

DOCUMENTOS

LA RELACIÓN ENTRE EL *CASH FLOW* Y LA OFERTA MONETARIA: EL CASO DE ALGUNOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA

Autores: Miguel-Ángel Galindo Martín^(*)
Agustín Álvarez Herranz^(*)
María Teresa Méndez Picazo^(**)

DOC. N.º 26/05

(*) Universidad de Castilla-La Mancha
(**) Universidad Complutense



INSTITUTO DE
ESTUDIOS
FISCALES

N.B.: Las opiniones expresadas en este documento son de la exclusiva responsabilidad de los autores, pudiendo no coincidir con las del Instituto de Estudios Fiscales.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN
 2. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN MONETARIA
 3. EL *CASH FLOW* Y EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN MONETARIA
 4. ANÁLISIS EMPÍRICO
 5. CONCLUSIONES
- BIBLIOGRAFÍA

RESUMEN

Distintos mecanismos de transmisión monetaria han sido objeto de estudio por los economistas. Tradicionalmente, se ha venido considerando el mecanismo de transmisión a través del tipo de interés, con el debate entre keynesianos y monetaristas, en el que las instituciones financieras juegan un papel secundario. En las últimas décadas, por el contrario, se está concediendo especial atención al denominado mecanismo “a través del crédito” en el que se considera, entre otras cuestiones, el comportamiento de las empresas. En este sentido, una de las variables a tener en cuenta en el proceso es el *cash flow*, ya que sus variaciones pueden afectar a las decisiones de inversión de las empresas, así como a objetivos de política económica, como por ejemplo, el empleo y el crecimiento económico. El objetivo de este trabajo es analizar la relación que existe entre el *cash flow*, la oferta monetaria y el crecimiento económico para el caso de algunos países de la Unión Europea.

1. INTRODUCCIÓN

Habitualmente, los análisis empíricos de economía aplicada han estado interesados básicamente en estudiar el comportamiento de las variables que podrían afectar a los distintos objetivos perseguidos por el decisor político y en las últimas décadas, los efectos sobre el crecimiento económico han cobrado un especial interés en este tipo de análisis. Quedando relegados a un segundo plano, los aspectos relacionados con la empresa.

En este sentido, los efectos que pudiera tener una determinada medida monetaria sobre la evolución y las decisiones de las empresas no suelen ser considerados, sino que, en todo caso, son los efectos sobre la inversión privada los que se contemplan. En el ámbito de la política monetaria la tendencia ha sido similar.

Si tradicionalmente los análisis teóricos habían destacado el papel relevante que tenían los intermediarios financieros en el mecanismo de transmisión monetaria, a lo largo de la década de los años setenta del pasado siglo esta visión se modificó, al considerar que la oferta monetaria es una variable exógena, controlable por las autoridades monetarias a través del manejo del coeficiente de caja y de la base monetaria. Más adelante los procesos de innovación financiera volverían a modificar esta postura, otorgando de nuevo a dichos intermediarios un papel predominante en el mecanismo de transmisión monetaria, ya que las decisiones que tomen ante alteraciones en la cantidad de dinero tendrán efectos sobre los planes de gasto de los distintos agentes económicos.

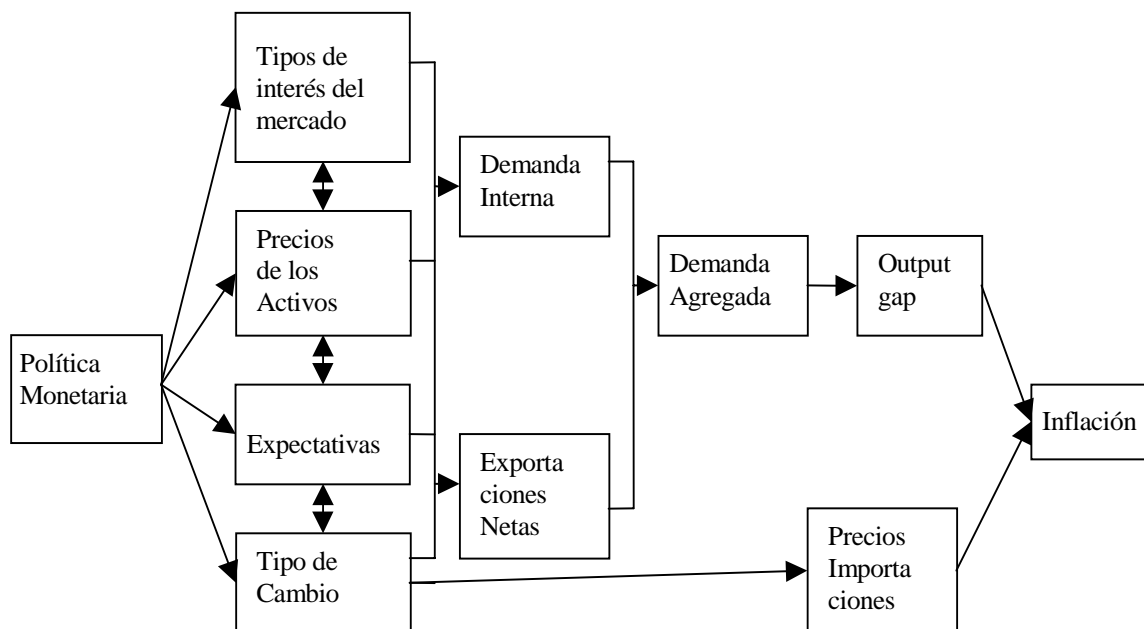
En este sentido, hay que tener en cuenta, por tanto, el comportamiento que tienen las empresas, ya que dichas alteraciones monetarias también van a incidir sobre sus resultados, afectando a sus deseos de acudir o no a los créditos que conceden estas entidades. Una de las variables que nos sirve de indicador sobre ese posible comportamiento de las empresas es su *cash flow*, ya que si este aumenta, sus necesidades de financiación externa se verían reducidas, afectando a las decisiones que respecto al crédito adopten los intermediarios. Precisamente, dicho *cash flow* puede verse alterado por las modificaciones en la cantidad de dinero, encontrando de esta manera una conexión entre la política económica y el comportamiento empresarial que tendría incidencia sobre algunos objetivos de política económica, tales como el crecimiento económico y el empleo.

El objetivo de este trabajo es mostrar la relación que existe entre la oferta monetaria y el *cash flow* y a su vez con el crecimiento económico. Para ello, en el siguiente epígrafe expondremos brevemente algunos de los mecanismos de transmisión más relevantes. A continuación analizaremos el mecanismo de transmisión a través del crédito. En el epígrafe 4 desarrollaremos el estudio empírico. Finalizaremos con las principales conclusiones.

2. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN MONETARIA

El estudio de las diferentes formas a través de las cuales se relacionan los cambios monetarios con alteraciones en distintos objetivos de política económica, tales como inflación, crecimiento económico o empleo, son de especial relevancia para la autoridad monetaria. Como es lógico, los bancos centrales están muy interesados en evitar los efectos negativos que se derivan de los “shocks” monetarios, por lo que lo que el denominado “mecanismo de transmisión monetaria” está siendo objeto de atención. El problema que se produce en este intento es que no existe una única explicación de este mecanismo. En efecto, dependiendo de las estructuras institucionales de los países, los mecanismos que se producen son diferentes. Siguiendo a Howells y Bain (2005, p. 275) podemos considerar cuatro tipos de canales, que vienen resumidos en la figura 1.

FIGURA 1



Fuente: Howells y Bain (2005, p. 276).

En primer lugar, la política monetaria afecta a los tipos de interés. Un aumento en los tipos de interés a corto plazo incrementa, entre otros instrumentos, los tipos de los Pagarés del Tesoro, los de los bancos comerciales y el de los préstamos a tipo a corto y variable. Estas alteraciones afectarían a las decisiones de gasto de los agentes económicos, provocando un aumento en el consumo y cambiando sus decisiones sobre el ahorro. Sin embargo, el impacto de esta medida sobre los tipos de interés a largo plazo no resulta tan obvia como en el caso de los tipos a corto plazo, ya que dependerá del efecto que tenga respecto a las expectativas del mercado sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo y, especialmente, sobre la inflación que afecta a los tipos de interés nominales.

