

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

mayo 2000

# boletín económico

mayo 2000

BANCO DE ESPAÑA

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

# Siglas empleadas

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

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

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

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

## Abreviaturas y signos más utilizados

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

## Índice

|   | <u>Páginas</u> |
|---|----------------|
| Evolución reciente de la economía española .....  | 9              |
| La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000 .....   | 23             |
| Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía .....   | 31             |
| Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999 ...  | 43             |
| Información del Banco de España .....   | 63             |
| Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación<br>a 30 de abril de 2000 .....  | 65             |
| Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España .....  | 69             |
| Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 14 de abril y<br>el 19 de mayo de 2000 .....  | 70             |
| Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales.<br>Variaciones producidas entre el 14 de abril y el 19 de mayo de 2000 ..... | 71             |
| Publicaciones recientes del Banco de España .....   | 72             |
| Indicadores económicos .....  | 75             |
| Artículos y publicaciones del Banco de España .....   | 137            |

---

## Evolución reciente de la economía española

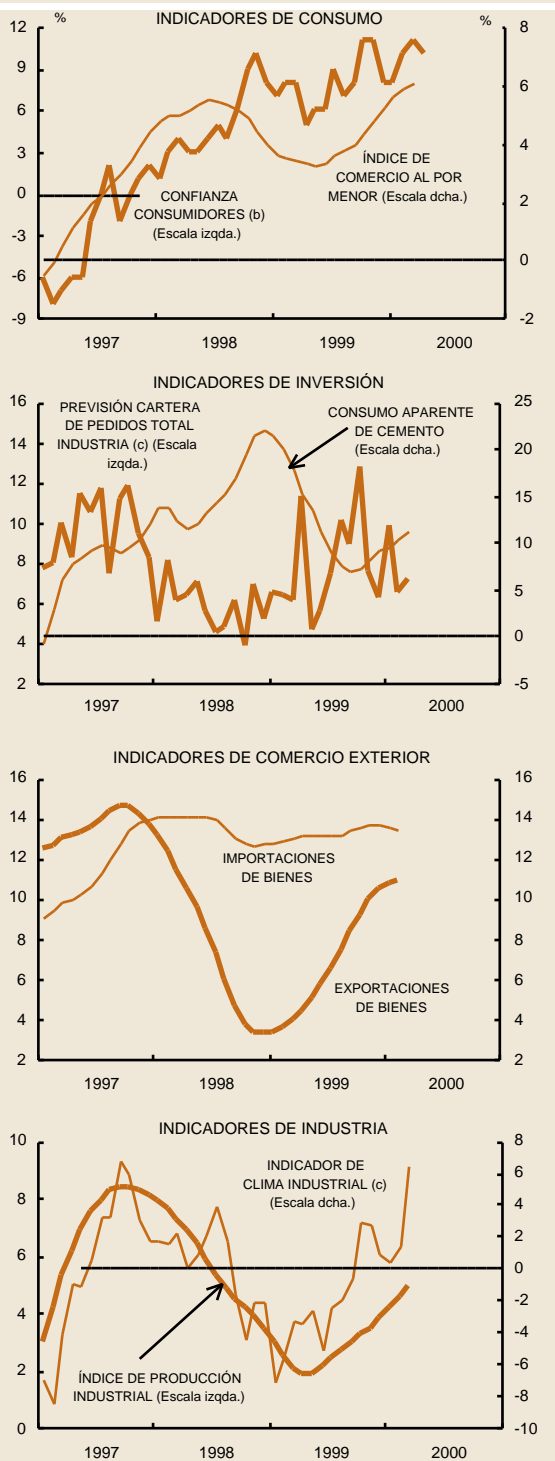
### 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como se señalaba en el «Informe trimestral» publicado en el *Boletín económico* de abril, en los primeros meses del año 2000 la economía española ha mantenido un elevado ritmo de crecimiento, superior al alcanzado en el último trimestre de 1999. La recuperación de las exportaciones, en un contexto de consolidación de los mercados exteriores y de depreciación del euro, ha permitido reducir la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, mientras que la demanda interna ha evolucionado con notable dinamismo, respaldada por unas expectativas muy favorables y unas condiciones financieras holgadas. Los indicadores coyunturales aparecidos desde la finalización del Informe, referidos todavía en su mayor parte al primer trimestre de 2000, confirman en líneas generales estas tendencias, tanto por lo que se refiere a la fortaleza del gasto en consumo final de los hogares y de la inversión en bienes de equipo como a la intensificación del ritmo de avance de las exportaciones. La actividad industrial, por su parte, ha mantenido una tendencia expansiva, y el empleo, especialmente el asalariado, ha seguido creciendo a tasas elevadas, aunque parece haber suavizado algo su vigor en relación con 1999. Finalmente, los últimos datos sobre negociación colectiva reflejan incrementos salariales del 2,8 %.

Entre la información relativa al comportamiento del consumo privado, el índice de confianza de los consumidores mantuvo en el mes de abril un nivel similar al alcanzado en la media de los dos trimestres anteriores, permaneciendo en cotas muy elevadas (véase gráfico 1). Las opiniones expresadas por los consumidores son, en general, muy positivas, aunque se detecta una tendencia creciente más definida en las referidas a la situación contemporánea de la economía, en su conjunto, y de los hogares, en particular. El índice general de ventas de la encuesta del comercio al por menor registró en marzo un avance interanual del 6,5 %, en términos reales, cerrando el primer trimestre con un aumento del 7 %, frente al 4,6 % con que finalizó 1999. Las ventas de bienes alimenticios se han recuperado en los primeros meses del año, información que contrasta con la que proporciona el indicador de disponibilidades de estos bienes, que se mantiene en tasas de variación negativas. Aunque las disponibilidades de los restantes bienes de consumo han registrado una evolución más sostenida, el indicador agregado, calculado con información todavía incompleta para el primer trimestre, apunta hacia una moderación de su tasa de crecimiento en ese período. Por último, las matriculaciones

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



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

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

(b) Nivel de la serie original.

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

de automóviles se incrementaron con fuerza en abril, recuperándose en parte de la caída que sufrieron en marzo, si bien el crecimiento en el conjunto de ambos meses fue inferior al observado en enero y febrero.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información parcial hasta marzo, ha mantenido un dinamismo notable en los primeros meses del año. El crecimiento acumulado en ese período, calculado sobre la serie corregida de efectos de calendario, fue del 10,3 %, y el indicador muestra una tendencia hacia una suave aceleración en los próximos meses. La evolución favorable de las disponibilidades descansa en el vigor de las importaciones y en la recuperación que ha experimentado la producción industrial de estos bienes desde el segundo semestre del año anterior. La cartera de pedidos del total de la industria, que proporciona información sobre las expectativas de demanda, intensificó su tendencia ascendente en abril, a lo que contribuyó la nueva mejora de los pedidos en el exterior.

La última información recibida respecto a los indicadores adelantados de la inversión en construcción tiende a prolongar la desaceleración de este componente de la demanda en los primeros meses de 2000. Las licencias y los visados de edificación han ralentizado su ritmo de avance, mientras que la licitación oficial continúa registrando caídas, aunque los últimos datos disponibles para el componente de obra civil reflejan cierta moderación en los descensos. No obstante, los indicadores contemporáneos de la actividad constructora, en particular los referidos a consumos intermedios, han dado claras muestras de recuperación. Así, la producción industrial de materiales de construcción se incrementó en marzo un 9,6 %, en tasa interanual, y el consumo aparente de cemento lo hizo en un 13,1 % en ese mismo mes. También el indicador de confianza de la industria de la construcción experimentó una considerable mejora en abril; en particular, las opiniones sobre la nueva contratación mejoraron sensiblemente, si bien las relativas a la producción se sitúan todavía por debajo de los niveles observados en 1999. Sin embargo, los indicadores de empleo en el sector han seguido perdiendo impulso en abril, mes en el que el número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción moderó significativamente su ritmo de variación y el paro registrado recortó su ritmo de caída también de forma importante. Según la Encuesta de Población Activa (EPA), el número de ocupados en esta actividad se incrementó todavía a un ritmo interanual del 12 % en el primer trimestre.



Las últimas cifras aparecidas de comercio exterior, correspondientes al mes de febrero, confirman que las exportaciones de mercancías acentuaron su recuperación en los primeros meses del año 2000. En enero y febrero, el crecimiento de las exportaciones, en términos reales, fue del 14,4 %, casi un punto más que el alcanzado en el cuarto trimestre de 1999. Por áreas geográficas, las ventas a la UE intensificaron su tendencia expansiva, con fuertes avances en las exportaciones dirigidas a la práctica totalidad de los países europeos, mientras que las dirigidas a los mercados no comunitarios también registraron crecimientos abultados. Por su parte, las importaciones, que se habían ralentizado ligeramente en enero, volvieron a registrar un vigor notable en febrero, que fue común a la mayor parte de sus componentes. Las excepciones fueron las compras de productos energéticos, que se desaceleraron considerablemente, y las importaciones de bienes de consumo alimenticio, que registraron un pequeño descenso. A pesar del mayor empuje de las exportaciones, el elevado dinamismo de las importaciones en términos reales y el fuerte incremento que experimentaron los precios de importación hicieron que el déficit comercial registrase un nuevo deterioro en febrero; en los dos primeros meses del año 2000, el desequilibrio comercial se situó en 4.589 millones de euros, muy por encima de los 2.870 millones que alcanzó en el mismo período del año anterior. Los restantes saldos de la balanza por cuenta corriente, salvo la balanza de otros servicios, mejoraron, pero ello no impidió que el déficit por cuenta corriente alcanzara la cifra de 1.339 millones de euros, frente a los 164 millones de déficit acumulados en enero y febrero de 1999. El superávit de la cuenta de capital también acusó un retroceso significativo en ese período, hasta quedar situado en los 730 millones de euros.

En el mes de marzo, la actividad industrial prolongó el impulso que ha venido experimentando desde la segunda mitad de 1999, y que se generalizó a la gran parte de sus ramas de actividad. En ese mes, el índice de producción industrial registró una tasa de variación interanual del 9,9 %, alcanzando un 8,3 % en el conjunto del primer trimestre. La producción de bienes de equipo y de bienes intermedios se incrementó por encima del 10 %, mientras que la de bienes de consumo se debilitó, con la excepción de los bienes duraderos. Por su parte, el indicador de clima industrial se situó en abril tres puntos por encima del nivel alcanzado en marzo, acentuando la tendencia expansiva que inició en los últimos meses de 1999. En línea con la mejora de la actividad, el empleo en la industria ha ganado dinamismo, y tanto el número de ocupados, según datos de la EPA

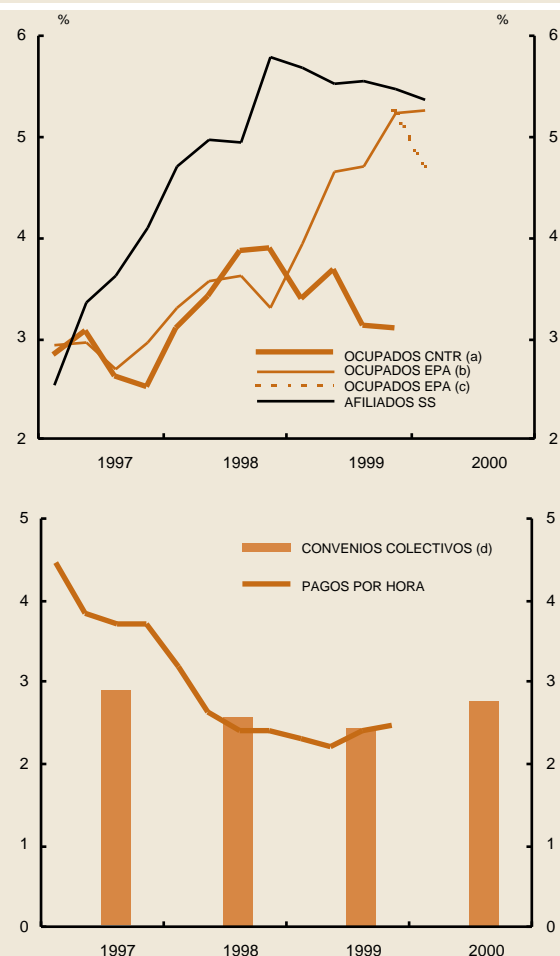
para el primer trimestre del año, como los afiliados, con información hasta abril, han reforzado sus ritmos de crecimiento.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, los últimos datos disponibles confirman que el empleo crece a buen ritmo, aunque con una cierta tendencia a moderar sus tasas de variación. Según datos de la EPA correspondientes al primer trimestre de 2000, que se analizan con mayor detalle en otro artículo de este Boletín, el número de ocupados aumentó un 5,3 % en ese período; corrigiendo el efecto derivado de la actualización de las secciones censales (1), el incremento fue del 4,7 %, tasa que apunta una cierta desaceleración en relación con el cuarto trimestre de 1999 (véase gráfico 2). El colectivo de asalariados continuó creciendo a un ritmo muy elevado (7,1 % según cifras actualizadas y 6,5 % según las corregidas), aunque también con menor vigor que el trimestre anterior. Otros indicadores de empleo, como las afiliaciones a la Seguridad Social o el paro registrado en las oficinas del INEM, mostraron un patrón de comportamiento similar. En abril, el número de afiliados aumentó un 5,4 %, tasa similar a la del primer trimestre, pero ligeramente inferior a la de los meses finales de 1999. En la misma línea, el paro registrado disminuyó en 50.000 personas en abril, situando el ritmo de caída interanual en el 7,6 %, el mejor registro del año, pero muy por debajo de las tasas observadas el año pasado. En cuanto al número de contratos registrados, en abril se firmaron 958.000 contratos, un 8,2 % menos que en igual período del año anterior. Este descenso en la contratación afectó a todas las categorías, con la excepción de los contratos indefinidos de carácter ordinario, que se incrementaron un 26,1 %, manteniendo la evolución muy positiva que mostraron en los meses anteriores. Finalmente, el aumento salarial medio pactado en los convenios registrados hasta el 30 de abril de 2000 se mantuvo estable en el 2,8 %, cifra que afecta ya a más de 4,5 millones de trabajadores, aunque el número de trabajadores sujetos a convenios de nueva firma es aún muy reducido.

