovecha 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 ha modificado 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 Banco de España, que ahora debe expresarse en euros.

2. ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
I. BANCO CENTRAL EUROPEO		
a) <i>Instrumentación de la política monetaria</i>		
Coeficiente de reservas mínimas	Nov 1998	Ene 1999
b) <i>Otras funciones</i>		
Sanciones, información estadística y balance consolidado	Nov 1998	Ene 1999
II. BANCO DE ESPAÑA		
a) <i>Régimen jurídico</i>		
Modificación de la Ley de Autonomía del Banco de España	Abr 1998	Jul-ago 1998
Actualización de la normativa en materia de información y secreto profesional	Nov 1998	Ene 1999
b) <i>Instrumentación de la política monetaria</i>		
Modificación del coeficiente de caja	Sep 1998	Oct 1998
Operaciones de política monetaria	Dic 1998	Ene 1999
d) <i>Otras funciones</i>		
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: subsistema general de efectos de comercio	Ene 1998	Abr 1998
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: incorporación de los documentos endosados al subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente	Ene 1998	Abr 1998
Central de Información de Riesgos: modificación de su normativa	May 1998	Jul-ago 1998
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: subsistema general de cheques para pago de carburante y de viaje	Oct 1998	Ene 1999
III. ENTIDADES DE CRÉDITO		
Entidades de crédito y establecimientos de cambio de moneda extranjera. Transparencia de las operaciones y relaciones con la clientela	Ene 1998 Mar 1999	Abr 1998 Abr 1999
Modificaciones en la determinación y control de los recursos propios mínimos	May 1998	Jul-ago 1998
Modificación de las normas de contabilidad	Jul 1998 Ene 1999	Oct 1998 Abr 1999
IV. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
a) <i>Sociedades y agencias de valores</i>		
Sociedades y servicios de tasación: información que deben rendir al Banco de España	Ene 1998	Abr 1998
Sociedades y agencias de valores	Jun 1998	Jul-ago 1998
Regulación de los representantes	Nov 1998	Ene 1999
b) <i>Instituciones de inversión colectiva</i>		
Fondos de titulización de activos	May 1998	Jul-ago 1998
Instituciones de inversión colectiva: aspectos varios	Jul 1998	Jul-ago 1998

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
Operaciones en instrumentos financieros derivados	Sep 1998	Oct 1998
Requerimientos de información estadística de la Unión Europea	Jul 1998	Oct 1998
Folletos informativos e informes trimestrales reducidos	Oct 1998	Oct 1998
Reforma de la normativa reguladora de las instituciones de inversión colectiva	Nov 1998	Ene 1999
Fondos de inversión: folletos e informes trimestrales	Ene 1999	Abr 1999
<i>c) Otras instituciones</i>		
Sociedades y servicios de tasación: información que deben rendir al Banco de España	Mar 1999	Abr 1999
Información contable de las sociedades de garantía recíproca	Feb 1998	Abr 1998
Fondos de pensiones: contratación de la administración y depósito de activos financieros extranjeros	Jun 1998	Jul-ago 1998
Entidades aseguradoras: modificación de los modelos de información pública	Sep 1998	Oct 1998
Modificación del régimen jurídico de los establecimientos abiertos al público para cambio de moneda extranjera	Dic 1998	Ene 1999
Información sobre los recursos propios de las sociedades de garantía recíproca	Nov 1998	Ene 1999
Nuevo reglamento del seguro privado	Nov 1998	Ene 1999
Entidades de capital-riesgo y sus entidades gestoras	Ene 1999	Ene 1999
V. MERCADO DE VALORES		
<i>a) Mercado de deuda pública</i>		
Condiciones de emisión para 1998 y enero de 1999	Ene 1998	Abr 1998
Pago de intereses	Abr 1998	Jul-ago 1998
Emisión de obligaciones en euros	Jun 1998	Jul-ago 1998
Amortización mediante canje voluntario o reembolso de valores representativos de la deuda perpetua interior y exterior	Jul 1998	Oct 1998
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
<i>b) Otros mercados</i>		
Implantación del sistema de intercambio de información a través de línea telemática en la CNMV	Mar 1998	Abr 1998
Folletos informativos sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores	Abr 1998	Jul-ago 1998
Modificación del sistema de crédito en operaciones bursátiles al contado	Sep 1998	Oct 1998
Modificación de las tasas aplicables por actividades y servicios prestados por la CNMV	Jul 1998	Oct 1998
Reforma del mercado de valores	Nov 1998	Ene 1999
VI. INTRODUCCIÓN DEL EURO		
Recomendación de la Comisión Europea sobre las comisiones bancarias por la conversión a euros	Abr 1998	Jul-ago 1998
Reglamento del Consejo de la Unión Europea sobre la introducción del euro	May 1998	Jul-ago 1998
Leyes y desarrollos normativos sobre la introducción del euro	Dic 1998	Ene 1999
VII. LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Modificación de la primera directiva bancaria y de la directiva sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito	Jun 1998	Oct 1998
Modificación de la directiva sobre la adecuación del capital y de las empresas de inversión y de las entidades de crédito	Jun 1998	Oct 1998