En segundo lugar, la política diseñada por el banco central también afecta a los precios de los activos. La alteración de los tipos de interés incidiría sobre el tipo de rendimiento de todos los activos. Por ejemplo, en el caso de la vivienda, un menor tipo de interés supone una reducción en el coste de su financiación, por lo que cabe esperar que su demanda aumente, incrementando el precio. Esta circunstancia se produce también para el caso de otros activos, como es el caso de la tierra y de los activos financieros.

En tercer lugar, se influye también sobre las expectativas acerca de la futura evolución de algunos objetivos macroeconómicos, tales como la inflación y el crecimiento económico. Estas alteraciones afectarán a las expectativas de los participantes en los mercados financieros y del resto de los agentes económicos respecto al empleo, en el caso de los individuos, y de las ventas en el caso de las empresas. Es por ello que los agentes económicos consideran las variaciones del tipo de interés como una señal de la situación económica, por lo que modificarán sus decisiones de inversión y de consumo conforme a las expectativas que se hayan formado. Ahora bien, los principales problemas que se derivan de este tercer mecanismo son los que se refieren a su incertidumbre y a la dificultad de precisar el impacto que tiene la política monetaria sobre las expectativas. Por esta razón, los bancos centrales conceden gran importancia a la transparencia y credibilidad de la política monetaria, intentando que los agentes económicos lleven a cabo una correcta interpretación de la política que se ha diseñado y que respondan de una forma consistente.

En cuarto lugar, la política monetaria también influye sobre el tipo de cambio. En términos generales, un aumento del tipo de interés provoca un incremento del precio de la moneda con lo que se estimulan las importaciones y se reducen las exportaciones, con lo que se frenan las presiones inflacionistas. Sin embargo, el resultado final del proceso es incierto, ya que hay que tener presente la existencia también de una serie de situaciones y de factores que afectarían al comportamiento que acabamos de señalar, tales como la elasticidad de las importaciones, la competitividad, el ámbito internacional, etc.

En definitiva, los canales y comportamientos que acabamos de indicar afectarán a la demanda y finalmente a los objetivos de la política económica, especialmente al crecimiento, a la inflación y al empleo. De todas formas, resulta conveniente tener presente la existencia de una serie de limitaciones que afectan a dichos canales y que, por tanto, incidirían sobre la consecución de dichos objetivos. En primer lugar, hay que tener presente la existencia de un cierto retardo temporal entre la adopción de la correspondiente medida de política monetaria y las modificaciones esperadas en el gasto realizado por los agentes económicos. En segundo lugar, la transparencia y credibilidad de la autoridad monetaria es un factor relevante a considerar ya que tendrá efectos sobre las expectativas que se formulen. En tercer lugar, hay que contemplar también el comportamiento de los agentes económicos. Éstos deben entender correctamente las señales enviadas por la autoridad monetaria y no actuar de tal manera que afecte negativamente sobre la eficiencia de este instrumento de política económica.

3. EL CASH FLOW Y EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN MONETARIA

En el apartado anterior hemos analizado los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, siguiendo a Mishkin (2001) en la actualidad no son éstos los únicos a contemplar, ya que existen otra serie de efectos que deben ser considerados y que los resume bajo dos canales que denomina “otros precios de los activos” y “desde la perspectiva del crédito”.

El primero de ellos incorpora dentro del mecanismo de tipo de cambio expuesto anteriormente, los efectos riqueza que se producen en el consumo debido a los cambios en el precio de los stocks y la teoría “q” de Tobin que analiza la inversión considerando los efectos de la valoración de activos o de stocks.

Pero para el objetivo perseguido en nuestro trabajo, el segundo tipo, “desde la perspectiva del crédito”, es mucho más interesante. Dentro del mismo, Mishkin distingue cinco canales: *Cash flow*, el préstamo bancario, balance de situación, el nivel no anticipado de precios y la liquidez de las familias. El canal de préstamo bancario modifica la vivienda residencial y la inversión a través de los depósitos bancarios y los préstamos. El canal de liquidez de las familias considera las alteraciones que se producen en el gasto en la vivienda residencial y en otros bienes de consumo duraderos, como consecuencia de alteraciones que se produzcan en la política monetaria.

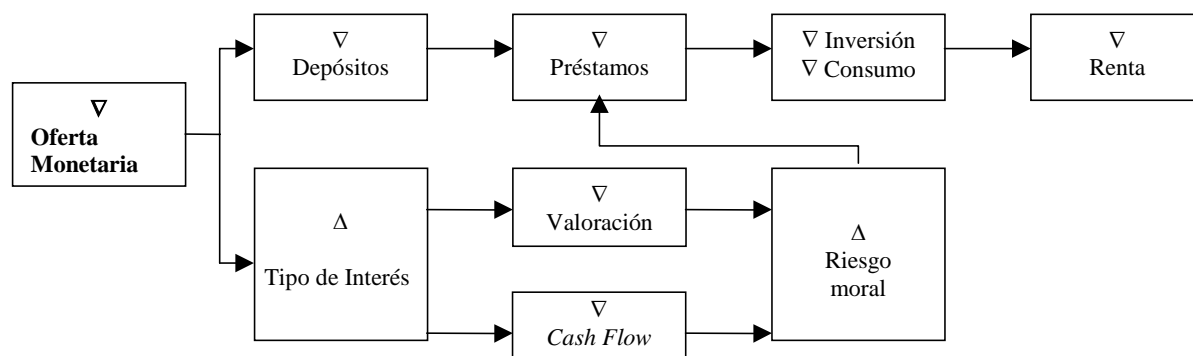
Por su parte, los canales de *cash flow*, balance de situación y de precio no anticipado, consideran los efectos que se producen sobre el riesgo moral y la selección adversa teniendo en cuenta las actividades de inversión y de préstamo. De todos ellos, obviamente, consideraremos el canal referente al *cash flow*.

Como es bien sabido, la actividad que llevan a cabo las empresas está afectada por factores tanto internos como externos. Por lo que se refiere a los primeros, ello significa que las decisiones que se adoptan por parte de la empresa influirán en todos los procesos que lleva a cabo, esto es, en la producción, financiación, distribución, etc. en cuanto a los segundos, implica que el diseño de política económica que lleva a cabo el decisor político tiene efectos relevantes sobre la actividad direccional. A su vez, hay que señalar que estos efectos pueden ser directos o indirectos.

En este ámbito hay que señalar que la relación existente entre las variables micro y macro y los efectos derivados por la implantación de una determinada política no han sido suficientemente estudiados por la literatura especializada. Desde nuestra perspectiva, nuestro interés radica en introducir el papel que tiene el *cash flow* en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Y ello se debe fundamentalmente al hecho, como ya hemos indicado anteriormente, de que las alteraciones en el *cash flow* de las empresas afectarán a sus decisiones de inversión y a su actividad, influyendo finalmente en el proceso de crecimiento económico (Galindo y Méndez, 2002).

En efecto, como es bien sabido, el *cash flow* se refiere a los cobros y pagos que lleva a cabo la empresa en el desarrollo de su actividad. En términos generales, sería un indicador de la buena gestión que han llevado a cabo los empresarios a lo largo de un periodo de tiempo (Bierman, 1994), lo que a nuestros efectos es de gran utilidad ya que ello supone, entre otras cuestiones, el hecho de que las empresas podrán no sólo seguir llevando a cabo su negocio sino que incluso podrán generar mayor inversión, con los correspondientes efectos positivos sobre el crecimiento, tal como se indica en la figura 2.

FIGURA 2
MECANISMO DE TRANSMISIÓN MONETARIA



Fuente: Galindo y Méndez (2002).