Las cuentas del Estado evolucionaron muy favorablemente en abril, situándose en una línea que permitiría un holgado cumplimiento del objetivo de reducción del déficit público para el presente año. En el marco de la Contabilidad Nacional, la ejecución presupuestaria hasta dicho mes se saldó con un superávit de 1.036 mm de pesetas (1,1 % del PIB), lo que supone una mejora de 0,2 puntos porcentuales del PIB respecto a los cuatro primeros meses de 1999. Los ingresos aumentaron un 8,7 % hasta abril (8 % en el primer trimestre), destacando la fortaleza de los impuestos sobre el

GRÁFICO 2

**Empleo y salarios**  
Tasas de variación interanuales



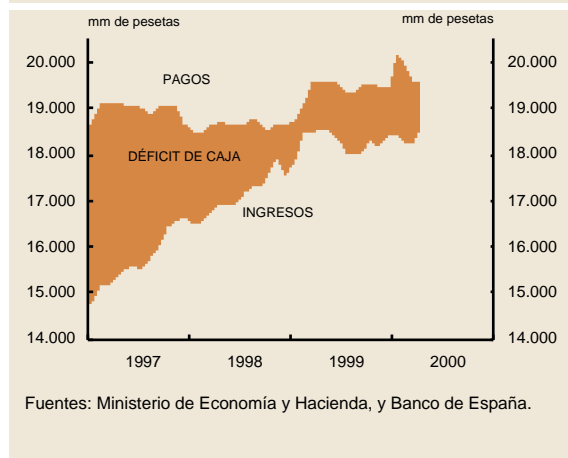
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Banco de España.  
 (a) Serie de datos brutos. Personas.  
 (b) Serie corregida del efecto del cambio censal 1995-1996.  
 (c) Serie correspondiente a la muestra no actualizada  
 (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000, el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de marzo.

consumo, la producción y las importaciones. En concreto, el IVA creció un 16,7 % (21,7 % hasta marzo). Los gastos se desaceleraron en abril hasta el 6,2 % (8 % en el primer trimestre), debido a la reducción de los intereses devengados. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta abril de 2000 se saldó con un

(1) El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha actualizado en el primer trimestre de 2000 la muestra de secciones censales con las que elabora la Encuesta de Población Activa. Por esta razón, la comparación con datos de trimestres anteriores no es homogénea; no obstante el INE ha realizado un estudio paralelo de la EPA con la muestra sin actualizar, que puede considerarse homogénea en relación con el año 1999.

GRÁFICO 3

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



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

superávit de 42 mm de pesetas, frente al déficit de 41 mm acumulado en el mismo período de 1999 (véase gráfico 3). Los ingresos no financieros pasaron de registrar una caída del 2,7 %, en el primer trimestre, a un incremento del 2,5 % en el período enero-abril, mientras que los pagos no financieros redujeron su tasa de crecimiento en más de dos puntos, hasta el 1,3 %.

**2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS**

En abril, el índice de precios de consumo (IPC) volvió a situar su tasa de variación interanual en el 3 %, tras haberla reducido en marzo hasta el 2,9 % (véase gráfico 4). El índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) también aumentó en una décima su tasa de variación, hasta el 2,2 %.

Por componentes, hay que destacar el repunte registrado por la tasa de variación de los precios de los servicios, que incrementaron en tres décimas su crecimiento interanual (hasta el 3,4 %). Esta subida fue, en parte, consecuencia de las alzas experimentadas por algunos precios del sector de hostelería y turismo, habituales en la Semana Santa, y que en 1999 tuvieron su reflejo en el mes de marzo. En cambio, los precios de los alimentos elaborados registraron un descenso en su tasa de variación interanual, por tercer mes consecutivo, hasta alcanzar el 0,8 %, observándose caídas en los precios del aceite de oliva y del vino. Los precios de los bienes industriales no energéticos, por su parte, estabilizaron su tasa de inflación en el 1,8 %, tres décimas más que en diciembre de 1999. Por último, entre los componentes menos estables del índice general, los alimentos no elaborados incrementaron su tasa de va-

riación interanual en 0,8 décimas, hasta el 1,8 %, mientras que los precios de los productos energéticos interrumpieron su tendencia ascendente, al caer dos puntos porcentuales su tasa interanual, que quedó situada en el 13,9 %. Cabe señalar, sin embargo, que las alzas de los precios de la gasolina en mayo hacen prever un nuevo repunte de la tasa interanual del componente energético en este mes.

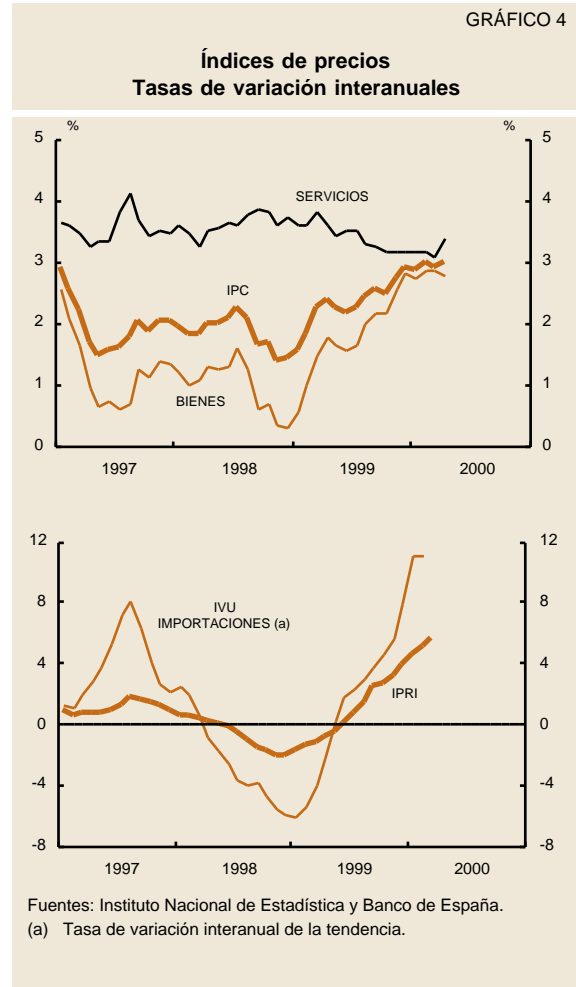
El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) mantuvo en abril su tasa de crecimiento interanual en el 3 %. Sin embargo, en el conjunto de la UEM los precios de consumo moderaron su tasa de variación en dos décimas, hasta el 1,9 %. En consecuencia, el diferencial de inflación con esta zona se amplió hasta 1,1 puntos porcentuales, desde el 0,9 en marzo. Por componentes, se registraron aumentos en el diferencial de los precios de los bienes energéticos y de los servicios, manteniéndose estables el correspondiente a los alimentos no elaborados y a los bienes no energéticos.

Los precios industriales acentuaron su ritmo de avance en el mes de marzo, mes en el que la tasa de variación interanual del índice general fue del 5,7 %, seis décimas más que la alcanzada en febrero. De nuevo, el fuerte aumento de los precios de los bienes intermedios, especialmente de los energéticos, provocó el deterioro del índice general. En el resto de bienes, los precios de los bienes de consumo se incrementaron en una décima, mientras que los precios de los bienes de equipo experimentaron una ligera desaceleración.

Finalmente, el índice de valor unitario de las exportaciones totales intensificó en febrero su tasa de variación interanual hasta el 8 %, debido, fundamentalmente, al fuerte repunte de los precios de los bienes de equipo, que se incrementaron en un 20 %. Por su parte, los precios de las importaciones, aunque moderaron algo su ritmo de avance, siguieron registrando crecimientos elevados. En concreto, el IVU de las importaciones no energéticas se incrementó un 3,1 % en febrero, mientras que el IVU de los bienes intermedios energéticos registró un aumento del 148,4 % en dicho mes.

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

La última información disponible acerca de la evolución económica mundial señala la consolidación de una etapa de notable crecimiento económico en la mayor parte de las áreas geográficas. Los principales riesgos para las perspectivas económicas globales proceden de la existencia de presiones inflacionistas vincula-



das al comportamiento de los precios del petróleo y a la fortaleza de la demanda en las economías más avanzadas en el ciclo.

De acuerdo con los datos preliminares publicados, el PIB de Estados Unidos creció en el primer trimestre del año un 5 % con respecto al mismo período de 1999, como consecuencia de una mayor contribución de la demanda interna y de una aportación menos negativa de la demanda exterior en relación con la de los trimestres anteriores. En tasa interanual, todos los componentes de la demanda privada intensificaron su ritmo de expansión, siendo especialmente destacable la aceleración de la inversión productiva privada. Adicionalmente, la menor contribución negativa de la demanda exterior al producto fue resultado del mayor vigor de las exportaciones, ya que las importaciones mantuvieron estable su tasa de crecimiento. En este contexto de fortaleza de la demanda, la pujanza que siguen mostrando los salarios no impidió que los costes laborales unitarios continuaran expandiéndose a tasas muy reducidas, gracias a las elevadas ganancias de productividad alcanzadas. No obstante, la tasa de crecimiento del deflactor del PIB experimentó un

avance adicional en este período, hasta situarse en el 1,8 %.

Los indicadores más recientes, aunque todavía escasos, referidos al segundo trimestre del año, señalan el mantenimiento del fuerte ritmo de expansión económica y un tensionamiento adicional en el mercado de trabajo, que se pone de manifiesto en el descenso de la tasa de paro hasta el 3,9 % de la población activa en el mes de abril. Por su parte, el ritmo de avance interanual del IPC se moderó en abril hasta el 3 % (3,7 % en marzo), debido a la desaparición parcial del efecto base sobre la tasa asociado al alza de los precios del petróleo que tuvo lugar a partir de marzo de 1999, y a la reversión del impacto alcista generado por el cambio metodológico que se realizó en el índice en abril del año pasado. Finalmente, el indicador que excluye los precios de los alimentos y de los bienes energéticos atemperó su ritmo de expansión en dos décimas, hasta el 2,2 %, aunque mantiene una tendencia ascendente desde principios de año. Esta pauta, junto con la ausencia de signos de moderación de la demanda y la percepción de que esta sigue aumentando a ritmos superiores a los del producto potencial —a pesar de las fuertes ganancias de productividad registradas—, condujo a la Reserva Federal a intensificar el grado de restricción monetaria, elevando, el 16 de mayo, el tipo de interés objetivo de los fondos federales en medio punto porcentual, hasta el 6,5 %, rompiendo con el gradualismo aplicado en las subidas de tipos precedentes.

En Japón, los indicadores disponibles referidos al primer trimestre del año confirman, por una parte, la mejoría de la producción industrial y de las exportaciones, y, por otra, la persistencia de la debilidad del consumo privado, asociada a la continuidad de la tendencia deflacionista de los precios de consumo y al deterioro de las condiciones del mercado de trabajo. En el Reino Unido, el PIB creció un 3,1 % en tasa interanual en el primer trimestre del año (0,5 % en términos intertrimestrales), una décima superior a la tasa del cuarto trimestre de 1999. No obstante, la composición del crecimiento entre ambos trimestres difiere notablemente, ya que en el primer trimestre de 2000 se ha conjugado un importante avance de las exportaciones, a pesar de la apreciación de la libra en términos efectivos, con una moderación en el crecimiento de la demanda nacional. La evolución dispar de la actividad en los servicios —en clara expansión— y en la industria —con un tono mucho más débil—, la existencia de riesgos al alza sobre la evolución de los precios a medio plazo y la evolución de la libra configuran un escenario complejo para la instrumentación de la política monetaria.

En los mercados financieros internacionales, la rentabilidad de la deuda a diez años de Estados Unidos ha repuntado aproximadamente en medio punto porcentual entre mediados de abril y mediados de mayo, lo que ha supuesto un aumento del diferencial frente a los bonos del área del euro de una magnitud cercana a los 30 puntos básicos. En cuanto a los mercados de renta variable, los índices Dow Jones y NASDAQ han mostrado en las últimas semanas un comportamiento caracterizado por oscilaciones relativamente elevadas, con una tendencia descendente a partir de mediados de mayo. Por su parte, el índice Nikkei de la bolsa japonesa ha sufrido una caída del 18,2 % entre el 12 de abril (fecha en que la fase alcista que se iniciara en octubre de 1998 alcanzó su máximo relativo) y el 18 de mayo, en parte como resultado de un cambio reciente en la composición del índice (en el que ahora tienen una ponderación mayor los valores tecnológicos). De este modo, el descenso del índice más amplio TOPIX ha sido tan solo del 6 %, aproximadamente, en ese período. En los mercados de divisas, los días centrales de abril y mayo, el dólar se apreció frente a las principales monedas, particularmente respecto al euro y a la libra, aunque esta tendencia se invirtió al final del período.