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
VIII. NORMAS FISCALES		
Reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas	Dic 1998	Ene 1999
	Feb 1999	Abr 1999
Renta de no residentes y otras normas tributarias	Dic 1998	Ene 1999
	Feb 1999	Abr 1999
Nuevas obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria	Oct 1998	Ene 1999
	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
IX. OTRAS MATERIAS		
Presupuestos generales del Estado para 1999	Dic 1998	Ene 1999
Medidas fiscales, administrativas y de orden social	Dic 1998	Ene 1999

ÍNDICES

Índice de cuadros

	<u>Páginas</u>
Cuadro I.1.	Principales variables macroeconómicas 13
Cuadro II.1.	Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido 36
Cuadro II.2.	Países con mercados emergentes: principales indicadores macroeconómicos 38
Cuadro II.3.	UEM. Principales indicadores macroeconómicos 42
Cuadro II.4.	Países de la UEM: crecimiento anual del PIB 45
Cuadro II.5.	Los objetivos de déficit contenidos en los programas de estabilidad 47
Cuadro II.6.	Definiciones de los agregados monetarios en el área del euro 53
Cuadro III.1.	Principales agregados macroeconómicos 60
Cuadro III.2.	Evolución del consumo y de la formación bruta de capital fijo por sectores institucionales 62
Cuadro III.3.	Composición de los deflatores del producto interior bruto (PIB) y de la demanda final (DF) 73
Cuadro IV.1.	Cuentas de utilización de renta, de capital y financieras. Economía nacional. Detalle por sectores 83
Cuadro IV.2.	Agregados monetarios y crediticios. Crecimiento interanual medido en diciembre (T1,12) 90
Cuadro IV.3.	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables 95
Cuadro IV.4.	Volúmenes negociados en los mercados monetarios y financieros 96
Cuadro IV.5.	Entidades de depósito. Estructura de balance y cuenta de resultados 99
Cuadro IV.6.	Fondos captados por otros intermediarios financieros 104
Cuadro IV.7.	Operaciones financieras 108
Cuadro IV.8.	Balanza de pagos 113