Pero junto a lo que acabamos de indicar, Bernanke y Gertler (1995, p. 36) añaden que una política restrictiva reduce el *cash flow*, como ya hemos indicado, lo que tiene gran importancia para las empresas, ya que muchas de ellas dependen de la deuda a corto plazo para financiar sus inventarios, lo que perjudicaría su actividad y, en definitiva, supondría un efecto negativo sobre el crecimiento económico.

Asimismo, cabría indicar el papel que juegan las expectativas en este proceso. Una mejora en el *cash flow* de las empresas podría ofrecer confianza a los agentes económicos respecto a la buena marcha de la actividad empresarial, lo que podría animar a terceros a ampliar su actividad, y todo ello redundaría en un efecto beneficioso sobre el crecimiento económico.

En definitiva, de lo que acabamos de exponer se desprende la necesidad de analizar el papel que juega el *cash flow* en el proceso, ya que no sólo hace referencia a lo adecuado de la gestión por parte de los empresarios, sino también, como señalan Bernanke y Gertler (1995, p. 38) al hecho de que afecta no sólo a la acumulación de inventarios, sino al gasto en inversión. Todos estos aspectos influyen, como es lógico sobre los objetivos de política económica, lo que hace necesario incorporar el comportamiento del *cash flow* en el análisis.

Por tanto, en el análisis que vamos a llevar a cabo, resulta necesario considerar los efectos de la política monetaria sobre el *cash flow*. La perspectiva completa de los mecanismos se recoge la figura 2, partiendo de una reducción de la cantidad de dinero (González, 1997; Hernando y Tierno, 2002).

Como se puede comprobar, si partimos del supuesto de una reducción en la cantidad de dinero, el correspondiente mecanismo de transmisión se desglosa en dos canales. El primero de ellos

directo, que supone la reducción de los depósitos, lo que dará lugar a su vez a una menor cantidad de préstamos, lo que reducirá el consumo y la inversión, provocando una menor renta. El segundo mecanismo, el indirecto, parte del incremento en el tipo de interés provocado por la aplicación de la política monetaria restrictiva, lo que supondrá un menor *cash flow*, ya que dicha subida en el tipo de interés tendrá también un efecto negativo en el consumo, por lo que las empresas reducirán sus ventas y los correspondientes flujos de dinero que se derivan de ello y una caída en la valoración de los activos. La consecuencia fundamental de ello es que el riesgo que presentan las empresas es mayor que antes, por lo que las entidades crediticias estarán menos interesadas en concederles los préstamos que soliciten, por lo que se reducirá la inversión, afectando negativamente a la renta, al igual que ocurría en el mecanismo directo que acabamos de describir (Van Els *et al.*, 2001; Lünemann and Mathä, 2001; Angeloni and Ehrmann, 2003).

En este sentido, hay que considerar también un conjunto de comportamientos que podrían afectar al mecanismo que hemos descrito, minorando el efecto pernicioso sobre la renta al que acabamos de hacer mención. En primer lugar, las instituciones de crédito podrían mantener los préstamos que conceden a sus mejores clientes, por lo que la reducción en el consumo y en la inversión sería menor que la que cabría pensar en un principio. En segundo lugar, hay que tener también presente el tamaño de la empresa, ya que aquellas que tienen un mayor tamaño presentan mayores garantías que las más pequeñas, reduciendo el riesgo que acabamos de mencionar. De esta manera, las instituciones de crédito seguirían prestando a las grandes en detrimento de las más pequeñas. Se produce de esta manera una redistribución de los fondos prestables. De todas formas, este proceso puede matizarse si existen instituciones que avalen las peticiones de las más pequeñas o si existen medidas que las apoyen.

4. ANÁLISIS EMPÍRICO

En el presente epígrafe vamos a llevar a cabo el correspondiente estudio empírico, estimando las relaciones que hemos descrito en el apartado anterior. En concreto, estudiaremos el efecto que tiene la cantidad de dinero sobre el *cash flow* sobre el crecimiento y finalmente la incidencia de esta variable sobre la inversión y el crecimiento económico.

Para ello vamos a considerar un modelo multiecuacional, en concreto tres ecuaciones, empleando datos de panel para el periodo 1999-2003 en los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia y Portugal. El método de estimación econométrica utilizado es el de datos de panel con efectos fijos.

La especificación general de los datos de panel con efectos fijos, para incluir las diferencias existentes entre los países, mediante las alteraciones en el término constante en un modelo tradicional de mínimos cuadrados ordinarios, es de la siguiente forma:

$$Y_{it} = \alpha_i^* + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it}$$

siendo α_i^* un escalar que incluye los efectos específicos de la región i y que es constante durante el período considerado. β es un vector $k \times 1$ de parámetros que incluye los efectos de las k variables explicativas. X_{it} es la matriz de las k variables exógenas que varían para cada región y periodo.

Las tres ecuaciones que van a ser estimadas son las siguientes:

$$cf_{it} = \mu_{0i} + \mu_1 M_{it} + \mu_2 Cpriv_{it} + u_{3it} \quad (1)$$

$$Kpriv_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 cf_{it} + \beta_2 r_{i,t-1} + u_{2it} \quad (2)$$



$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 K_{priv_{it}} + \alpha_2 K_{pub_{it}} + \alpha_3 \log K_{hum_{it}} + \sum_{j=0}^h \rho_j cf_{i,t-j} + u_{it} \quad (3)$$

$$\rho_j = \begin{cases} j * \rho & 0 \leq j \leq h \quad \forall h=2 \\ 0 & h+1 \leq j \end{cases}$$

La ecuación (1) es la que corresponde al *cash flow*, *cf*, como variable dependiente, siendo *M* la oferta monetaria y *Cpriv* el consumo privado. La ecuación (2) es la de inversión, siendo *r* el tipo de interés a largo plazo. Finalmente, la ecuación (3) es la de crecimiento, siendo *y* el PIB, *Kpriv* el capital privado, *Kpub*, el capital público y *Khum* el capital humano.

Por lo que se refiere a la ecuación (1) los signos esperados son positivos, ya que como hemos indicado en el epígrafe anterior, una reducción/aumento de la oferta monetaria supondría una reducción/aumento del *cash flow*. Y un incremento en el consumo privado, aumentará las ventas de las empresas, incrementando su *cash flow*. Los resultados de la estimación de esta ecuación se recogen en el cuadro 1.

CUADRO 1

Variable Dependiente: *cf*

Method: GLS (Cross Section Weights)

Total panel (balanced) observations: 50

Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M	0.024742	0.005371	4.606392	0.0000
CPRIV	1.448705	0.132379	10.94365	0.0000
Fixed Effects				
_AUS--C	-1.864638			
_GER--C	-2.253021			
_BEL--C	-1.759055			
_SPA--C	-1.270455			
_FINL--C	-1.317929			
_FRAN--C	-1.873051			
_ITAL--C	-1.742445			
_NL--C	-0.984755			
_PORT--C	-0.589141			
_DEN--C	-2.488268			
Weighted Statistics				
R-squared	0.999717	Mean dependent var		4.192071
Adjusted R-squared	0.999635	S.D. dependent var		5.845246
S.E. of regression	0.111728	Sum squared resid		0.474361
F-statistic	134076.7	Durbin-Watson stat		1.908906
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.913530	Mean dependent var		1.944977
Adjusted R-squared	0.888499	S.D. dependent var		0.334598
S.E. of regression	0.111728	Sum squared resid		0.474362
Durbin-Watson stat	1.530676			

Fuentes: CF: BACH Data Base; M: INE; CPriv: EUROSTAT.

Los datos de *cash flow* son obtenidos de las cuentas de resultados de las empresas que aparecen en la base BACH. Las series se calculan para el periodo 1989-2002, ampliándose hasta 2003 a través de las proyecciones del Valor Añadido Bruto a precios de mercado de cada país. El concepto de *cash flow* empleado es el generado y como se puede comprobar en el cuadro 1 los signos obtenidos son los esperados y todas las variables son significativas.