La estimación final de la contabilidad nacional del área del euro, relativa al último trimestre de 1999, ha supuesto una revisión al alza de una décima de la tasa interanual de crecimiento de este período (hasta el 3,1 %), así como de la tasa media del año (hasta el 2,4 %). Por componentes, destaca la mayor fortaleza de la inversión bruta en capital fijo y del consumo público, en el conjunto del año, y de las exportaciones, en el último trimestre. En términos de aportaciones al crecimiento, resalta el aumento de la contribución positiva de las exportaciones netas, especialmente en el último trimestre de 1999. Los indicadores económicos más recientes del área muestran una continuación de la fase de expansión de la actividad. En la vertiente de la oferta, la tasa de desempleo sigue descendiendo y el indicador de confianza industrial experimentó una nueva mejora en abril (véase cuadro 1), que, si bien afectó a todos sus componentes, fue particularmente intensa en el caso de la cartera de pedidos procedentes del exterior. Desde la óptica de la demanda, la confianza de los consumidores permaneció estable en abril y la utilización de la capacidad productiva aumentó de nuevo en el segundo trimestre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa interanual de variación del IAPC (véase gráfico 5) en el mes de abril fue del 1,9 %, dos décimas por debajo de la registrada en el mes precedente. El descenso en el ritmo de aumento de los precios de consumo

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

|  | 1999   |        | 2000   |        |        |         |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|  | DIC    | ENE    | FEB    | MAR    | ABR    | MAY (c) |
| <b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>                |        |        |        |        |        |         |
| Índice de Producción Industrial                | 5,0    | 3,2    | 5,5    | 5,0    |        |         |
| Comercio al por menor                          | 2,2    | 2,0    | 2,7    |        |        |         |
| Matriculaciones de turismos nuevos             | -2,4   | 0,8    | 4,7    | -1,0   |        |         |
| Confianza de los consumidores                  | -1     | -1     | 0      | 4      | 5      |         |
| Confianza industrial                           | 0      | 1      | 3      | 1      | 3      |         |
| IAPC   | 1,7    | 1,9    | 2,0    | 2,1    | 1,9    |         |
| <b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b> |        |        |        |        |        |         |
| M3   | 6,2    | 5,3    | 6,1    | 6,5    |        |         |
| M1   | 9,8    | 9,1    | 10,4   | 9,9    |        |         |
| Crédito a los sectores residentes              |        |        |        |        |        |         |
| <i>Total</i>                                   | 8,1    | 7,4    | 7,9    | 7,7    |        |         |
| <i>AAPP</i>                                    | 1,8    | 1,5    | 0,9    | -1,3   |        |         |
| <i>Otros sectores residentes</i>               | 10,5   | 9,5    | 10,4   | 10,9   |        |         |
| EONIA  | 3,04 % | 3,04 % | 3,28 % | 3,51 % | 3,68 % | 3,96 %  |
| EURIBOR a tres meses                           | 3,45 % | 3,34 % | 3,54 % | 3,75 % | 3,93 % | 4,30 %  |
| Rendimiento bonos a diez años                  | 5,30 % | 5,70 % | 5,66 % | 5,49 % | 5,41 % | 5,58 %  |
| Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM         | 1,06   | 1,08   | 0,97   | 0,88   | 0,64   | 0,97    |
| Tipo de cambio dólar/euro                      | 1,011  | 1,014  | 0,983  | 0,964  | 0,947  | 0,903   |
| Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)         | 39,5   | -4,1   | 6,8    | 6,0    | 2,9    | 4,0     |

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

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

del área resulta atribuible, básicamente, al comportamiento del componente de bienes industriales energéticos, cuyos precios crecieron un 10,5 % interanual (frente al 15,3 % de marzo). La desaceleración de los precios de estos bienes se debió, en parte, a la moderación del efecto base asociado a la evolución del subíndice en niveles a lo largo de 1999, a la desaparición del impacto alcista derivado de la introducción, en abril de 1999 en Alemania, de un impuesto sobre el consumo de energía y, por último, a la disminución en Italia de los impuestos indirectos sobre los carburantes. Por el contrario, en abril se aceleraron los precios de los alimentos no elaborados y de los servicios. En este último caso, destacan las alzas de precios en las rúbricas relacionadas con el turismo, que recogen el efecto de la Semana Santa, y en los precios del transporte aéreo y marítimo, que estarían reflejando el aumento de los costes de la energía. En las últimas semanas, la evolución de los dos factores principalmente responsables del deterioro de la situación inflacionista del área (el tipo de cambio del euro y el precio del petróleo en dólares) ha sido desfavorable. En efecto, por un lado, en los mercados de divi-

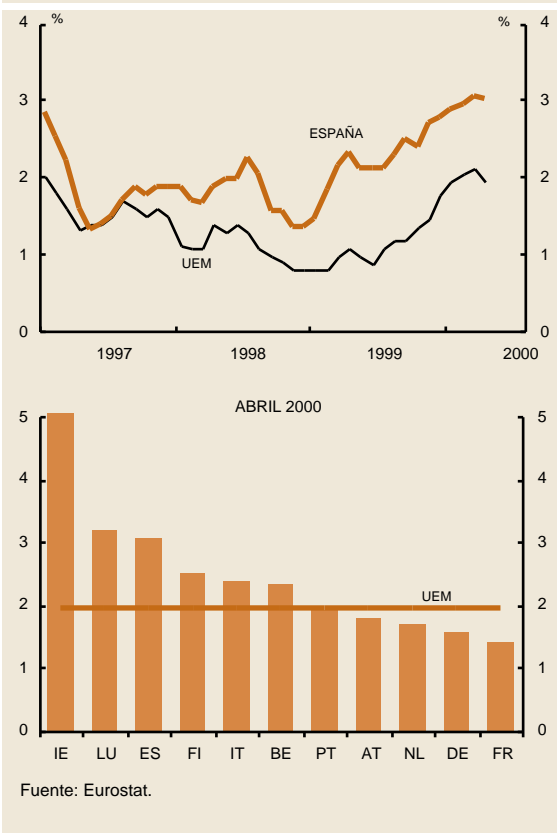
pecto a las principales monedas (véase gráfico 7), lo que determinó que el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situara a mediados de mayo casi un 4 % por debajo del nivel medio mensual alcanzado en marzo. Por otro lado, el precio del barril de petróleo Brent ha aumentado de modo sostenido desde la segunda semana de abril, hasta situarse por encima de los 28 dólares a mediados de mayo, invalidando las expectativas reinantes a comienzos de abril, que suponían el mantenimiento del precio en la parte inferior de la banda de 22-28 dólares fijado por el cártel.

En el escenario económico descrito anteriormente para el mes de abril y la parte transcurrida de mayo, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro continuaron siendo relativamente elevados y persistió la debilidad del euro frente al dólar, manteniéndose, de esta forma, los riesgos de que la inflación pudiera situarse a medio plazo por encima del objetivo definido en la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Al cierre de este artículo, no obstante, el euro experimentaba una clara recuperación.



GRÁFICO 5

**Índices armonizados de precios de consumo**  
**Tasas de variación interanuales**



El Consejo de Gobierno del BCE aumentó el día 27 de abril, por tercera vez en lo que va de año, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en una cuantía de 25 puntos básicos, con lo que se situaron, al final del período que se analiza, en el 3,75 %, el 4,75 % y el 2,75 %, respectivamente (véase gráfico 6).

Los tipos de interés del mercado monetario mostraron una continuada tendencia ascendente a lo largo de este período, en respuesta, principalmente, a las expectativas de aumentos de los tipos oficiales por parte del Eurosistema. El tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), se situó por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante casi todo el período, distanciándose de forma más significativa en los días previos a la elevación del tipo de intervención; posteriormente, en la medida en que continuaron las expectativas de nuevos incrementos, este tipo de interés se mantuvo entre 15 y 25 puntos básicos por encima del tipo oficial. Así, por ejemplo, en las tres primeras semanas del mes de mayo el tipo EONIA medio era casi un 4 %, pese a que, en

las subastas de las operaciones principales de financiación, el Eurosistema concedió liquidez al 3,75 %. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar, de forma que, al final del período que se analiza, se situaban entre el 4,2 % y el 4,9 % en los plazos entre uno y doce meses, lo que representa aumentos en torno a 40 y 50 puntos básicos, en relación con los niveles alcanzados a finales de marzo. Por su parte, los tipos de interés negociados en el mercado de futuros y los implícitos en el mercado de contado reflejaron una revisión al alza (superior a 50 puntos básicos) de los niveles de tipos de interés a corto plazo esperados en el horizonte de los próximos seis meses (véase la parte inferior del gráfico 6).

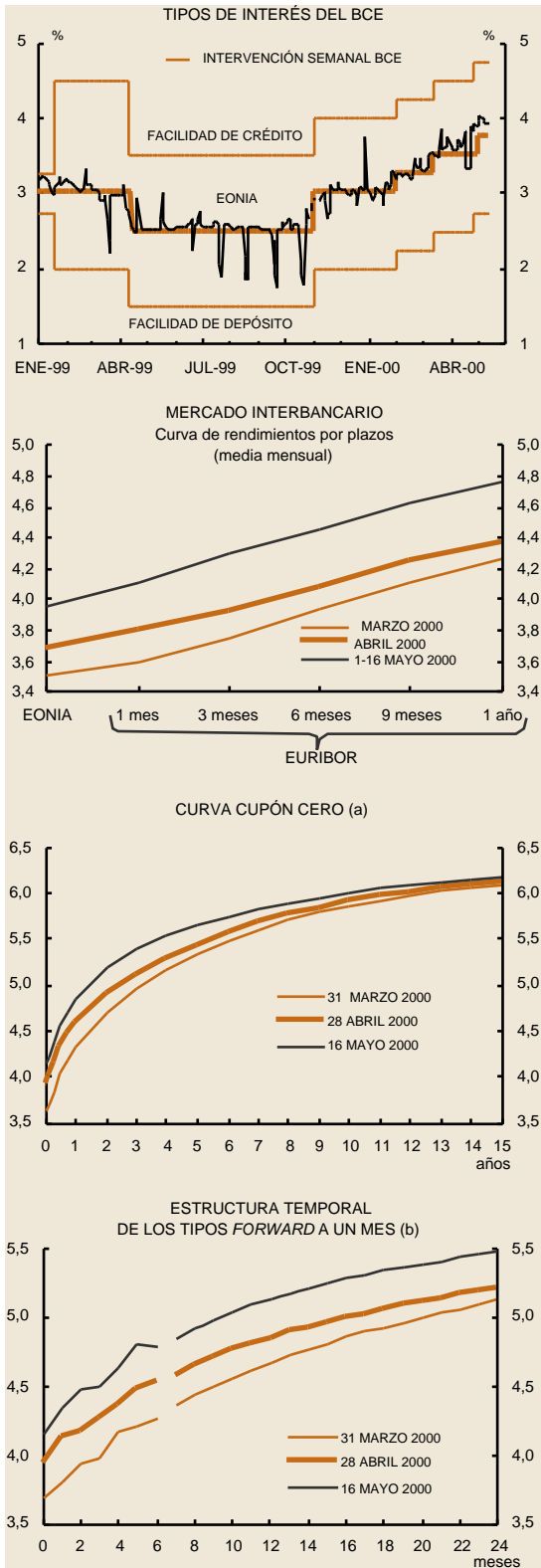
Por su parte, los tipos de interés a largo plazo también mostraron una evolución ascendente, tras la tendencia decreciente que predominó en marzo. Este curso respondió, principalmente, a la persistencia de unas expectativas favorables de crecimiento económico en la UEM y, en cierta medida, al comportamiento de los mercados de deuda norteamericanos en este período, en los que se observó un significativo aumento de los tipos de interés. A mediados de mayo, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,6 %, casi 20 puntos básicos por encima del nivel alcanzado a finales de marzo. En conjunto, se produjo una reducción de la pendiente de la curva de rendimientos, dado que los movimientos de los tipos de interés fueron más significativos en los plazos cortos, y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos aumentó, situándose en mayo, en términos medios mensuales, alrededor de 100 puntos básicos (véase cuadro 1).

En los mercados de renta variable de la zona del euro, se observó una alta volatilidad, influidas por un entorno de fuerte crecimiento económico, pero también por la disminución de las cotizaciones de algunas empresas, especialmente en los sectores tecnológicos. Esto determinó que, a pesar del contexto de recuperación económica en la UEM, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió terminara situado, a mediados de mayo, alrededor de un 2 % por debajo del nivel alcanzado al final de marzo. Con ello, en la parte transcurrida del año su revalorización acumulada ha sido del 4 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes a marzo, muestran una nueva aceleración del crecimiento interanual de M3 y del crédito al sector privado, que revela que la desaceleración observada en enero fue transitoria. Así, el agregado M3 creció en marzo, en términos interanuales, un 6,5 %, con lo que la media móvil

GRÁFICO 6

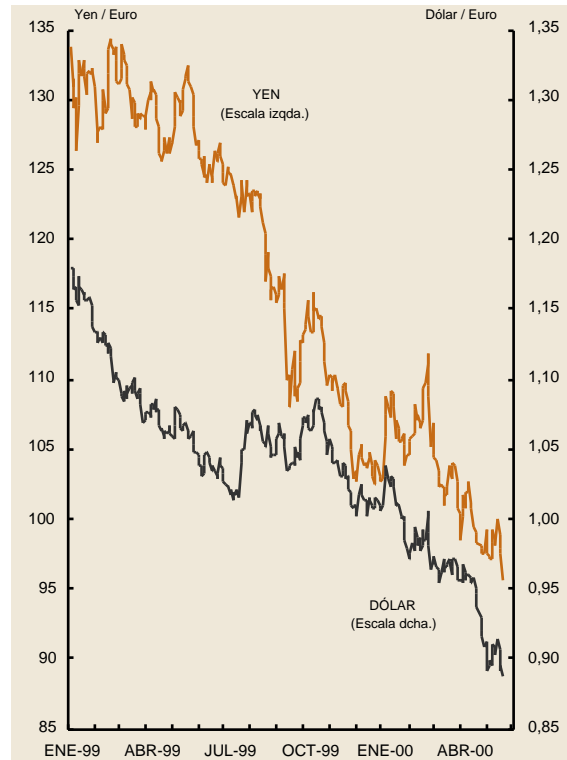
## Tipos de interés en la zona del euro



(a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.  
 (b) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

GRÁFICO 7

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



Fuente: Banco de España.

de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 6 %, próxima a la obtenida para el mes anterior y superior en 1,5 puntos porcentuales al valor de referencia definido en la estrategia de política monetaria del BCE. Por componentes, se observa que la reciente aceleración de M3 tuvo lugar en paralelo al impulso experimentado por los depósitos a plazo hasta dos años y al renovado dinamismo de las cesiones temporales. El agregado M1, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista, aumentó en marzo a una tasa interanual próxima al 10 %, algo inferior a la del mes precedente, pero todavía elevada en relación con el ritmo de crecimiento del PIB nominal.