Índice de gráficos

	<i>Páginas</i>
Gráfico I.1.	Inflación interanual. Objetivos y referencias 16
Gráfico I.2.	Tipos de interés 19
Gráfico I.3.	Evolución de precios y costes en las manufacturas y los servicios 24
Gráfico I.4.	Costes y márgenes en las manufacturas y los servicios. Contribuciones al crecimiento de los precios finales. 25
Gráfico II.1.	Estados Unidos: consumo privado y factores explicativos 34
Gráfico II.2.	Tipos de interés y tipos de cambio. 35
Gráfico II.3.	Evolución de los tipos de cambio y de las bolsas 39
Gráfico II.4.	UEM: composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo a lo largo del ciclo. 44
Gráfico II.5.	UEM. Índices armonizados de precios de consumo 46
Gráfico II.6.	Tipos de interés 49
Gráfico II.7.	Agregados monetarios y crediticios en el área del euro 50
Gráfico III.1.	Consumo privado 63
Gráfico III.2.	Inversión residencial 64
Gráfico III.3.	Inversión productiva privada 65
Gráfico III.4.	Demanda exterior neta y principales determinantes. 68
Gráfico III.5.	Crecimiento real, ocupados, salarios, productividad y tasa de paro 69
Gráfico III.6.	Valor añadido bruto, empleo y productividad 71
Gráfico III.7.	Deflatores del PIB, de la demanda final y de las importaciones. 73
Gráfico III.8.	Formación de precios 75
Gráfico III.9.	Deflatores de la demanda final 78
Gráfico IV.1.	Ciclo económico, inflación y políticas macroeconómicas. 82
Gráfico IV.2.	Ahorro financiero neto en períodos de recuperación cíclica 84
Gráfico IV.3.	Administraciones Públicas: evolución de las principales variables 86
Gráfico IV.4.	Tipos de interés 89
Gráfico IV.5.	Agregados monetarios y crediticios: T1,12. 92
Gráfico IV.6.	Tipos de interés y diferenciales 93
Gráfico IV.7.	Índices bursátiles 94
Gráfico IV.8.	Tipos de interés bancarios. Bancos y cajas de ahorros. 100
Gráfico IV.9.	Activos dudosos y ciclo económico. Bancos y cajas de ahorros 100
Gráfico IV.10.	Inversores institucionales 102
Gráfico IV.11.	Ahorro financiero neto e internacionalización de la economía 105
Gráfico IV.12.	Recursos financieros y empleos de las empresas no financieras y de las familias 106

	<u>Páginas</u>
Gráfico IV.13. Riqueza financiera de las empresas no financieras	107
Gráfico IV.14. Riqueza financiera de las familias	109
Gráfico IV.15. Administraciones Públicas	111

Índice de recuadros

	<u>Páginas</u>
Recuadro I.1. Principales medidas adoptadas en 1998 para la introducción de la moneda única	17
Recuadro I.2. España con relación a Europa: la convergencia real	21
Recuadro I.3. Diferenciales de inflación con la UEM en el sector servicios	23
Recuadro II.1. Las iniciativas para la reforma del sistema financiero	33
Recuadro II.2. Regímenes cambiarios en países emergentes	43
Recuadro II.3. Cambios en la instrumentación de la política monetaria	55
Recuadro III.1. La relación entre el ciclo económico español y el europeo	61
Recuadro III.2. Una aproximación a los efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica: el canal de comercio exterior	67
Recuadro III.3. Regulación, competencia e inflación	77
Recuadro IV.1. Cambios en la medición de los agregados macroeconómicos: calendario de implantación del SEC/95 y su repercusión en los datos del déficit y la deuda pública del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	87
Recuadro IV.2. La expansión del crédito bancario en España	91
Recuadro IV.3. El crecimiento de la titulización durante 1998	97
Recuadro IV.4. El proceso de internacionalización de las entidades bancarias españolas ..	103

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>DIRECTOR GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA</i> (Sin voto en asuntos de política monetaria)	Jaime Caruana
<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 Manuel Zamanillo
<i>SECRETARIO</i> (Con voz y sin voto)	Joaquín Fanjul
<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