De esta forma, podemos considerar que las alteraciones de la oferta monetaria influyen sobre los recursos de las empresas que a su vez podrían afectar a las decisiones de inversión. Una amplia literatura se ha desarrollado en este ámbito (Schiantarelli, 1996, Kaplan y Zingales, 1997, 2000, Hubbard, 1998, Fazzari et al., 1998, y Clearly, 1999, entre otros). En estas publicaciones se muestra una sensibilidad de la inversión hacia los recursos generados. Por esta razón, hemos considerado la ecuación (2), en la que recoge la relación entre la inversión privada con el *cash flow* y el tipo de interés. En este caso, el signo esperado es positivo para el *cash flow* y negativo en el del tipo de interés.

En la elaboración de la serie de capital privado, se ha seguido el método del inventario permanente, tomando una tasa de depreciación-reemplazamiento del 5%, en consonancia con los trabajos de Mankiw, Romer y Weil (1992) y Martín y Velásquez (2001), y utilizando una función de depreciación- retiro geométrica.

La obtención del capital inicial se ha hecho considerando que las economías objeto de análisis pueden encontrarse apartadas de su situación de estado estacionario. Este supuesto se impone en el modelo neoclásico para poder extraer la tasa de crecimiento del stock de capital, γ_K , de la siguiente manera:

$$\gamma_K = \frac{I_t}{SK_t} - \delta \quad (4)$$

Donde I_t es la inversión pública o privada en el momento t , δ es la tasa de depreciación y SK_t es el stock de capital público o privado en el momento t .

Despejando SK_t en la expresión (4), obtenemos otra que nos permite estimar el stock de capital inicial (SK_0) usando los datos de inversión, bajo el supuesto que la tasa de crecimiento de la inversión es una buena aproximación a la tasa de crecimiento del stock de capital ($\gamma_K \approx \gamma_I$):

$$SK_0 = \frac{I_0}{\gamma_I + \delta} = \frac{I_0}{\gamma_I + \delta} \quad (5)$$

donde γ_I = tasa de crecimiento medio de la inversión en el período.

Sin embargo, puesto que la inversión presenta una gran volatilidad, su tasa de crecimiento puede diferir de manera considerable de la correspondiente al stock de capital que, por lo general, muestra una variación bastante tendencial y suave a lo largo del tiempo. Por este motivo, al igual que otros trabajos (por ejemplo Delgado y Álvarez, 2002), se han filtrado las series de inversión pública y privada utilizando el filtro de Hodrick y Prescott, con un parámetro de suavización de $\lambda=100$. Así pues, la expresión que finalmente se ha implementado en el cálculo del stock inicial es:

$$SK_0 = \frac{I_{Ihp}}{\gamma_{Ihp} + \delta} \quad (6)$$

donde I_{Ihp} es el dato inicial de la tendencia de la inversión calculada mediante el filtro de Hodrick y Prescott y γ_{Ihp} es su tasa media de crecimiento en la totalidad del período para el que disponemos de datos correspondientes.



Los datos de inversión real utilizados para medir el stock de capital privado, se han obtenido de las series respectivas de Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) facilitadas por EUROSTAT para el período 1960-2003. A estas series, expresadas en millones de moneda nacional, se les ha aplicado el deflactor de la FBKF total en Base 2000 y se han homogeneizado aplicando el tipo de cambio en PPS del 2000.

Los resultados de la estimación se recogen el cuadro 2, comprobándose que los signos obtenidos son los esperados y que las variables son representativas. Por tanto, podemos señalar que una política monetaria expansiva tendrá un efecto positivo sobre el capital privado ya que reducirá el tipo de interés y aumentará el *cash flow*.

CUADRO-2

Dependent Variable: KPR

Method: GLS (Cross Section Weights)

Total panel (balanced) observations: 50

Convergence achieved after 10 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
(r(-1))	-0.001048	0.000316	-3.311267	0.0021
cf	0.003062	0.000773	3.963034	0.0003
Kpriv -1))	0.918092	0.006761	135.7999	0.0000
Fixed Effects				
_AUS--C	0.370968			
_GER--C	0.330416			
_BEL--C	0.346766			
_SPA--C	0.322451			
_FINL--C	0.328438			
_FRAN--C	0.336435			
_ITAL--C	0.316280			
_NL--C	0.337896			
_PORT--C	0.333181			
_DEN--C	0.334822			
Weighted Statistics				
R-squared	1.000000	Mean dependent var		5.697712
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var		3.112283
S.E. of regression	0.001857	Sum squared resid		0.000128
F-statistic	68845552	Durbin-Watson stat		2.187801
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.999954	Mean dependent var		3.889445
Adjusted R-squared	0.999939	S.D. dependent var		0.237974
S.E. of regression	0.001857	Sum squared resid		0.000128
Durbin-Watson stat	1.865371			

Fuentes: KPRIV: EUROSTAT; r: OECD.

Pero, también consideramos interesante en este ámbito analizar el efecto que genera sobre el crecimiento económico. En este sentido, la relación entre la política monetaria que se diseña

y el crecimiento económico se analizaría mediante el comportamiento que tiene sobre el *cash flow*, que nos serviría como una variable proxy de la actividad empresarial. En este sentido, la relación entre ambas variables vendría dada a través de distintos mecanismos. En primer lugar, como acabamos de comprobar, a través de la inversión privada. La alteración del *cash flow* afecta a ésta última y ella a su vez sobre el crecimiento. En segundo lugar, hay que considerar que dicho *cash flow* podría distribuirse entre los accionistas lo que incide sobre sus decisiones de inversión y de consumo, que a su vez, de nuevo afectarían sobre el crecimiento económico.

Por estas razones en la ecuación (3) hemos incluido directamente el *cash flow* en la función a estimar, aunque hay tener en cuenta que existirían efectos indirectos a través de su influencia sobre las decisiones de inversión, como acabamos de indicar. En definitiva, en dicha ecuación hemos incluido junto a las dos variables que hemos mencionado, otras dos que también se suelen incluir como es el caso del capital público y el humano.

El capital público se ha obtenido de una forma similar al privado que hemos explicado anteriormente. Por lo que se refiere al capital humano, hay que indicar que en los análisis realizados sobre este stock podemos encontrar distintas aproximaciones para obtener una medida adecuada de éste. En los trabajos iniciales, se utilizaban con frecuencia variables de tipo flujo, tanto a partir de unidades físicas como de monetarias. Pero desde las críticas de Barro y Lee (1993) al uso de este tipo de variables en el análisis de capital humano, se han propuesto metodologías alternativas en las que el método del inventario permanente forma parte de ellas.

Dentro de las nuevas propuestas metodológicas, también podemos diferenciar varias líneas de investigación: la primera serían los trabajos que se centran en los niveles de formación alcanzados por la población, utilizando como indicador el promedio de años de escolarización (Barro y Lee, 1993, 1996 y 2000, Serrano, 1995 y 1999, San Segundo, 1995, O'Neil, 1995, entre otros). La segunda línea combina información sobre el número de matriculados y diferencias de calidad a través del gasto por alumno (Martín et al., 2001y Martín y Velásquez, 2003). Y, por último, una tercera línea que sólo incorpora unidades monetarias del gasto público en educación a las que aplican el método del inventario permanente (Delgado y Álvarez, 2002).

La línea que hemos seguido en este trabajo es esta última. Para obtener las series de stock de capital humano real, hemos utilizado las series de gasto público en educación facilitadas por la OCDE. Estas series han sido deflactadas con el deflactor implícito del consumo público en Base 2000 y homogeneizadas utilizando la PPS del 2000.

Al igual que en las estimaciones del stock de capital físico público y privado, se ha empleado el método del inventario permanente con tasa de depreciación del 5%, tal y como proponen Mankiw, Romer y Weil (1992).

Los resultados son recogidos en el cuadro 3 y muestran el signo esperado, señalando que todas las variables son significativas.