Por lo que se refiere a los créditos concedidos por las IFM, la financiación total otorgada a los sectores residentes en la zona del euro se incrementó en marzo un 7,7 % en términos interanuales, ligeramente por debajo del 7,9 % alcanzado en el mes anterior. Esta evolución fue resultado de la notable contracción de la financiación a las AAPP, que se reflejó en una reducción interanual del -1,3 % (0,9 % en febrero), mientras que el crédito al sector privado se aceleró, de nuevo, hasta el 11 % (10,4 % en

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

|   | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  |       |      |      |         |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|---------|
|   | DIC   | DIC   | DIC   | ENE   | FEB   | MAR  | ABR  | MAY (a) |
| <b>BANCARIOS:</b>   |       |       |       |       |       |      |      |         |
| Tipo sintético pasivo   | 3,22  | 2,06  | 1,98  | 1,97  | 2,06  | 2,17 | 2,22 | ...     |
| Tipo sintético activo   | 6,54  | 5,15  | 5,03  | 5,08  | 5,30  | 5,55 | 5,51 | ...     |
| <b>TESORO:</b>  |       |       |       |       |       |      |      |         |
| Subasta de letras a doce meses (b)                                    | 4,47  | 2,95  | 3,75  | 3,87  | 3,95  | 4,14 | 4,32 | 4,63    |
| Subasta de bonos a tres años  | 4,90  | 3,54  | 4,56  | 4,83  | 5,04  | 5,02 | 4,81 | 5,20    |
| Subasta de obligaciones a diez años                                   | 5,78  | 4,32  | 5,38  | 5,79  | 5,77  | 5,73 | 5,42 | 5,71    |
| <b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>                                      |       |       |       |       |       |      |      |         |
| Letras del Tesoro a seis-doce meses                                   | 4,50  | 2,88  | 3,60  | 3,58  | 3,83  | 3,93 | 4,12 | 4,44    |
| Deuda pública a diez años   | 5,64  | 4,08  | 5,37  | 5,76  | 5,73  | 5,55 | 5,45 | 5,66    |
| Diferencial de rentabilidad con el bono alemán                        | 0,31  | 0,20  | 0,19  | 0,20  | 0,22  | 0,21 | 0,22 | 0,26    |
| Índice General de la Bolsa de Madrid (d)                              | 42,22 | 37,19 | 16,22 | -3,36 | 11,42 | 7,48 | 3,81 | -5,14   |
| Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro                  | 0,15  | 0,33  | 0,17  | 0,33  | 0,27  | 0,24 | ...  | ...     |
| Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años | 0,17  | 0,58  | 0,21  | 0,26  | 0,12  | 0,00 | ...  | ...     |

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 23 de mayo.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

febrero). En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior disminuyó en este mes en 68 mm de euros, de forma que, en términos acumulados de los últimos doce meses, la posición neta de las IFM frente al exterior se redujo en 188 mm de euros. Por último, la tasa de aumento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM descendió en el mes analizado hasta el 4,5 % (5 % en febrero).

#### 4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución reciente de los mercados financieros nacionales ha estado condicionada por las expectativas de aumento del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Aunque estas expectativas se materializaron el día 27 de abril, cuando el BCE decidió elevar este tipo en 25 puntos básicos, durante el mes de mayo los mercados han seguido descontando elevaciones adicionales. Con anterioridad a esta decisión, al igual que en el resto de los mercados financieros de la zona del euro, las rentabilidades negociadas en los mercados a largo plazo se mantuvieron relativamente estables, mientras que los tipos de

interés a corto plazo mostraron una evolución ascendente. Comparando la media de los tipos de interés vigente en mayo, hasta el día 23, con la del mes de marzo, se observa que los tipos de las letras del Tesoro en el mercado secundario aumentaron 51 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años se incrementaron en 11 puntos básicos en el mismo período (véase cuadro 2). Por su parte, el diferencial de la deuda española a diez años frente al bono alemán se elevó ligeramente en mayo, situándose en 26 puntos básicos.

Respecto a la evolución de los tipos bancarios, la última información disponible, correspondiente al mes de abril, refleja cierta ralentización en el proceso de subida de los tipos de interés que las entidades de crédito españolas aplican a su clientela en las nuevas operaciones de crédito y de depósito. Así, el tipo de interés sintético del crédito mostró una pequeña reducción, en relación con el mes anterior, situándose en el 5,5 %, mientras que el correspondiente a las operaciones de depósito aumentó ligeramente, hasta alcanzar el 2,2 %. Con ello, los incrementos acumulados de los tipos de interés sintéticos de activo y de pasivo



CUADRO 3

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

|   | 2000    | 1998  | 1999  | 2000  |       |       |
|---|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | MAR (b) | DIC   | DIC   | ENE   | FEB   | MAR   |
| 1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7) | 555,8   | 5,4   | 3,6   | 2,3   | 2,4   | 3,9   |
| 2. Medios de pago                                 | 269,1   | 14,8  | 11,9  | 10,5  | 12,2  | 11,9  |
| 3. Otros activos financieros                      | 286,7   | -1,1  | -3,1  | -4,2  | -5,3  | -2,6  |
| 4. Familias (5 + 6)                               | 448,5   | 3,6   | 0,7   | -0,7  | -0,9  | 0,7   |
| 5. Medios de pago                                 | 203,6   | 8,9   | 13,9  | 12,1  | 12,6  | 12,0  |
| 6. Otros activos financieros                      | 244,8   | 0,4   | -8,2  | -9,2  | -9,8  | -7,2  |
| 7. Empresas no financieras (8 + 9)                | 107,3   | 15,3  | 18,5  | 17,6  | 19,1  | 20,1  |
| 8. Medios de pago                                 | 65,5    | 36,7  | 6,2   | 5,6   | 11,1  | 11,4  |
| 9. Otros activos financieros                      | 41,9    | -13,5 | 44,7  | 42,7  | 34,6  | 36,9  |
| PRO MEMORIA:                                      |         |       |       |       |       |       |
| 10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)             | 189,7   | 39,3  | -2,7  | -12,1 | -9,9  | -9,6  |
| 11. FIAMM   | 36,5    | -10,3 | -8,4  | -7,8  | -8,1  | -8,8  |
| 12. FIM de renta fija                             | 70,4    | 25,5  | -26,3 | -31,4 | -37,1 | -32,1 |
| 13. Resto de fondos de inversión                  | 82,8    | 24,1  | 32,0  | 27,1  | 35,3  | 31,2  |

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

desde finales de 1999 ascienden a 0,50 y 0,25 puntos porcentuales, respectivamente.

En la parte transcurrida de mayo, los mercados bursátiles nacionales se han caracterizado por un retroceso de las cotizaciones y por el aumento de la volatilidad de los precios. Ello ha estado propiciado, en un primer momento, por el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal y, posteriormente, por la realización de ciertas operaciones de fusiones y adquisiciones en el sector de telecomunicaciones. Con la información disponible hasta el día 23 de mayo, el Índice General de la Bolsa de Madrid mostraba una caída, en torno al 5 %, respecto al nivel alcanzado a finales del pasado año.

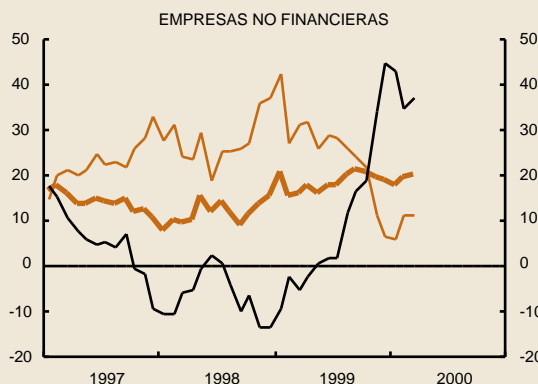
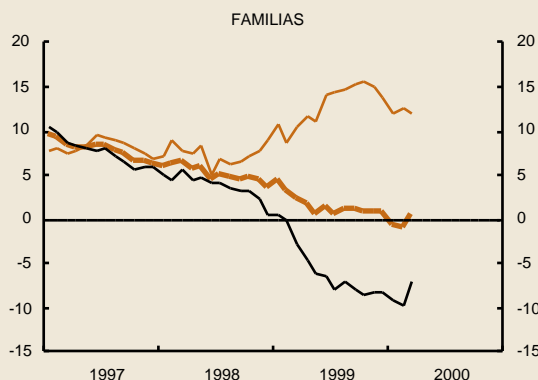
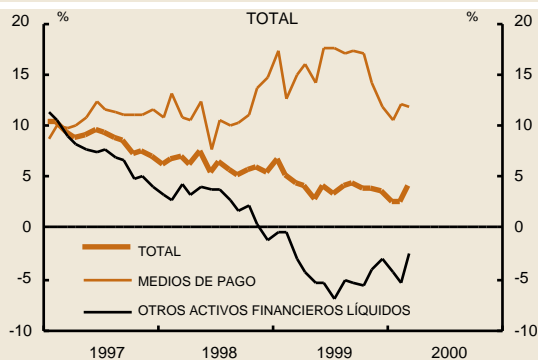
En este entorno financiero, los activos financieros líquidos de las empresas no financieras y de las familias (AFL) experimentaron un crecimiento interanual cercano al 4 % en el mes de marzo, algo más de un punto superior al registrado el mes anterior. Como se observa en el cuadro 3 y en el gráfico 8, si bien se mantuvieron las tendencias observadas en meses anteriores de incrementos altos y sostenidos de los medios de pago y disminuciones del resto de los activos financieros líquidos, el repunte de la liquidez en marzo se debió a este segundo componente, cuyo saldo mostró una caída neta

sensiblemente inferior a las observadas en meses anteriores; por su parte, los medios de pago presentaron un ritmo de expansión similar al de meses precedentes, con una tasa de variación interanual del 12 %.

El análisis por instrumentos de ambos grupos de activos señala un cierto desplazamiento en las carteras de los agentes privados nacionales hacia activos financieros de mayor plazo o riesgo, en detrimento de la toma de posiciones muy líquidas. Así, frente a la desaceleración del efectivo y de los depósitos a la vista, los depósitos a plazo experimentaron una evolución ascendente. Por su parte, los fondos de inversión incluidos en los activos financieros líquidos —FIAMM y FIM de renta fija— continuaron desacelerándose, si bien hay que señalar una ligera moderación en el proceso de disminución del patrimonio de ambos tipos de fondos, en comparación con el mes anterior. Asimismo, el patrimonio del resto de los fondos —básicamente, los fondos de renta variable y los internacionales— mostró un menor dinamismo, aunque en los últimos doce meses aumentó en más de 30 mm de euros. De acuerdo con la información disponible, mientras que el patrimonio de los fondos de renta variable experimentó una variación prácticamente nula, el correspondiente a los fondos internacionales se expandió a un fuerte ritmo, como consecuencia

GRÁFICO 8

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



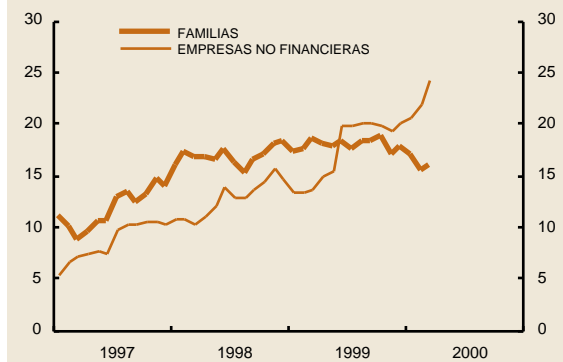
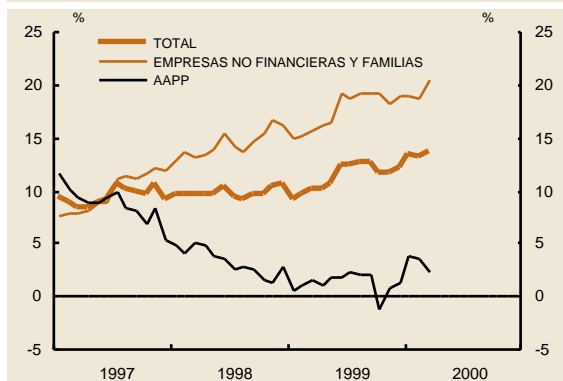
Fuente: Banco de España.

del fortísimo aumento de las suscripciones netas. La definición ampliada de los activos financieros líquidos, que incluye la totalidad de las participaciones en fondos de inversión, creció en marzo un 9 %, que es una tasa más acorde que la de los AFL con el ritmo de expansión del gasto nominal de la economía española.