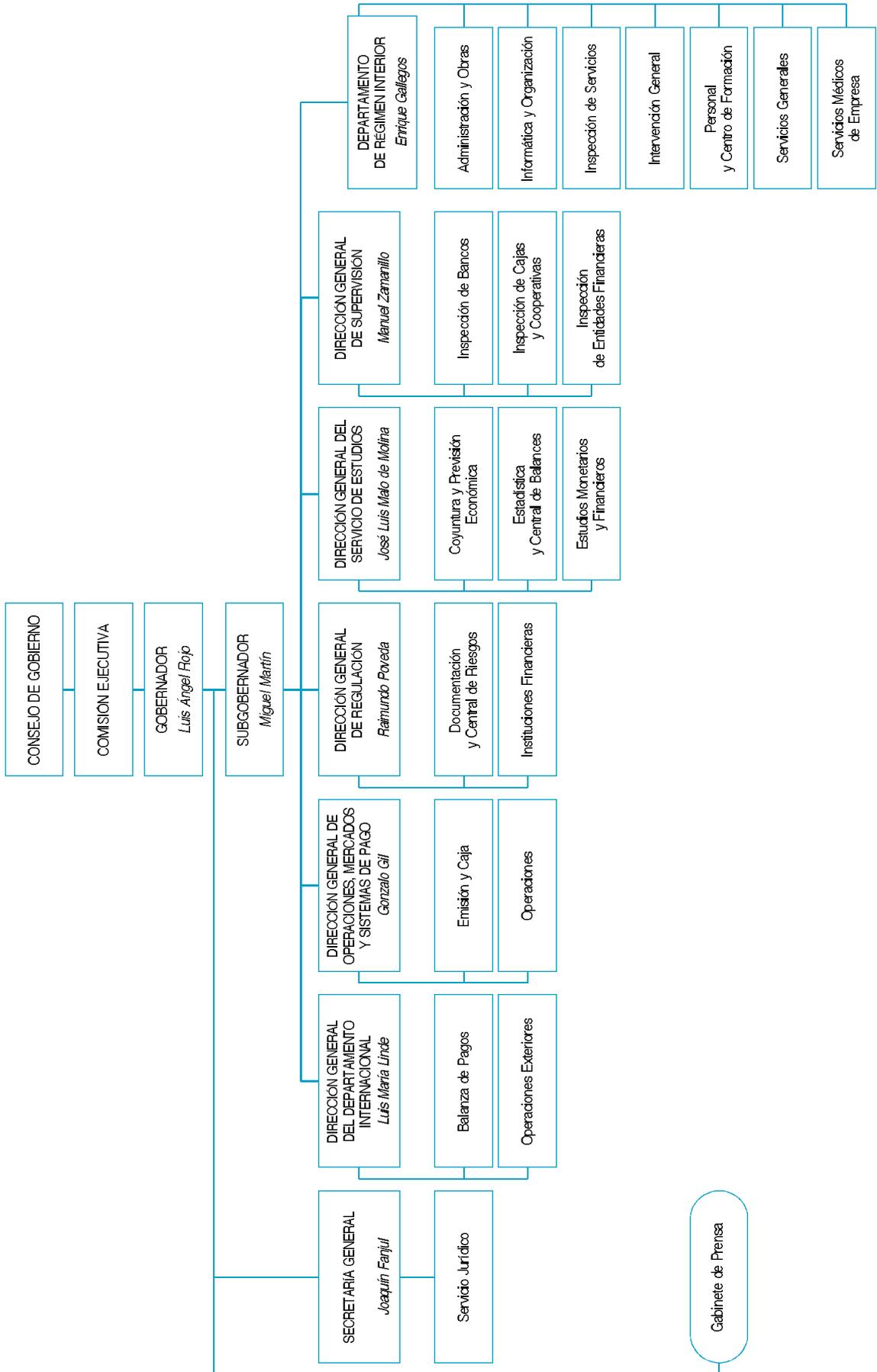
Manuel Zamanillo

SECRETARIO

(Con voz y sin voto)

Joaquín Fanjul

ORGANIGRAMA GENERAL



PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)
CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (ediciones en español e inglés) (anual)
BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)
CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)
BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)
ECONOMIC BULLETIN (trimestral)
BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)
BOLETÍN ESTADÍSTICO Y BOLETÍN ECONÓMICO (en disquetes, mensual)
BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)
MONOGRAFÍA ANUAL
CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO
CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPIACIÓN (cuatrimestral)
REGISTROS DE ENTIDADES (anual)
REGISTROS DE ENTIDADES (en disquetes, mensual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998).
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).

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

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

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).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.

EDICIONES VARIAS (1)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informe anual (ediciones en español e inglés):

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

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

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

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

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

Central de Anotaciones en Cuenta:

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

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

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

Economic bulletin (3):

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

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

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

Sistema de información en línea (SILBE):

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

Series históricas de mercados financieros

(en disquete, ejemplar suelto):

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

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (5):

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

Circulares a entidades de crédito:

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

Circulares del Banco de España. Recopilación:

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

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

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

Estudios económicos (Serie azul)

y Estudios de historia económica (Serie roja):

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

Documentos de trabajo:

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

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

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

Memoria del Servicio de Reclamaciones

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

Ediciones varias (8).

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

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