CUADRO 3

Dependent Variable: Y

Method: GLS (Cross Section Weights)

Total panel (balanced) observations: 50

Convergence achieved after 14 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Khum	0.024168	0.003245	7.447027	0.0000
KPRIV	0.267976	0.029478	9.090753	0.0000
Kpub	0.149250	0.015426	9.675488	0.0000
cf	0.033419	0.002121	15.75711	0.0000

(Sigue)

(Continuación)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Fixed Effects				
_AUS--C	1.472988			
_GER--C	1.561994			
_BEL--C	1.539082			
_SPA--C	1.539866			
_FINL--C	1.470237			
_FRAN--C	1.506031			
_ITAL--C	1.702286			
_NL--C	1.512411			
_PORT--C	1.359254			
_DEN--C	1.612285			
Weighted Statistics				
R-squared	0.999996	Mean dependent var		8.888158
Adjusted R-squared	0.999994	S.D. dependent var		7.711227
S.E. of regression	0.018182	Sum squared resid		0.011902
F-statistic	2937767	Durbin-Watson stat		1.956355
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.989251	Mean dependent var		3.128470
Adjusted R-squared	0.985370	S.D. dependent var		0.150325
S.E. of regression	0.018182	Sum squared resid		0.011902
Durbin-Watson stat	0.853291			

Fuentes: Y EUROSTAT; Khum OCDE.

5. CONCLUSIONES

A lo largo de los epígrafes de este trabajo hemos considerado la relación existente entre la oferta monetaria y el *cash flow*, así como la de éste último con el crecimiento económico. El mecanismo de transmisión monetaria afirma que las alteraciones en la oferta monetaria afectan al *cash flow*. Pero a su vez, éste incide sobre las decisiones de inversión y de consumo/ahorro, que tendrán efectos sobre el crecimiento económico.

A su vez también hemos llevado a cabo un estudio empírico para el caso de algunos países de la Unión Europea de los que disponíamos datos sobre el *cash flow*. Los resultados muestran que la oferta monetaria influye positivamente sobre el *cash flow* y éste sobre la inversión y el crecimiento. Ahora bien, este estudio debe considerarse como un primer paso a la hora de analizar la respuesta de las empresas ante la implantación de una determinada política monetaria. Sería conveniente introducir nuevas variables en el estudio, tales como el tamaño de la empresa o su estructura, por ejemplo, lo que mejoraría nuestra investigación.

BIBLIOGRAFÍA

- ANGELONI, I y EHRMANN, M. (2003): "Monetary Policy Transmission in the Euro Area: Any changes after EMU?", ECB Working Paper n.º 240.
- BARRO, ROBERT, y LEE, J.W. (1993): "International Comparisons of Educational Attainment", *Journal of Monetary Economics*, n.º 32.
- (1996), "International Measures of Schooling Years and Schooling Quality", *American Economic Review*, vol. 86, n.º 2.
- (2000): "International Data on Educational Attainment Updates and Implications", *Working Paper* n.º 4, Center for International Development at Harvard University, April.
- BERNANKE, BEN S. y GERTLER, M. (1995): "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (4), pp. 27-48.
- BIERMAN, HAROLD JR. (1994): "Accounting for Valuation and Evaluation", *Journal of Portfolio Management*, 20 (3), pp. 64-67.
- BRISTON, R.J. y FAWTHROP, R.A. (1971): "Accounting Principles and Investor Protection" *Journal of Business Finance*, summer, pp. 10-19.
- CLEARLY, S. (1999): "The relationship between firm investment and financial status", *Journal of Finance*, vol. LIV, pp. 673-692.
- CLIMO, T.A. (1976): "Cash flow Statements for Investors", *Journal of Business Finance & Accounting*, autumn, pp. 3-15.
- COUGHLAN, J.W. (1960): "Contrast Between Financial Statement and Discounted Cash flow Methods of Comparing Projects". *NAA Bulletin*, june, pp. 5-17.
- (1962): "Accounting and Capital Budgeting". *The Business Quarterly*, Fall, pp. 39-48.
- DECHOW, P.M., KOTHARI, S.P. y WATTS, R.L. (1998), "The relation between earnings and cash flows", *Journal of Accounting and Economics*, 25, pp. 133-168.
- DELGADO, M.J. y ÁLVAREZ, I. (2002): "Estimación del Capital Público, Capital Privado y Capital Humano para la UE-15", Documento de Trabajo del Instituto de Estudios Fiscales 12/02, Madrid.
- EDEY, H.C. (1963): "Accounting Principles and Business Reality", *Accountancy*, November, pp. 998-1.002, and december, pp. 1.083-1.088.

- FAZZARI, S., HUBBARD, R.G. and PETERSEN, B. (1988): "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 141-195.
- GALINDO, M.A. y MÉNDEZ, M.T. (2002): "Cash flow effects on economic growth", *International Advances in Economic Research*, Vol. 8 (2) May.
- GONZÁLEZ, J.M. (1997): "The balance-sheet transmission channel of monetary policy: The case of Germany and Spain", Bank of Spain, Working Paper n.º 9713.
- HOWELLS, P. y BAIN, K. (2005), *The Economics of Money, Banking and Finance. A European Text*, Prentice Hall, Harlow, England.
- HERNANDO, I. y TIOMO, A. (2002): "Financial constraints and investment in France and Spain: A comparison using firm level data", Bank of Spain, Working Paper n.º 0214.
- HUBBARD, G. (1998): "Capital market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature*, n.º 36, pp. 193-225.
- JONES, C.H. (1975): "Accounting Standards: A Blind Alley?", *Accounting and Business Research*, Autumn, pp. 273-279.
- KAPLAN, S.N. y ZINGALES, L. (1997): "Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?", *Quarterly Journal of Economics*, CXII, pp.169-215.
- (2000): "Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints", Working Paper n.º 7659, National Bureau of Economic Research.
- LAWSON, G.H. (1971a): "Cash flow Accounting", *The Accountant*, october, pp. 586-589.
- (1971b): "Cash flow Accounting-II", *The Accountant*, november, pp. 620- 622.
- (1980): "The Measurement of Corporate Profitability on a Cash flow Basis", *International Journal of Accounting*, autumn, pp. 11-46.
- (1985): "The Measurement of Corporate Performance on a Cash flow Basis: A Reply to Mr. Egginton", *Accounting and Business Research*, summer, pp. 99-108.
- LEE, T.A. (1986): *Towards a Theory and Practice of Cash flow Accounting*. Garland Publishing. London.
- LÜNNEMANN, P. y MATHÄ, T. (2001): "Monetary transmission: Empirical evidence from Luxembourg firm level data", ECB Working Paper n.º 111.
- MARTÍN, C. y VELÁZQUEZ, F.J. (2001): "Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU.", *Estudios de la Fundación*, n.º 9. Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas (FUNCAS), Madrid.
- (2003): La convergencia real de España en el seno de la Unión Europea ampliada. Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas (FUNCAS).
- MISHKIN, F.S. (2001), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets: Sixth Edition*, Boston, et al.: Addison Wesley.
- O'NEIL, D. (1995): "Education and Income Growth: Implications for Cross-Country Inequality". *Journal of Political Economics*, vol. 103, n.º 6.

SAN SEGUNDO, M.J. (1995): "Capital Humano y Catching-up en la Unión Europea". *Papeles de Economía Española*, n.º 63.

SCHIANTARELLI, F. (1996): "Financial constraints and investment: methodological issues and international evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, n.º 12 (2), pp. 466-486.

SERRANO, L. (1995): "Indicadores de Capital Humano y Productividad", Documento de Trabajo 95-16, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

— (1999): "Capital Humano, Estructura Sectorial y Crecimiento en las Regiones Españolas", *Investigaciones Económicas*, vol. XXIII(2), pp. 225-249.

STAUBUS, G.J. (1961): *A theory of Accounting for Investors*. University of California Press, Berkeley.