Analizando la evolución de los activos financieros líquidos por sectores, en el caso de las familias se observa un mayor crecimiento de los activos financieros líquidos, cuya tasa interanual en marzo se situó cerca del 1 %, frente a

GRÁFICO 9

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



Fuente: Banco de España.

las tasas de expansión negativas registradas desde comienzos de año. Este crecimiento se desglosa en un avance de los medios de pago del 12 %, ligeramente inferior al del mes anterior, como resultado del menor ritmo de avance de los depósitos bancarios —a la vista y de ahorro—. Respecto al resto de activos financieros líquidos en poder de las familias, la suavización de su tasa de crecimiento negativa (-7 %) se explica, básicamente, por la desaceleración del ritmo de caída de las participaciones en FIAMM y FIM, y el mantenimiento de la expansión de los depósitos a plazo.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, en línea con los meses precedentes, su cartera de activos financieros experimentó un nuevo avance, pasando del 19 % en febrero al 20 % en marzo. Mientras que los medios de pago mostraron un crecimiento similar al del mes anterior, con una tasa interanual en torno al 11 %, el componente de los otros activos líquidos registró una expansión superior, alcanzando una tasa de variación interanual en este último mes del 37 % (35 % en febrero), fruto, principalmente, del notable incremento de los depósitos a plazo y las cesiones temporales.

CUADRO 4

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

|   | 2000    | 1998 | 1999 | 2000 |      |      |
|---|---------|------|------|------|------|------|
|   | MAR (b) | DIC  | DIC  | ENE  | FEB  | MAR  |
| 1. Financiación total (2 + 5)                 | 936,8   | 10,7 | 12,3 | 13,4 | 13,2 | 13,7 |
| 2. Empresas no financieras y familias (3 + 4) | 621,1   | 16,2 | 19,0 | 19,0 | 18,9 | 20,5 |
| 3. Familias                                   | 272,7   | 18,3 | 17,7 | 17,0 | 15,3 | 15,9 |
| 4. Empresas no financieras                    | 348,5   | 14,5 | 20,0 | 20,7 | 21,8 | 24,3 |
| 5. Administraciones Públicas                  | 315,7   | 2,8  | 1,3  | 4,0  | 3,5  | 2,4  |

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

La información provisional disponible para el mes de abril muestra una nueva aceleración en el ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos, con una tasa de expansión interanual cercana al 6 %. A diferencia del mes anterior, este aumento de la liquidez se explica por el avance tanto de los medios de pago como de los otros activos financieros líquidos. En el caso de los primeros, su expansión ha estado impulsada por el comportamiento alcista del efectivo y de los depósitos a la vista. Por su parte, los otros activos financieros líquidos mostraron una variación prácticamente nula, explicada, básicamente, por la moderación del ritmo de caída de las participaciones en los fondos de inversión.

En marzo, la financiación total concedida a los sectores residentes se expandió a una tasa interanual cercana al 14 % (véase cuadro 4). Al igual que en meses anteriores, esta evolución fue el resultado del elevado crecimiento de la financiación concedida a las empresas no financieras y a las familias (por encima del 20 % en marzo, en términos interanuales), mientras que la financiación otorgada a las Administraciones Públicas mostró una sensible moderación respecto a los primeros meses del año. En línea con las pautas de comportamiento de meses precedentes, la financiación concedida a las empresas no financieras tuvo un dinamismo muy superior a la recibida por las familias, de forma que las respectivas tasas de expansión interanual en marzo se situaron en el 24 % y

16 % (véase gráfico 9). Estos ritmos de crecimiento representan, en el caso de las familias, una moderación en relación con 1999, que podría asociarse al encarecimiento del crédito. Por su parte, la financiación a empresas ha mostrado una aceleración a lo largo del año y, en especial en este último mes, como resultado de los mayores fondos obtenidos a través de las entidades de crédito residentes, mientras que los recursos captados mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo se redujo notablemente respecto al mes anterior. La información provisional referente al mes de abril muestra un repunte de la financiación recibida por el conjunto de empresas no financieras y familias, con tasas de crecimiento superiores al 21 %.

Finalmente, en marzo la financiación recibida por las Administraciones Públicas se moderó, en relación con los meses precedentes, con un crecimiento interanual del 2,4 %. Como ya se comentó en informes anteriores, esta desaceleración era esperada, pues las tasas de crecimiento más altas observadas a comienzos de año estaban ligadas al mayor déficit público derivado de la concentración de pagos por intereses en ese período. Por instrumentos, tuvo lugar una disminución del ritmo de crecimiento de los saldos de valores a medio y largo plazo, al tiempo que los relativos a los valores a corto plazo y al crédito bancario continuaron contrayéndose.

26.5.2000.

---

# La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000

## 1. NOTA METODOLÓGICA

Como es bien conocido, la Encuesta de Población Activa (EPA) constituye la fuente de información más exhaustiva y completa sobre la situación del mercado de trabajo en España; además, al estar homologada a nivel internacional, permite hacer comparaciones con otros países. Se trata de una encuesta realizada sobre una muestra de hogares que pretende representar fielmente la población global. Dado que esta no se mantiene estática sino que se altera su tamaño y distribución geográfica, la muestra también debe modificarse para recoger tales cambios. En este sentido, el propio diseño muestral, al renovar parcialmente en cada trimestre los hogares dentro de su agrupación en secciones censales, capta parcialmente estos fenómenos. Sin embargo, hasta la fecha, estas secciones solo se cambiaban cuando se disponía de la información facilitada por los censos de población (hasta el año 1999, las secciones censales se eligieron de acuerdo con el censo de 1991). Dado que, con la puesta en marcha del Padrón continuo, a partir de ahora se va a disponer de información más actualizada sobre la población y su distribución geográfica, el INE ha puesto en marcha un proceso de renovación de las secciones censales, que se repetirá cada dos años dentro de los períodos intercensales. Este proceso se ha iniciado en el primer trimestre de 2000, en el que se ha renovado un 4,1 % de las secciones, con el fin de que la muestra sea representativa de la estructura poblacional a 1 de enero de 1998.

Como consecuencia de la actualización de las secciones censales, los niveles de las variables analizadas por la encuesta se adecuan en mayor medida a la realidad española, pero las comparaciones con el pasado quedan afectadas, al estarse analizando muestras distintas. Por este motivo, el INE ha llevado a cabo una encuesta paralela en las 143 secciones censales sustituidas, pudiendo así obtener tasas de variación sobre bases homogéneas. A pesar del reducido número de secciones censales sustituidas, las alteraciones en las tasas de crecimiento de algunas variables son significativas, como se verá a continuación.

## 2. PRINCIPALES RESULTADOS DE LA E.P.A. EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2000

De acuerdo con los datos del primer trimestre del año 2000, el proceso de creación de empleo en la economía española conservó un notable dinamismo en ese período. En concreto, el número de ocupados en la EPA aumentó en 710.000 personas en los últimos doce me-

CUADRO 1

**Evolución del empleo (a)**

% y miles de personas

|                               | Tasa de variación media anual |      |      |       | Tasa de variación interanual                                       |          |           |          |                     |                        |  |  |
|-------------------------------|-------------------------------|------|------|-------|--|----------|-----------|----------|---------------------|------------------------|--|--|
|                               | 1996                          | 1997 | 1998 | 1999  | I TR 99  | II TR 99 | III TR 99 | IV TR 99 | I TR 00             |                        |  |  |
|                               |                               |      |      |       |  |          |           |          | Muestra actualizada | Muestra no actualizada |  |  |
| Población activa              | 1,3                           | 1,1  | 0,9  | 1,0   | 0,6  | 0,6      | 0,9       | 1,8      | 2,8                 | 2,3                    |  |  |
| Ocupados                      | 2,1                           | 2,9  | 3,4  | 4,6   | 3,9  | 4,7      | 4,7       | 5,2      | 5,3                 | 4,7                    |  |  |
| <i>Ocupados a T/C (b)</i>     | 1,8                           | 2,6  | 3,6  | 4,4   | 3,8  | 4,4      | 4,4       | 5,1      | 5,2                 | 4,6                    |  |  |
| <i>Ocupados a T/P</i>         | 5,9                           | 6,6  | 1,8  | 7,2   | 5,3  | 8,1      | 8,1       | 7,5      | 5,4                 | 5,8                    |  |  |
| Asalariados                   | 2,7                           | 4,2  | 4,6  | 6,7   | 5,5  | 6,5      | 7,1       | 7,6      | 7,1                 | 6,5                    |  |  |
| <i>Asalariados fijos (b)</i>  | 4,4                           | 4,7  | 5,4  | 7,0   | 6,7  | 6,8      | 7,1       | 7,4      | 8,5                 | 7,6                    |  |  |
| <i>Asalariados temporales</i> | -0,5                          | 3,4  | 3,0  | 6,0   | 3,1  | 5,9      | 7,1       | 8,0      | 4,1                 | 4,3                    |  |  |
| No asalariados                | 0,4                           | -1,2 | -0,2 | -2,2  | -1,3   | -1,4     | -3,4      | -2,8     | -1,2                | -1,7                   |  |  |
| Parados                       | -1,2                          | -5,2 | -8,8 | -14,9 | -13,0  | -16,9    | -16,0     | -13,5    | -9,1                | -9,4                   |  |  |
| PRO MEMORIA: niveles (%):     |                               |      |      |       |  |          |           |          |                     |                        |  |  |
| Tasa de actividad             | 49,6                          | 49,8 | 50,0 | 50,2  | 49,8   | 50,0     | 50,4      | 50,7     | 51,0                | 50,7                   |  |  |
| Tasa de paro                  | 22,2                          | 20,8 | 18,8 | 15,9  | 17,0   | 15,6     | 15,4      | 15,4     | 15,0                | 15,0                   |  |  |
| Ratio de temporalidad         | 33,8                          | 33,5 | 33,0 | 32,8  | 32,6   | 32,7     | 33,3      | 32,6     | 31,7                | 31,9                   |  |  |
|                               | Variación media anual         |      |      |       | Variaciones interanuales para el mismo trimestre de distintos años |          |           |          |                     |                        |  |  |
|                               | 1996                          | 1997 | 1998 | 1999  | I TR 96  | I TR 97  | I TR 98   | I TR 99  | I TR 00             |                        |  |  |
|                               |                               |      |      |       |  |          |           |          | Muestra actualizada | Muestra no actualizada |  |  |
| Población activa              | 210                           | 174  | 144  | 158   | 192  | 182      | 145       | 100      | 459                 | 373                    |  |  |
| Ocupados                      | 254                           | 357  | 440  | 613   | 222  | 357      | 415       | 512      | 710                 | 632                    |  |  |
| <i>Ocupados a T/C (b)</i>     | 200                           | 294  | 422  | 538   | 117  | 306      | 369       | 456      | 650                 | 587                    |  |  |
| <i>Ocupados a T/P</i>         | 54                            | 63   | 18   | 75    | 105  | 51       | 46        | 56       | 60                  | 65                     |  |  |
| Asalariados                   | 243                           | 394  | 448  | 680   | 214  | 327      | 453       | 550      | 745                 | 683                    |  |  |
| <i>Asalariados fijos (b)</i>  | 258                           | 286  | 350  | 477   | 219  | 238      | 324       | 446      | 604                 | 535                    |  |  |
| <i>Asalariados temporales</i> | -15                           | 108  | 98   | 203   | -5   | 89       | 129       | 104      | 141                 | 148                    |  |  |
| No asalariados                | 11                            | -37  | -8   | -67   | 8  | 30       | -38       | -38      | -35                 | -51                    |  |  |
| Parados                       | -44                           | -183 | -296 | -455  | -30  | -175     | -270      | -412     | -251                | -259                   |  |  |
| PRO MEMORIA: niveles (%):     |                               |      |      |       |  |          |           |          |                     |                        |  |  |
| Tasa de actividad             |                               |      |      |       | 49,4   | 49,6     | 49,8      | 49,8     | 51,0                | 50,7                   |  |  |
| Tasa de paro                  |                               |      |      |       | 22,8   | 21,5     | 19,6      | 17,0     | 15,0                | 15,0                   |  |  |
| Ratio de temporalidad         |                               |      |      |       | 33,8   | 33,6     | 33,4      | 32,6     | 31,7                | 31,9                   |  |  |

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

(b) Los ocupados no clasificables se incluyen con los trabajadores a tiempo completo (T/C). Los asalariados no clasificables se incluyen con los trabajadores fijos.

ses (véase cuadro 1), lo que se traduciría en una tasa de variación interanual del 5,3 %, similar a la registrada en el cuarto trimestre de 1999. Dado que, según las estimaciones del INE, alrededor de 77.500 de estos nuevos puestos de trabajo serían fruto de la renovación censal, el ritmo de crecimiento interanual del empleo, corregido de este efecto, se habría situado en el 4,7 %, cinco décimas menos que en el trimestre previo. Parte de esa desaceleración ha podido venir condicionada por la localización de la Semana Santa en el segundo trimestre de 2000. Por otra parte, cabe recordar que las tasas interanuales de crecimiento de

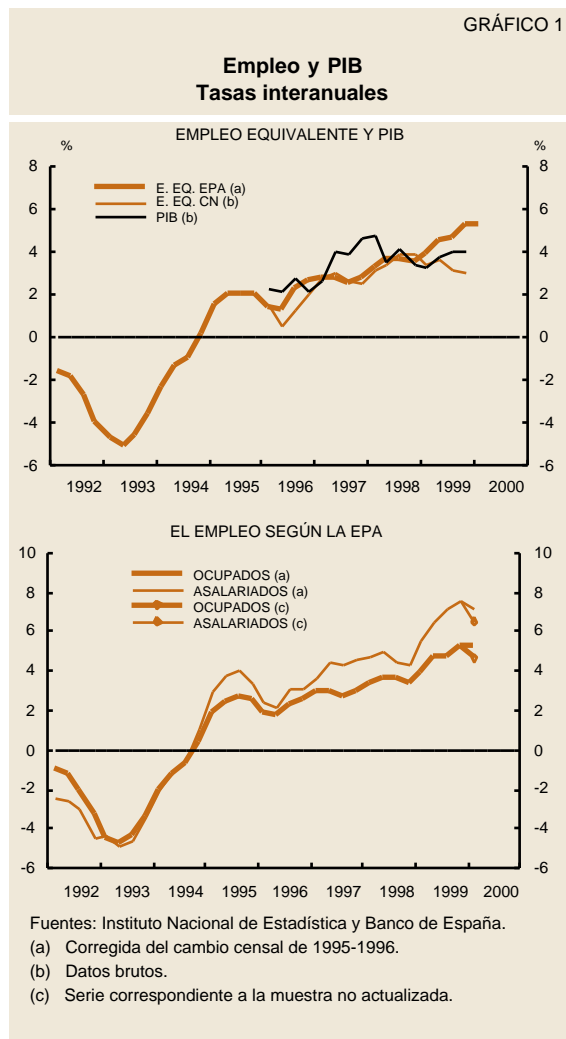
los ocupados de la EPA durante 1999 pueden estar afectadas, en alguna medida, por los cambios introducidos en la elaboración de la encuesta al comienzo de ese año. En cualquier caso, el fuerte ritmo de crecimiento del empleo que confirman los resultados de la EPA se ha observado también en otros indicadores, como los afiliados a la Seguridad Social, cuyo número se incrementó un 5,4 % entre enero y abril del presente año, una tasa similar a la registrada en los meses finales de 1999. Las estimaciones provisionales de la CNTR han recogido una ligera pérdida de dinamismo del empleo a lo largo del pasado año, tendencia que podría

haberse prolongado en el primer trimestre de 2000.