VAN ELS, P., LOCARNO, A., MORGAN, J. y VILLETTELLE, J.P. (2001): "Monetary policy transmission in the Euro Area: What do aggregate and national structural model tell us?", ECB Working Paper n.º 94.

**DOCUMENTOS DE TRABAJO EDITADOS POR EL
INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES**

2000

- 1/00 Ciudadanos, contribuyentes y expertos: Opiniones y actitudes fiscales de los españoles en 1999.
Autor: Área de Sociología Tributaria.
- 2/00 Los costes de cumplimiento en el IRPF 1998.
Autores: M.^a Luisa Delgado, Consuelo Díaz y Fernando Prats.
- 3/00 La imposición sobre hidrocarburos en España y en la Unión Europea.
Autores: Valentín Edo Hernández y Javier Rodríguez Luengo.

2001

- 1/01 Régimen fiscal de los seguros de vida individuales.
Autor: Ángel Esteban Paúl.
- 2/01 Ciudadanos, contribuyentes y expertos: Opiniones y actitudes fiscales de los españoles en 2000.
Autor: Área de Sociología Tributaria.
- 3/01 Inversiones españolas en el exterior. Medidas para evitar la doble imposición internacional en el Impuesto sobre Sociedades.
Autora: Amelia Maroto Sáez.
- 4/01 Ejercicios sobre competencia fiscal perjudicial en el seno de la Unión Europea y de la OCDE: Semejanzas y diferencias.
Autora: Ascensión Maldonado García-Verdugo.
- 5/01 Procesos de coordinación e integración de las Administraciones Tributarias y Aduaneras. Situación en los países iberoamericanos y propuestas de futuro.
Autores: Fernando Díaz Yubero y Raúl Junquera Valera.
- 6/01 La fiscalidad del comercio electrónico. Imposición directa.
Autor: José Antonio Rodríguez Ondarza.
- 7/01 Breve curso de introducción a la programación en Stata (6.0).
Autor: Sergi Jiménez-Martín.
- 8/01 Jurisprudencia del Tribunal de Luxemburgo e Impuesto sobre Sociedades.
Autor: Juan López Rodríguez.
- 9/01 Los convenios y tratados internacionales en materia de doble imposición.
Autor: José Antonio Bustos Buiza.
- 10/01 El consumo familiar de bienes y servicios públicos en España.
Autor: Subdirección General de Estudios Presupuestarios y del Gasto Público.
- 11/01 Fiscalidad de las transferencias de tecnología y jurisprudencia.
Autor: Néstor Carmona Fernández.
- 12/01 Tributación de la entidad de tenencia de valores extranjeros española y de sus socios.
Autora: Silvia López Ribas.
- 13/01 El profesor Flores de Lemus y los estudios de Hacienda Pública en España.
Autora: María José Aracil Fernández.
- 14/01 La nueva Ley General Tributaria: marco de aplicación de los tributos.
Autor: Javier Martín Fernández.
- 15/01 Principios jurídico-fiscales de la reforma del impuesto sobre la renta.
Autor: José Manuel Tejerizo López.
- 16/01 Tendencias actuales en materia de intercambio de información entre Administraciones Tributarias.
Autor: José Manuel Calderón Carrero.
- 17/01 El papel del profesor Fuentes Quintana en el avance de los estudios de Hacienda Pública en España.
Autora: María José Aracil Fernández.
- 18/01 Regímenes especiales de tributación para las pequeñas y medianas empresas en América Latina.
Autores: Raúl Félix Junquera Varela y Joaquín Pérez Huete.
- 19/01 Principios, derechos y garantías constitucionales del régimen sancionador tributario.
Autores: Varios autores.
- 20/01 Directiva sobre fiscalidad del ahorro. Estado del debate.
Autor: Francisco José Delmas González.
- 21/01 Régimen Jurídico de las consultas tributarias en derecho español y comparado.
Autor: Francisco D. Adame Martínez.
- 22/01 Medidas antielusión fiscal.
Autor: Eduardo Sanz Gadea.

- 23/01 La incidencia de la reforma del Impuesto sobre Sociedades según el tamaño de la empresa.
Autores: Antonio Martínez Arias, Elena Fernández Rodríguez y Santiago Álvarez García.
- 24/01 La asistencia mutua en materia de recaudación tributaria.
Autor: Francisco Alfredo García Prats.
- 25/01 El impacto de la reforma del IRPF en la presión fiscal indirecta. (Los costes de cumplimiento en el IRPF 1998 y 1999).
Autor: Área de Sociología Tributaria.

2002

- 1/02 Nueva posición de la OCDE en materia de paraísos fiscales.
Autora: Ascensión Maldonado García-Verdugo.
- 2/02 La tributación de las ganancias de capital en el IRPF: de dónde venimos y hacia dónde vamos.
Autor: Fernando Rodrigo Sauco.
- 3/02 A tax administration for a considered action at the crossroads of time.
Autora: M.^a Amparo Grau Ruiz.
- 4/02 Algunas consideraciones en torno a la interrelación entre los convenios de doble imposición y el derecho comunitario Europeo: ¿Hacia la "comunitarización" de los CDIs?
Autor: José Manuel Calderón Carrero.
- 5/02 La modificación del modelo de convenio de la OCDE para evitar la doble imposición internacional y prevenir la evasión fiscal. Interpretación y novedades de la versión del año 2000: la eliminación del artículo 14 sobre la tributación de los Servicios profesionales independientes y el remozado trato fiscal a las *partnerships*.
Autor: Fernando Serrano Antón.
- 6/02 Los convenios para evitar la doble imposición: análisis de sus ventajas e inconvenientes.
Autores: José María Vallejo Chamorro y Manuel Gutiérrez Lousa.
- 7/02 La Ley General de Estabilidad Presupuestaria y el procedimiento de aprobación de los presupuestos.
Autor: Andrés Jiménez Díaz.
- 8/02 IRPF y familia en España: Reflexiones ante la reforma.
Autor: Francisco J. Fernández Cabanillas.
- 9/02 Novedades en el Impuesto sobre Sociedades en el año 2002.
Autor: Manuel Santolaya Blay.
- 10/02 Un apunte sobre la fiscalidad en el comercio electrónico.
Autora: Amparo de Lara Pérez.
- 11/02 I Jornada metodológica "Jaime García Añoveros" sobre la metodología académica y la enseñanza del Derecho financiero y tributario.
Autores: Pedro Herrera Molina y Pablo Chico de la Cámara (coord.).
- 12/02 Estimación del capital público, capital privado y capital humano para la UE-15.
Autoras: M.^a Jesús Delgado Rodríguez e Inmaculada Álvarez Ayuso.
- 13/02 Líneas de Reforma del Impuesto de Sociedades en el contexto de la Unión Europea.
Autores: Santiago Álvarez García y Desiderio Romero Jordán.
- 14/02 Opiniones y actitudes fiscales de los españoles en 2001.
Autor: Área de Sociología Tributaria. Instituto de Estudios Fiscales.
- 15/02 Las medidas antielusión en los convenios de doble imposición y en la Fiscalidad internacional.
Autor: Abelardo Delgado Pacheco.
- 16/02 Brief report on direct an tax incentives for R&D investment in Spain.
Autores: Antonio Fonfría Mesa, Desiderio Romero Jordán y José Félix Sanz Sanz.
- 17/02 Evolución de la armonización comunitaria del Impuesto sobre Sociedades en materia contable y fiscal.
Autores: Elena Fernández Rodríguez y Santiago Álvarez García.
- 18/02 Transparencia Fiscal Internacional.
Autor: Eduardo Sanz Gadea.
- 19/02 La Directiva sobre fiscalidad del ahorro.
Autor: Francisco José Delmas González.
- 20A/02 Anuario Tributario de Jurisprudencia sistematizada y comentada 1999. TOMO I. Parte General. Volumen 1.
Autor: Instituto de Estudios Fiscales.
- 20B/02 Anuario Tributario de Jurisprudencia sistematizada y comentada 1999. TOMO I. Parte General. Volumen 2.
Autor: Instituto de Estudios Fiscales.
- 21A/02 Anuario Tributario de Jurisprudencia sistematizada y comentada 1999. TOMO II. Parte Especial. Volumen 1.
Autor: Instituto de Estudios Fiscales.
- 21B/02 Anuario Tributario de Jurisprudencia sistematizada y comentada 1999. TOMO II. Parte Especial. Volumen 2.
Autor: Instituto de Estudios Fiscales.
- 22/02 Medidas unilaterales para evitar la doble imposición internacional.
Autor: Rafael Cosín Ochaita.
- 23/02 Instrumentos de asistencia mutua en materia de intercambios de información (Impuestos Directos e IVA).
Autora: M.^a Dolores Bustamante Esquivias.
- 24/02 Algunos aspectos problemáticos en la fiscalidad de no residentes.
Autores: Néstor Carmona Fernández, Fernando Serrano Antón y José Antonio Bustos Buiza.

- 25/02 Derechos y garantías de los contribuyentes en Francia.
Autor: José María Tovillas Morán.
- 26/02 El Impuesto sobre Sociedades en la Unión Europea: Situación actual y rasgos básicos de su evolución en la última década.
Autora: Raquel Paredes Gómez.
- 27/02 Un paso más en la colaboración tributaria a través de la formación: el programa Fiscalis de la Unión Europea.
Autores: Javier Martín Fernández y M.^a Amparo Grau Ruiz.
- 28/02 El comercio electrónico internacional y la tributación directa: reparto de las potestades tributarias.
Autor: Javier González Carcedo.
- 29/02 La discrecionalidad en el derecho tributario: hacia la elaboración de una teoría del interés general.
Autora: Carmen Uriol Egido.
- 30/02 Reforma del Impuesto sobre Sociedades y de la tributación empresarial.
Autor: Emilio Albi Ibáñez.

2003

- 1/03 Incentivos fiscales y sociales a la incorporación de la mujer al mercado de trabajo.
Autora: Anabel Zárate Marco.
- 2/03 Contabilidad versus fiscalidad: situación actual y perspectivas de futuro en el marco del Libro Blanco de la contabilidad.
Autores: Elena Fernández Rodríguez, Antonio Martínez Arias y Santiago Álvarez García.
- 3/03 Aspectos metodológicos de la Economía y de la Hacienda Pública.
Autor: Desiderio Romero Jordán.
- 4/03 La enseñanza de la Economía: algunas reflexiones sobre la metodología y el control de la actividad docente.
Autor: Desiderio Romero Jordán.
- 5/03 Errores más frecuentes en la evaluación de políticas y proyectos.
Autores: Joan Pasqual Rocabert y Guadalupe Souto Nieves.
- 6/03 Traducciones al español de libros de Hacienda Pública (1767-1970).
Autoras: Rocío Sánchez Lissén y M.^a José Aracil Fernández.
- 7/03 Tributación de los productos financieros derivados.
Autor: Ángel Esteban Paúl.
- 8/03 Tarifas no uniformes: servicio de suministro doméstico de agua.
Autores: Santiago Álvarez García, Marián García Valiñas y Javier Suárez Pandiello.
- 9/03 ¿Mercado, reglas fiscales o coordinación? Una revisión de los mecanismos para contener el endeudamiento de los niveles inferiores de gobierno.
Autor: Roberto Fernández Llera.
- 10/03 Propuestas de introducción de técnicas de simplificación en el procedimiento sancionador tributario.
Autora: Ana María Juan Lozano.
- 11/03 La imposición propia como ingreso de la Hacienda autonómica en España.
Autores: Diego Gómez Díaz y Alfredo Iglesias Suárez.
- 12/03 Quince años de modelo dual de IRPF: Experiencias y efectos.
Autor: Fidel Picos Sánchez.
- 13/03 La medición del grado de discrecionalidad de las decisiones presupuestarias de las Comunidades Autónomas.
Autor: Ramón Barberán Ortí.
- 14/03 Aspectos más destacados de las Administraciones Tributarias avanzadas.
Autor: Fernando Díaz Yubero.
- 15/03 La fiscalidad del ahorro en la Unión Europea: entre la armonización fiscal y la competencia de los sistemas tributarios nacionales.
Autores: Santiago Álvarez García, María Luisa Fernández de Soto Blass y Ana Isabel González González.
- 16/03 Análisis estadístico de la litigiosidad en los Tribunales de Justicia. Jurisdicción contencioso-administrativa (período 1990/2000).
Autores: Eva Andrés Aucejo y Vicente Royuela Mora.
- 17/03 Incentivos fiscales a la investigación, desarrollo e innovación.
Autora: Paloma Tobes Portillo.
- 18/03 Modelo de Código Tributario Ambiental para América Latina.
Directores: Miguel Buñuel González y Pedro M. Herrera Molina.
- 19/03 Régimen fiscal de la sociedad europea.
Autores: Juan López Rodríguez y Pedro M. Herrera Molina.
- 20/03 Reflexiones en torno al debate del impacto económico de la regulación y los procesos institucionales para su reforma.
Autores: Anabel Zárate Marco y Jaime Vallés Giménez.
- 21/03 La medición de la equidad en la implementación de los sistemas impositivos.
Autores: Marta Pascual y José María Sarabia.
- 22/03 Análisis estadístico de la litigiosidad experimentada en el Tribunal Económico Administrativo Regional de Cataluña (1990-2000)
Autores: Eva Andrés Aucejo y Vicente Royuela Mora.

- 23/03 Incidencias de las NIIF en el ámbito de la contabilidad pública.
Autor: José Antonio Monzó Torrecillas.
- 24/03 El régimen de atribución de rentas tras la última reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
Autor: Domingo Carbajo Vasco.
- 25/03 Los grupos de empresas en España. Aspectos fiscales y estadísticos.
Autores: María Antonia Truyols Martí y Luis Esteban Barbado Miguel.
- 26/03 Metodología del Derecho Tributario.
Autor: Pedro Manuel Herrera Molina.
- 27/03 Estado actual y perspectivas de la tributación de los beneficios de las empresas en el marco de las iniciativas de la Comisión de la Unión Europea.
Autor: Eduardo Sanz Gadea.
- 28/03 Créditos iniciales y gastos de la Administración General del Estado. Indicadores de credibilidad y eficacia (1988-2001).
Autores: Ana Fuentes y Carmen Marcos.
- 29/03 La Base Imponible. Concepto y determinación de la Base Imponible. Bienes y derechos no contabilizados o no declarados: presunción de obtención de rentas. Revalorizaciones contables voluntarias. (Arts. 10, 140, 141 y 148 de la LIS.)
Autor: Alfonso Gota Losada.
- 30/03 La productividad en la Unión Europea, 1977-2002.
Autores: José Villaverde Castro y Blanca Sánchez-Robles.