Desde el punto de vista de la oferta de trabajo, el crecimiento interanual de la población activa ha sido del 2,8 % en el primer trimestre, aunque este crecimiento se reduciría hasta el 2,3 % al realizar la comparación con bases homogéneas. Estas cifras parecen prolongar la tendencia a una mayor incorporación de la población al mercado laboral, iniciada a mediados del año precedente y acorde con la mejora de este mercado y con el rejuvenecimiento de la población activa femenina. Así, con las nuevas secciones, la tasa de actividad de los individuos mayores de 16 años alcanzó el 51 %. Pese a ello, el fuerte aumento de la ocupación se tradujo en una nueva reducción del número de desempleados y de la tasa de paro, que quedó situada en el 15 % (idéntica a la que se obtiene con el antiguo seccionado), frente al 15,4 % del trimestre precedente. En términos interanuales el desempleo se ha reducido en 251.000 personas, a las que habría que añadir 8.500, si se corrige el efecto de la renovación censal. En cualquier caso, estas cifras apuntan hacia un menor ritmo de reducción del desempleo, siguiendo la tendencia iniciada en la primavera de 1999, y que también ha quedado reflejada en la evolución del paro registrado en los primeros meses del año 2000.

La totalidad de los puestos de trabajo netos creados entre el primer trimestre de 2000 y el primero de 1999 lo fueron por cuenta ajena, ya que mientras que la tasa de variación interanual de los asalariados se situó en el 6,5 % —calculada sobre series homogéneas (la renovación censal tuvo un impacto positivo de 0,6 décimas)—, los trabajadores por cuenta propia se redujeron en un 1,7 % (–1,2 % con la muestra actualizada), como se observa en el gráfico 1. No obstante, la tendencia a la aceleración del número de asalariados observada el año precedente quedó truncada, a la vez que los no asalariados se redujeron en menor medida. Con la nueva muestra, la tasa de asalariados quedó situada en el 79,1 %, una décimas más que en el trimestre precedente, sin que se aprecie impacto alguno de la renovación censal.

Durante el primer trimestre del año 2000 la totalidad de los puestos de trabajo netos creados por cuenta ajena lo fueron en la modalidad indefinida. Los contratos indefinidos de fomento del empleo, dirigidos a determinados colectivos de trabajadores, continúan beneficiándose de importantes bonificaciones en las cuotas a la Seguridad Social. En términos interanuales, los asalariados fijos elevaron su ritmo de crecimiento significativamente, aunque buena parte de esta aceleración fue resultado de la renova-

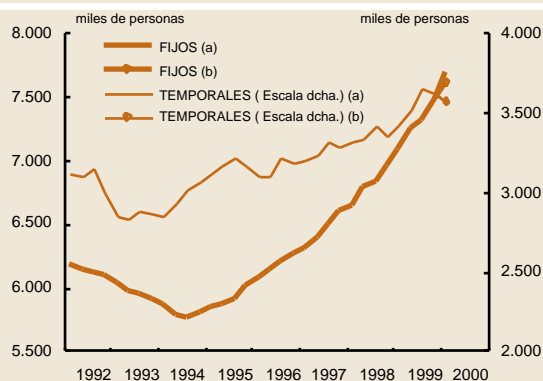


ción censal, que detectó un mayor número de trabajadores con contratos permanentes. En concreto, después de registrar un aumento interanual del 7,4 % en el cuarto trimestre de 1999, el número de asalariados fijos experimentó un crecimiento del 7,6 % entre los meses de enero y marzo del 2000, según la muestra homogénea, tasa que se eleva al 8,5 % con la nueva muestra. En contraste, los asalariados con contrato temporal se habrían desacelerado significativamente, desde el 8 %, a finales de 1999, hasta el 4,3 %, según la muestra homogénea (4,1 % cuando se utilizan las nuevas secciones), como se observa en el gráfico 2. En consecuencia, la *ratio* de temporalidad se situó en el 31,7 %, más de un punto por debajo de la registrada en el trimestre precedente; dos décimas de este recorte son atribuibles al impacto de la renovación censal. El ritmo de crecimiento de los asalariados indefinidos se incrementó con mayor o menor intensidad en las diferentes ramas de actividad, por lo que la reducción de la *ratio* de temporalidad fue generalizada. En alguna medida, esta evolución tan heterogénea de los asalariados fijos y tem-



GRÁFICO 2

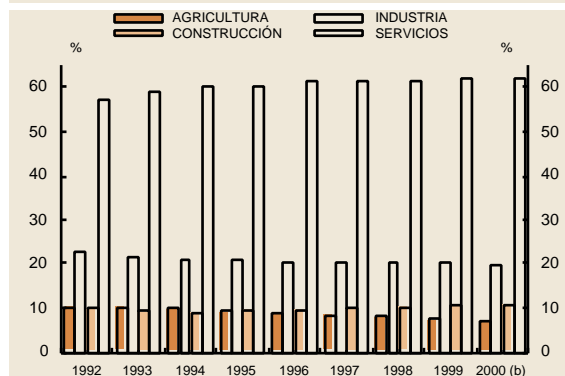
**Asalariados por modalidad de contrato**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 (a) Corregidas del cambio censal de 1995-1996.  
 (b) Serie correspondiente a la muestra no actualizada.

GRÁFICO 3

**Ocupados  
Distribución por ramas (a)**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 (a) Porcentaje sobre el total. Corregidas del cambio censal de 1995-1996.  
 (b) Media del periodo transcurrido del año.

porales podría ser consecuencia de los cambios en las bonificaciones a la conversión de contratos temporales en indefinidos introducidos a partir del año 2000. En efecto, dado que los beneficios asociados a la conversión se han restringido a los contratos formativos o de relevo desde enero de este año, en los últimos meses de 1999 se habría producido una concentración de conversiones para acogerse a las normas anteriores. De hecho, la estadística de contratos presentó un crecimiento muy fuerte de las conversiones en el mes de diciembre, cifrado en el 86,6 %, frente al 30,8 % de aumento en el promedio del año.

Atendiendo a la duración de la jornada laboral, el cambio de secciones censales supuso un moderado trasvase de ocupados a tiempo parcial hacia ocupados a tiempo completo. De acuerdo con los resultados de la muestra homogénea, los trabajadores a tiempo parcial registraron un ritmo de crecimiento interanual del 5,9 %, cifra más elevada que la obtenida con la nueva muestra (5,4 %), habiéndose producido una marcada desaceleración respecto al trimestre precedente (7,5 %). En cambio, los trabajadores a tiempo completo aumentaron un 4,5 %, en términos homogéneos (un 5,2 % con la nueva muestra). En cualquier caso, al mantenerse un diferencial de crecimiento entre ambos colectivos a favor del tiempo parcial, la tasa de parcialidad aumentó en tres décimas, situándose en el 8,2 % con la nueva muestra.

Como se observa en el gráfico 3, el empleo en el sector terciario de la economía volvió a ganar peso en el primer trimestre del año 2000, si bien parte de ese aumento fue el resultado del cambio de secciones censales, mientras

que el resto de ramas prácticamente no se vieron afectadas por este hecho. De esta forma, los datos del primer trimestre de 2000 reflejaron un mantenimiento de las tendencias que ya se venían apuntando en los trimestres precedentes: fuerte creación de empleo en los servicios y, sobre todo, en la construcción, aunque a ritmos cada vez más moderados, aceleración del empleo en la industria y destrucción de puestos de trabajo en la agricultura (véase gráfico 4). En concreto, en esta última rama el empleo se redujo en un 3,3 %, en tasa interanual, en línea con lo observado en los trimestres precedentes. El número de trabajadores por cuenta ajena disminuyó un 3,1 %, cuando había finalizado el año anterior con un aumento del 2,3 %. Este cambio fue consecuencia de la escasa contratación de empleados temporales, colectivo que suele experimentar incrementos importantes en los primeros meses del año; así, el ritmo de variación interanual de los asalariados temporales se redujo hasta el -9,4 %, frente a tasas positivas o nulas en los nueve meses anteriores. Los asalariados con contrato indefinido experimentaron una nueva aceleración, situando su tasa de crecimiento en el 7,9 %. Este comportamiento poco habitual se tradujo en una ligera reducción de la *ratio* de temporalidad, que, no obstante, siguió siendo muy elevada (59,2 %), como puede comprobarse en el cuadro 2.

Como se aprecia en el gráfico 4, el repunte de la actividad industrial iniciado en la parte final de 1999 —que se ha prolongado en el primer trimestre de 2000, de acuerdo con la evolución del índice de producción industrial— se ha traducido en un mayor ritmo de creación de empleo en esta rama. El número de ocupados en la industria aumentó en un 2,7 % respecto al

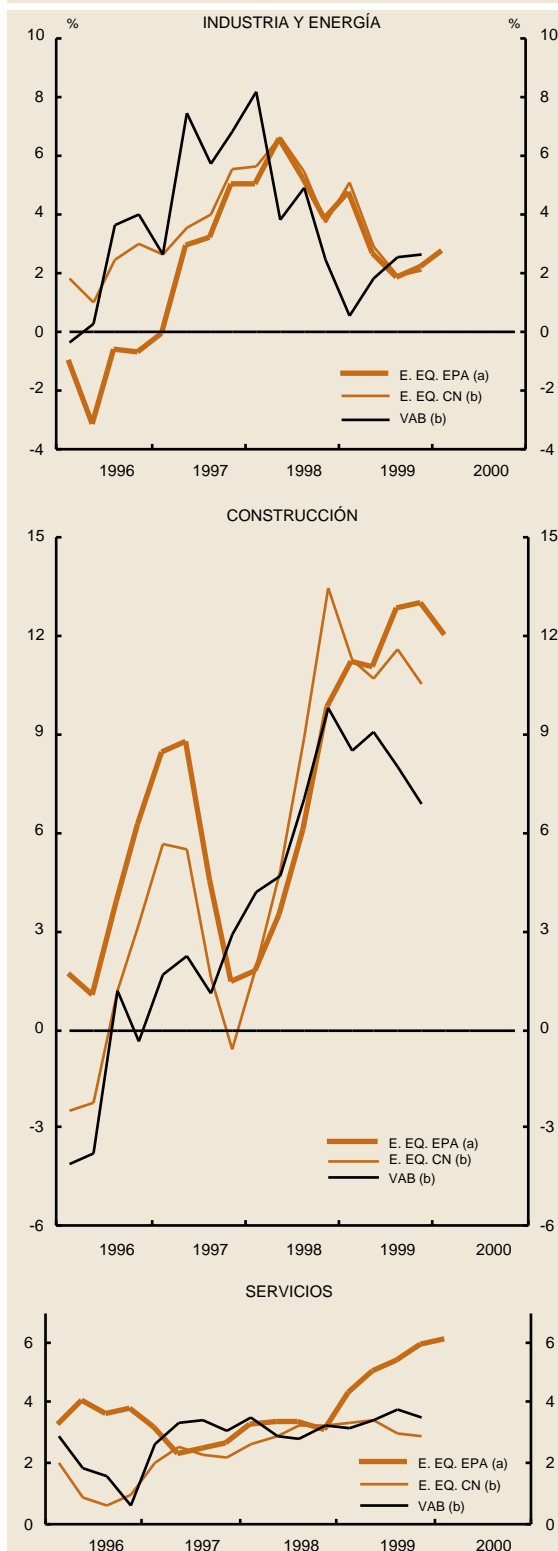
mismo trimestre del año precedente, frente al 2,1 % del cuarto trimestre de 1999. Dicha aceleración refleja una evolución más favorable del empleo asalariado, y, en particular, de los trabajadores que disfrutaban de una relación más estable con la empresa. Así, los trabajadores por cuenta ajena aumentaron en un 3,7 %, un punto por encima de la tasa registrada en el cuarto trimestre de 1999, en tanto que los no asalariados experimentaron un descenso interanual del 4 %. Además, el incremento neto del número de empleados se concentró en los asalariados fijos, que aumentaron su ritmo de crecimiento hasta el 4,3 %, mientras que los temporales lo redujeron hasta el 2,1 %, rompiendo ambos colectivos las tendencias que presentaron en 1999. La *ratio* de temporalidad, que estaba situada en el 28,3 % en el cuarto trimestre de 1999, se redujo hasta el 27,1 %. La evolución de la ocupación en las distintas ramas industriales fue heterogénea. Cabe destacar especialmente el empuje observado en material de transporte y en otras industrias manufactureras, con incrementos del 10 % y 12,6 %, respectivamente. Asimismo, algunas ramas en las que se destruía empleo a finales del año anterior —como, por ejemplo, la alimentación o el equipo eléctrico— atenuaron la intensidad de dicho proceso.

En el primer trimestre del año 2000, la creación de puestos de trabajo netos en la construcción, según la EPA, comenzó a experimentar las consecuencias de la desaceleración de la actividad constructora en los trimestres precedentes —desaceleración que, según otros indicadores, ya había afectado al ritmo de crecimiento del empleo en 1999—. No obstante, el número de ocupados siguió incrementándose a un ritmo elevado: un 12 % en tasa interanual, un punto inferior a la tasa registrada en el trimestre anterior. Debe tenerse en cuenta que buena parte de la actividad residencial se encuentra en su fase más avanzada, que es precisamente cuando es más intensiva en la utilización de mano de obra. Los asalariados crecieron un 12,8 % en tasa interanual, lo que representa una desaceleración de 2 puntos porcentuales respecto al período precedente. Por su parte, los trabajadores por cuenta ajena aumentaron su tasa de crecimiento hasta el 9,2 %. La *ratio* de temporalidad se redujo hasta el 60,3 %, frente al 61,1 % con que había finalizado el año 1999, debido a que los trabajadores temporales atemperaron su ritmo de crecimiento, hasta quedar en el 9 %, mientras que los fijos lo aumentaron hasta el 19 %.

Por último, como ya se comentó anteriormente, en los servicios fue donde se detectó un mayor efecto de la actualización de las secciones censales sobre el número de ocupados. El crecimiento interanual del número de ocupa-

GRÁFICO 4

**Empleo equivalente y valor añadido bruto**  
**Tasas interanuales**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
(a) Corregida del cambio censal de 1995-1996.  
(b) Datos brutos.



CUADRO 2

**Evolución del empleo por ramas de actividad (a)**

% y miles de personas

|                               | Tasa de variación media anual                                      |             |             |             | Tasa de variación interanual |                            |                        |                           |                     |                        |             |                     |                        |
|-------------------------------|--|-------------|-------------|-------------|------------------------------|----------------------------|------------------------|---------------------------|---------------------|------------------------|-------------|---------------------|------------------------|
|                               | 1996   | 1997        | 1998        | 1999        | I TR 99                      | II TR 99                   | III TR 99              | IV TR 99                  | I TR 00             |                        |             |                     |                        |
|                               |  |             |             |             |                              |                            |                        |                           | Muestra actualizada | Muestra no actualizada |             |                     |                        |
| <b>TOTAL OCUPADOS</b>         | <b>2,1</b>   | <b>2,9</b>  | <b>3,4</b>  | <b>4,6</b>  | <b>3,9</b>                   | <b>4,7</b>                 | <b>4,7</b>             | <b>5,2</b>                | <b>5,3</b>          | <b>4,7</b>             |             |                     |                        |
| <b>Agricultura</b>            | <b>-3,2</b>  | <b>-1,0</b> | <b>-0,6</b> | <b>-4,3</b> | <b>-8,6</b>                  | <b>-2,0</b>                | <b>-3,7</b>            | <b>-2,5</b>               | <b>-3,3</b>         | <b>5,4</b>             |             |                     |                        |
| <b>No agrícola</b>            | <b>2,6</b>   | <b>3,2</b>  | <b>3,8</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,1</b>                   | <b>5,2</b>                 | <b>5,4</b>             | <b>5,9</b>                | <b>6,0</b>          | <b>-3,5</b>            |             |                     |                        |
| Industria                     | -1,3   | 2,8         | 4,9         | 2,8         | 4,7                          | 2,6                        | 1,9                    | 2,1                       | 2,7                 | 2,7                    |             |                     |                        |
| Construcción                  | 3,4  | 5,5         | 5,2         | 12,0        | 11,0                         | 11,0                       | 12,9                   | 13,0                      | 12,0                | 11,9                   |             |                     |                        |
| Servicios                     | 3,9  | 3,0         | 3,2         | 5,2         | 4,4                          | 5,2                        | 5,4                    | 6,0                       | 6,0                 | 5,2                    |             |                     |                        |
| <i>Servicios venta (b)</i>    | 3,0  | 3,4         | 3,2         | 5,5         | 4,1                          | 5,3                        | 5,8                    | 7,0                       | 7,1                 | ...                    |             |                     |                        |
| <i>Servicios no venta (b)</i> | 5,2  | 2,4         | 3,3         | 4,8         | 4,9                          | 5,0                        | 4,7                    | 4,4                       | 4,5                 | ...                    |             |                     |                        |
| <b>TOTAL ASALARIADOS</b>      | <b>2,7</b>   | <b>4,2</b>  | <b>4,6</b>  | <b>6,7</b>  | <b>5,5</b>                   | <b>6,5</b>                 | <b>7,1</b>             | <b>7,6</b>                | <b>7,1</b>          | <b>6,5</b>             |             |                     |                        |
| <b>Agricultura</b>            | <b>-1,4</b>  | <b>10,6</b> | <b>1,7</b>  | <b>-1,1</b> | <b>-9,1</b>                  | <b>3,7</b>                 | <b>0,4</b>             | <b>2,3</b>                | <b>-3,1</b>         | ...                    |             |                     |                        |
| <b>No agrícola</b>            | <b>2,9</b>   | <b>4,0</b>  | <b>4,7</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,2</b>                   | <b>6,6</b>                 | <b>7,4</b>             | <b>7,8</b>                | <b>7,5</b>          | ...                    |             |                     |                        |
| Industria                     | -1,0   | 3,8         | 5,6         | 3,4         | 5,0                          | 3,1                        | 3,0                    | 2,7                       | 3,7                 | ...                    |             |                     |                        |
| Construcción                  | 2,6  | 5,9         | 8,4         | 13,8        | 13,5                         | 12,4                       | 14,6                   | 14,8                      | 12,8                | ...                    |             |                     |                        |
| Servicios                     | 4,4  | 3,7         | 3,8         | 7,3         | 5,6                          | 7,0                        | 7,8                    | 8,6                       | 8,1                 | ...                    |             |                     |                        |
| <i>Servicios venta (b)</i>    | 3,8  | 4,6         | 4,3         | 8,6         | 5,6                          | 7,7                        | 9,6                    | 11,4                      | 11,3                | ...                    |             |                     |                        |
| <i>Servicios no venta (b)</i> | 5,0  | 2,7         | 3,4         | 5,7         | 5,6                          | 6,1                        | 5,9                    | 5,3                       | 4,4                 | ...                    |             |                     |                        |
|                               | Variaciones interanuales para el mismo trimestre de distintos años |             |             |             |                              | Ratio de asalarización (c) |                        |                           |                     |                        |             |                     |                        |
|                               |  |             |             |             |                              | I TR 00                    |                        |                           |                     |                        |             | I TR 00 (d)         |                        |
|                               | I TR 96  | I TR 97     | I TR 98     | I TR 99     |                              | Muestra actualizada        | Muestra no actualizada | 1996                      | 1997                | 1998                   | 1999        | Muestra actualizada | Muestra no actualizada |
| <b>TOTAL OCUPADOS</b>         | <b>222</b>   | <b>357</b>  | <b>415</b>  | <b>512</b>  | <b>710</b>                   | <b>632</b>                 |                        | <b>75,1</b>               | <b>76,1</b>         | <b>76,9</b>            | <b>78,4</b> | <b>79,1</b>         | <b>79,1</b>            |
| <b>Agricultura</b>            | <b>-36</b>   | <b>-3</b>   | <b>11</b>   | <b>-98</b>  | <b>-34</b>                   | <b>-37</b>                 |                        | <b>33,3</b>               | <b>37,2</b>         | <b>38,1</b>            | <b>39,4</b> | <b>40,4</b>         | ...                    |
| <b>No agrícola</b>            | <b>258</b>   | <b>360</b>  | <b>404</b>  | <b>610</b>  | <b>744</b>                   | <b>669</b>                 |                        | <b>79,0</b>               | <b>79,6</b>         | <b>80,3</b>            | <b>81,5</b> | <b>82,1</b>         | ...                    |
| Industria                     | -24  | -3          | 124         | 124         | 75                           | 73                         |                        | 86,2                      | 87,1                | 87,7                   | 88,2        | 88,6                | ...                    |
| Construcción                  | 19   | 94          | 21          | 137         | 165                          | 164                        |                        | 75,1                      | 75,4                | 77,7                   | 79,0        | 79,0                | ...                    |
| Servicios                     | 263  | 269         | 259         | 349         | 504                          | 432                        |                        | 77,3                      | 77,8                | 78,3                   | 79,8        | 80,5                | ...                    |
| <i>Servicios venta (b)</i>    | 139  | 176         | 162         | 197         | 356                          | ...                        |                        | 67,4                      | 68,2                | 68,9                   | 70,8        | 72,2                | ...                    |
| <i>Servicios no venta (b)</i> | 124  | 93          | 97          | 152         | 148                          | ...                        |                        | 92,5                      | 92,8                | 92,9                   | 93,7        | 93,6                | ...                    |
|                               |  |             |             |             |                              |                            |                        | Ratio de temporalidad (e) |                     |                        |             |                     |                        |
| <b>TOTAL ASALARIADOS</b>      | <b>214</b>   | <b>327</b>  | <b>453</b>  | <b>550</b>  | <b>745</b>                   | <b>683</b>                 |                        | <b>33,8</b>               | <b>33,5</b>         | <b>33,0</b>            | <b>32,8</b> | <b>31,7</b>         | <b>31,9</b>            |
| <b>Agricultura</b>            | <b>-6</b>  | <b>52</b>   | <b>17</b>   | <b>-42</b>  | <b>-13</b>                   | ...                        |                        | <b>58,9</b>               | <b>60,2</b>         | <b>60,8</b>            | <b>60,7</b> | <b>59,2</b>         | ...                    |
| <b>No agrícola</b>            | <b>220</b>   | <b>275</b>  | <b>436</b>  | <b>592</b>  | <b>758</b>                   | ...                        |                        | <b>32,8</b>               | <b>32,4</b>         | <b>31,9</b>            | <b>31,7</b> | <b>30,7</b>         | ...                    |
| Industria                     | -25  | 20          | 125         | 115         | 88                           | ...                        |                        | 28,7                      | 30,0                | 28,9                   | 28,0        | 27,1                | ...                    |
| Construcción                  | 4  | 70          | 37          | 129         | 138                          | ...                        |                        | 62,7                      | 61,7                | 62,5                   | 61,7        | 60,3                | ...                    |
| Servicios                     | 241  | 185         | 274         | 348         | 532                          | ...                        |                        | 29,8                      | 28,8                | 28,1                   | 28,0        | 26,9                | ...                    |
| <i>Servicios venta (b)</i>    | 127  | 118         | 164         | 186         | 396                          | ...                        |                        | 35,8                      | 34,8                | 33,1                   | 30,8        | 28,9                | ...                    |
| <i>Servicios no venta (b)</i> | 114  | 67          | 110         | 162         | 136                          | ...                        |                        | 23,1                      | 21,9                | 22,4                   | 24,7        | 24,4                | ...                    |

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

(b) Servicios venta comprende las actividades de comercio, hostelería, intermediación financiera y actividades inmobiliarias. Servicios no venta comprende el resto de servicios.

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

(d) Se refiere al período transcurrido del año.

(e) En % del número de asalariados de cada rama de actividad.

**La evolución de la tasa de participación en España**

Una de las principales características del mercado de trabajo español es su baja tasa de participación, como se pone de manifiesto cuando se compara con la que se registra en la Unión Europea. La tasa de participación, definida como la población activa en relación con la población en edad de trabajar (16-64 años), se situó en 1999 en el 63,9 %, cerca de 6 puntos porcentuales por debajo de la de la UE, lo que se debe, fundamentalmente, a las diferentes tasas de actividad de las mujeres y del colectivo de edad más avanzada (véase gráfico adjunto). Por su parte, la brecha en términos de las tasas de ocupación era más acusada —10 pp prácticamente—, reflejando la mayor importancia del desempleo en nuestro país.

En el transcurso de los veinticinco últimos años la tasa de participación en España ha aumentado 5 puntos porcentuales, de los cuales, prácticamente la mitad han tenido lugar en la última fase expansiva, registrándose en 1999 un aumento de casi un punto porcentual. En el primer trimestre de 2000 se produjo una nueva aceleración de la tasa de participación, situándose en el 64,4 % de la población en edad de trabajar. Durante esta etapa de crecimiento, por primera vez en la historia económica más reciente, la tasa de participación masculina está aumentando, fundamentalmente entre los jóvenes, aunque los datos del primer trimestre de 2000 también recogen aumentos importantes en la tasa de participación masculina de edades avanzadas. Entre las mujeres, los avances están siendo más generalizados, alcanzando un particular dinamismo en el grupo de edad comprendido entre los 30 y los 44 años, en línea con su tendencia histórica. Cabe destacar, sin embargo, que todavía existe una diferencia de 25 pp en las tasas de participación entre hombres y mujeres, situándose esta última en el 50 %. Las mayores diferencias con la tasa de actividad masculina se concentran en los grupos de edad avanzada, ya que se ha producido una corrección muy significativa de las discrepancias antes existentes en el grupo central de edades. Atendiendo al nivel de estudios, las diferencias por sexo se producen en el colectivo con estudios bajos y son prácticamente nulas en el de estudios altos, donde la tasa de participación femenina se sitúa en torno al 80 %, porcentaje muy superior al del colectivo con estudios medios (64 %). En el transcurso de 1999, sin embargo, los mayores incrementos en la tasa de participación femenina se concentraron en este último colectivo.