2004

- 1/04 Estudio comparativo de los convenios suscritos por España respecto al Convenio Modelo de la OCDE.
Autor: Tomás Sánchez Fernández.
- 2/04 Hacienda Pública: enfoques y contenidos.
Autor: Santiago Álvarez García.
- 3/04 Los instrumentos de solidaridad interterritorial en el marco de la revisión de la política regional europea. Análisis de su actuación y propuestas de reforma.
Autor: Alfonso Utrilla de la Hoz.
- 4/04 Política fiscal en la Unión Europea: antecedentes, situación actual y planteamientos de futuro.
Autores: M.^a del Pilar Blanco Corral y Alfredo Iglesias Suárez.
- 5/04 El defensor del contribuyente, un estudio de derecho comparado: Italia y EEUU.
Autores: Eva Andrés Aucejo y José Andrés Rozas Valdés.
- 6/04 El Impuesto Especial sobre los Hidrocarburos y el Medio Ambiente.
Autor: Javier Rodríguez Luengo.
- 7/04 Gestión pública: organización de los tribunales y del despacho judicial.
Autor: Francisco J. Fernández Cabanillas.
- 8/04 Una aproximación al contenido de los conceptos de discriminación y restricción en el Derecho Comunitario.
Autora: Gabriela González García.
- 9/04 Los determinantes de la inmigración internacional en España: evidencia empírica 1991-1999.
Autor: Iván Moreno Torres.
- 10/04 Ética fiscal.
Coord.: Santiago Álvarez García y Pedro M. Herrera Molina.
- 11/04 Las normas antiparaiso fiscal españolas y su compatibilidad con el Derecho Comunitario: el caso específico de Malta y Chipre tras la adhesión a la Unión Europea.
Autores: José Manuel Calderón Carrero y Adolfo Martín Jiménez.
- 12/04 La articulación de la participación española en los organismos multilaterales de desarrollo con las políticas de comercio exterior.
Autor: Ángel Esteban Paul.
- 13/04 Tributación internacional de profesores y estudiantes.
Autor: Emilio Aguas Alcalde.
- 14/04 La convergencia entre contabilidad financiera pública y contabilidad nacional: una aproximación teórica con especial referencia a los criterios de valoración.
Autor: Manuel Pedro Rodríguez Bolívar.
- 15/04 Situación actual y perspectivas de futuro de los impuestos directos de la Unión Europea.
Autores: Juan José Rubio Guerrero y Begoña Barroso Castillo.
- 16/04 La ética en el diseño y aplicación de los sistemas tributarios.
Coord.: Santiago Álvarez García y Pedro M. Herrera Molina.
- 17/04 El sector público y la inversión en vivienda: la deducción por inversión en vivienda habitual en España.
Autores: Francisco Adame Martínez, José Ignacio Castillo Manzano y Lourdes López Valpuesta.
- 18/04 Discriminación fiscal de la familia a través del IRPF. Incidencia de la diversidad territorial en la desigualdad de tratamiento.
Autora: M. Carmen Moreno Moreno
- 19/04 Las aglomeraciones urbanas desde la perspectiva de la Hacienda Pública.
Autora: María Cadaval Sampedro.
- 20/04 La autonomía tributaria de las Comunidades Autónomas de régimen común.
Autores: Santiago Álvarez García, Antonio Aparicio Pérez y Ana Isabel González González.

- 21/04 Neutralidad del Impuesto sobre Sociedades español en el contexto europeo. Análisis del Informe "Fiscalidad de las empresas en el Mercado Interior (2001)".
Autora: Raquel Paredes Gómez.
- 22/04 El impuesto de Sociedades en la Europa de los veinticinco: un análisis comparado de las principales partidas.
Autores: José Félix Sanz, Desiderio Romero, Santiago Álvarez, Germán Chocarro y Yolanda Ubago.
- 23/04 La cooperación administrativa en la Unión Europea: el programa FISCALIS 2007.
Autor: Ernesto García Sobrino.
- 24/04 La financiación de las elecciones generales en España, 1977-2000.
Autores: Enrique García Viñuela y Joaquín Artés Caselles.
- 25/04 Análisis estadístico de la litigiosidad en los Tribunales Económico-Administrativos Regionales y Central.
Autores: Eva Andrés Aucejo y Vicente Royuela Mora.
- 26/04 La cláusula de procedimiento amistoso de los convenios para evitar la doble imposición internacional. La experiencia española y el Derecho comparado.
Autor: Fernando Serrano Antón.
- 27/04 Distribución de la renta y crecimiento.
Autor: Miguel Ángel Galindo Martín.
- 28/04 Evaluación de la efectividad de la política de cooperación en la innovación: revisión de la literatura.
Autores: Joost Heijs, Mikel Buesa, Liliana Herrera, Javier Sáiz Briones y Patricia Valadez.
- 29/04 Régimen fiscal del patrimonio protegido de los discapacitados.
Autor: Joaquín Pérez Huete.
- 30/04 La fiscalidad del seguro individual.
Autora: Roberta Poza Cid.

2005

- 1/05 La circulación de valores en Contabilidad Nacional: análisis de los elementos de los estados financieros desde un punto de vista conceptual.
Autor: Manuel Pedro Rodríguez Bolívar.
- 2/05 Comentarios al Reglamento de obligaciones de información respecto de participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea.
Autor: Francisco José Delmas González.
- 3/05 Presupuesto de la Unión Europea, impacto presupuestario de las ampliaciones y perspectivas financieras.
Autor: Juan Carlos Graciano Regalado.
- 4/05 La imposición sobre las actividades económicas en la Hacienda local a los 25 años de la Constitución.
Autor: Francisco Poveda Blanco.
- 5/05 Objetivos tecnológicos y de internacionalización de las políticas de apoyo a las PYME en Europa.
Autor: Antonio Fonfría Mesa.
- 6/05 Sector público y convergencia económica en la UE.
Autores: María Jesús Delgado Rodríguez e Inmaculada Álvarez Ayuso.
- 7/05 La tributación de las plusvalías en el ámbito europeo: una visión de síntesis.
Autor: Fernando Rodrigo Sauco.
- 8/05 El concepto de beneficiario efectivo en los convenios para evitar la doble imposición.
Autor: Félix Alberto Vega Borrego.
- 9/05 Los precios de transferencia: su tratamiento tributario desde una perspectiva europea.
Autor: Francisco Alfredo García Prats.
- 10/05 Comentarios a la Directiva del régimen fiscal de reorganizaciones empresariales.
Autor: Juan López Rodríguez.
- 11/05 Opiniones y actitudes fiscales de los españoles en 2004.
Autor: Área de Sociología Tributaria. Subdirección General de Estudios Tributarios. Instituto de Estudios Fiscales.
- 12/05 El debate de la financiación autonómica con los resultados del nuevo sistema en 2002.
Autor: Miguel Ángel García Díaz.
- 13/05 Medidas antielusión fiscal.
Autor: Eduardo Sanz Gadea.
- 14/05 Income taxation: a structure built on sand.
Autor: John Prebble.
- 15/05 La muestra de declarantes de IRPF de 2002: descripción general y principales magnitudes.
Autores: Fidel Picos Sánchez, María Antigueira Pérez, César Pérez López, Alfredo Moreno Sáez, Carmen Marcos García y Santiago Díaz de Sarralde Míguez.
- 16/05 La política presupuestaria de las Comunidades Autónomas.
Autores: Miguel Ángel García Díaz, Ana Herrero Alcalde y Alfonso Utrilla de la Hoz.
- 17/05 La deducción por reinversión de beneficios extraordinarios en inmovilizado financiero.
Autora: Nuria Puebla Agramunt.
- 18/05 Los Entes locales como sujetos pasivos del Impuesto sobre el Valor Añadido: una visión general.
Autor: Javier Martín Fernández.
- 19/05 El gravamen en el IRPF de las ganancias de patrimonio en España.
Autora: Cristina de León Cabeta.

- 20/05 La liquidación del sistema de financiación autonómico en 2003 y el sistema de entregas a cuenta.
Autor: Alfonso Utrilla de la Hoz.
- 21/05 Energy taxation in the European Union. Past negotiations and future perspectives.
Autor: Jacob Klok.
- 22/05 Medidas antiabuso en los convenios para evitar la doble imposición internacional.
Autora: Amelia Maroto Sáez.
- 23/05 La fiscalidad internacional del comercio electrónico.
Autor: Francisco José Nocete Correa.
- 24/05 La tributación de los sistemas de previsión social en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
Autora: Susana Bokobo Moiche.
- 25/05 Unidad o pluralidad de actos en el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados: un análisis jurídico privado.
Autores: Iñaki Bilbao Estrada y Juan Carlos Santana Molina.
- 26/05 La relación entre el *cash flow* y la oferta monetaria: el caso de algunos países de la Unión Europea.
Autores: Miguel Angel Galindo Martín, Agustín Álvarez Herranz y María Teresa Méndez Picazo.