La evolución demográfica de la población podría ralentizar el aumento en la tasa de participación, al ir ganando peso, progresivamente, la población de edad más avanzada. La drástica reducción de la tasa de natalidad, y, con ella, la disminución de la población joven, iniciada a mediados de los años setenta, ha determinado una desaceleración muy significativa de la población en edad de trabajar. Paralelamente, se está produciendo un aumento de la *ratio* de dependencia que, adicionalmente, refleja un volumen creciente de pensionistas (véase gráfico adjunto). Este cambio demográfico requiere revisar el sistema de incentivos existentes a la jubilación anticipada —fórmula que en la actualidad está determinando un porcentaje muy elevado de las jubilaciones totales—, de manera que los colectivos que, como consecuencia del cambio demográfico, van a aumentar más su participación relativa en el conjunto de la población dejen de mostrar tasas de participación más reducidas.

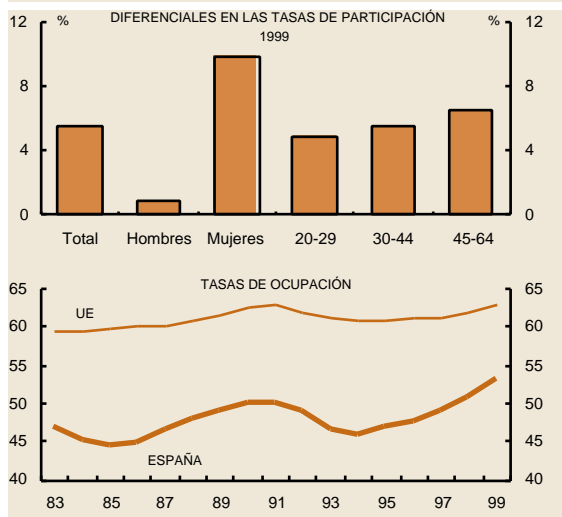
Otro efecto inducido por el cambio demográfico es la pérdida de peso del colectivo de jóvenes con un nivel de formación relativamente más elevado. Ello implica que solo para mantener el actual dinamismo en el nivel de formación de la población en edad de trabajar deberá intensificarse el esfuerzo formativo entre la población de más edad. En este sentido, hay que mencionar que en España se ha producido un avance espectacular del nivel de formación en las dos últimas décadas, pero debe recordarse que en la actualidad el porcentaje de población con estudios inferiores está solo ligeramente por debajo del 50 % (1) y que todavía cerca del 20 % de la población sigue siendo analfabeta o sin estudios.

Con todo, la intensidad del impacto sobre el mercado de trabajo de los cambios demográficos puede verse contrarrestada, en parte, por la fortaleza que mantiene el proceso de incorporación de la mujer al trabajo, que está permitiendo un crecimiento de la población activa superior al de la población en edad de trabajar, compensando el efecto de la reducción de la población más joven.

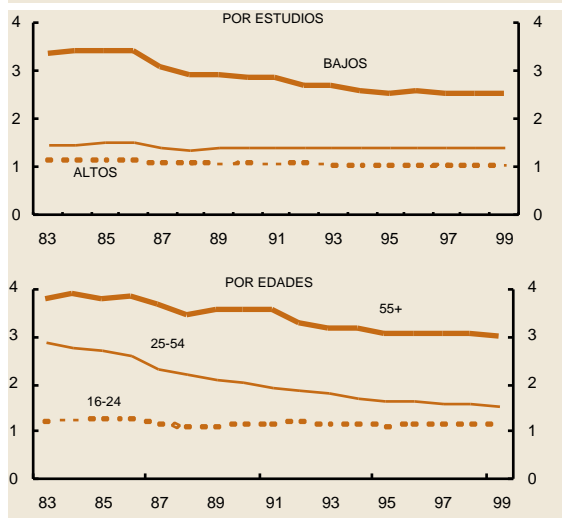
En resumen, la intensidad que está alcanzando la incorporación de la mujer al mundo laboral, junto con las últimas reformas del mercado de trabajo —diseñadas, entre otros aspectos, para fomentar la tasa de actividad— y el fuerte dinamismo en la generación de empleo están permitiendo una disminución de la brecha entre las tasas de actividad y de ocupación en España y las que prevalecen en Europa. Los aumentos de participación y de ocupación más notables están teniendo lugar entre los jóvenes y las mujeres, mientras que entre los mayores de 45 años —colectivo sobre el que no parecen haber incidido con la misma intensidad estas reformas— han seguido ampliándose las diferencias con las tasas de actividad de la UE. A pesar de este notable progreso, es necesario continuar aumentando la tasa de actividad de la población española. Como se recordará, en la pasada cumbre de Lisboa se establecieron como objetivos para el año 2010 el alcanzar en la Unión Europea tasas de ocupación del 70 % para el conjunto de la población en edad de trabajar y del 60 % para las mujeres, desde niveles del 53,8 % y del 38,3 %, respectivamente, en 1999.

(1) Este porcentaje alcanzaba el 80 % en la década de los setenta.

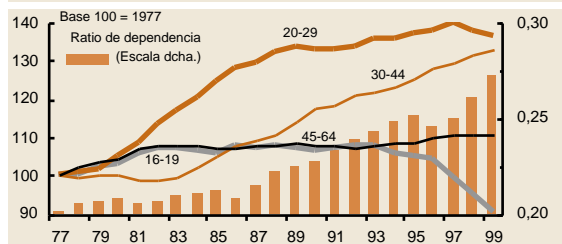
**Diferencias ante la UE y España**



**Ratios entre las tasas de participación de hombres y mujeres en España**



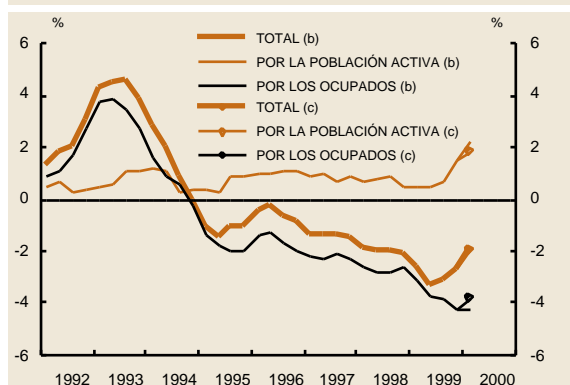
**Índices de población en edad de trabajar y ratio de dependencia (a) en España**



Fuentes: INE y Eurostat.

(a) Población de más de 65 años sobre población en edad de trabajar.

GRÁFICO 5

Evolución de la tasa de paro (a)  
Variaciones interanuales

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Aportación del crecimiento del empleo y de la población activa a la variación de la tasa de paro.

(b) Corregidas del cambio censal de 1995-1996.

(c) Serie correspondiente a la muestra no actualizada.

dos, según la serie actualizada, se situó en el 6 %. Sin embargo, la serie sin actualizar mostró un crecimiento de los ocupados del 5,2 %, que implica una cierta desaceleración del empleo, acorde con la evolución reciente del valor añadido bruto en las ramas terciarias. Según las cifras que incorporan el nuevo seccionado, la mayoría de los puestos de trabajo creados lo fueron por cuenta ajena, aunque los autónomos moderaron su ritmo de disminución. Los asalariados con contrato indefinido elevaron su tasa de crecimiento, mientras que los trabajadores temporales perdieron dinamismo, de forma que la *ratio* de temporalidad disminuyó un punto y quedó situada en el 26,9 %. Igual que el año precedente, el empleo en los servicios destinados a la venta experimentó un mayor dinamismo, alcanzando un crecimiento interanual del 7,1 %, muy próximo al observado en el trimestre anterior, mientras que los asalariados crecieron un 11,3 %, también en línea con el trimestre precedente. Los asalariados indefinidos mantuvieron el elevado crecimiento de 1999, en tanto que los temporales lo redujeron, por lo que la *ratio* de temporalidad disminuyó hasta el 28,9 %. El empleo experimentó crecimientos interanuales similares a los del año precedente en las distintas actividades que se engloban en este agregado, destacando la intermediación financiera y las actividades inmobiliarias, con tasas del 11,3 % y 12,8 %, respectivamente. Las ramas de servicios no destinadas a la venta registraron un crecimiento interanual de los ocupados del 4,5 %, que supone una estabilización respecto al trimestre precedente.

Como ya se comentó anteriormente, en el primer trimestre del año 2000 se apreció un aumento importante de la población activa, superior al del trimestre precedente. Con el nuevo seccionado la tasa de actividad se situó en el 51 %. Por sexos, la tasa de actividad continuó siendo mucho mayor entre la población masculina (63,5 %) que entre la femenina (39,5 %), aunque la distancia entre ambos colectivos se ha acortado, ya que el efecto de la actualización de las secciones censales fue más importante entre las mujeres que entre los hombres. En el caso de las mujeres, la tasa de actividad calculada con la muestra homogénea aumentó a menor ritmo, lo cual es en parte el resultado del rejuvenecimiento de este colectivo, ya que las mujeres que abandonan el mercado de trabajo presentan, por su edad, unas tasas de participación sustancialmente inferiores a las que se incorporan. En el caso de los hombres la tasa de participación se mantuvo más estable, como viene siendo habitual. Por edades, destaca el descenso de un punto en la tasa de actividad de los más jóvenes, que contrarrestó los aumentos observados en el resto, especialmente entre las mujeres de 30 a 64 años. En el recuadro 1 se analizan con mayor detenimiento y perspectiva temporal los cambios experimentados por la tasa de participación.

Por último, la evolución del desempleo a nivel agregado no se vio particularmente afectada por la actualización de las secciones censales. El número de parados se redujo en más de 250.000 personas, situando la tasa de desempleo en el 15 %, cuatro décimas menos que en el trimestre precedente y dos puntos por debajo de la del mismo trimestre del año anterior. Por sexos, continuaron siendo las mujeres las que más redujeron su tasa de paro, situándola en un 21,6 %, más de dos puntos por debajo de la registrada en el primer trimestre de 1999; no obstante, la tasa de paro femenina sigue siendo más del doble que la masculina (10,5 %). Por edades se apreció un efecto moderado de la renovación censal, que esencialmente ha supuesto un envejecimiento de los parados. De hecho, en el primer trimestre el recorte más importante en la tasa de desempleo lo experimentó el grupo entre 20 y 29 años, seguido de los menores de 20 años, que, no obstante, continúan mostrando tasas de paro sustancialmente más elevadas que los grupos centrales de edad. Igualmente, la tasa de paro de larga duración se redujo en medio punto porcentual, situándose en el 7,1 %, siendo destacable la disminución en el grupo de entre 20 y 29 años.

26.5.2000.

---

# Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía

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

## 1. INTRODUCCIÓN

Los *nuevos mercados bursátiles* (NMB) son segmentos de una bolsa de valores tradicional (o bien, bolsas independientes) donde se cotizan y se negocian acciones de *empresas de fuerte crecimiento*, muchas de las cuales desarrollan actividades relacionadas con las tecnologías de la información o nuevas tecnologías (1).

Estos mercados se caracterizan por disponer de unas normas de admisión a negociación, de cotización y de transparencia informativa que se adaptan mejor a las peculiaridades de las empresas de fuerte crecimiento. Entre otros aspectos, los NMB establecen unos requisitos de admisión económico-financieros más flexibles, al permitir que se negocien valores de empresas sin un historial de beneficios, a cambio de una mayor y más frecuente información sobre la empresa. En consecuencia, facilitan la salida a bolsa de empresas «de crecimiento», esto es, empresas cuyos productos se encuentran aún en una fase de desarrollo temprano, o que operan en mercados que no han alcanzado todavía su grado de madurez. Las que realizan negocios relacionados con las nuevas tecnologías son, probablemente, el ejemplo más claro de empresas de crecimiento. Así, los NMB suponen un nuevo instrumento de financiación para la *nueva economía* que complementa y amplía las vías de financiación tradicionales.

En el período reciente, los NMB han tenido un gran éxito en la atracción de un número creciente de empresas que han solicitado su admisión a negociación. Este proceso se ha visto impulsado, en primer lugar, por la elevada demanda de los inversores, quienes han mostrado una propensión creciente a aumentar el peso en sus carteras de los valores relacionados con la nueva economía ante las expectativas de revalorización y ante la necesidad de diversificar sus carteras. En segundo lugar, otro factor que ha favorecido el desarrollo de los NMB ha sido el fuerte aumento de las necesidades de recursos propios, por parte de este tipo de sociedades.

El paradigma de los NMB es el Nasdaq (*National Association of Securities Dealers Auto* -

---

(1) A lo largo de los últimos meses, las empresas admitidas en los NMB pertenecen a actividades relacionadas con semiconductores, *software*, equipos informáticos, Internet y biotecnología. Por este motivo, los NMB también se han denominado recientemente *mercados tecnológicos*.

*mated Quotation*), mercado localizado en Estados Unidos, que empezó a funcionar en 1971 y que se constituyó de forma independiente de los otros mercados norteamericanos. En Europa, la creación de los NMB es más reciente, y, en general, estos se han constituido como mercados o segmentos de negociación dependientes de las bolsas tradicionales. La importancia relativa de los NMB es creciente, de suerte que en la actualidad la contratación y la capitalización del Nasdaq son, respectivamente, la primera y segunda entre las bolsas mundiales. Además, la mayoría de los NMB, incluidos los europeos, canalizaron en 1999 un volumen de salidas a bolsa similar e incluso superior al de su mercado tradicional.

En el caso de España, el *Nuevo Mercado* ha empezado a funcionar a mediados de abril de 2000 y se ha configurado como un segmento especial del mercado continuo que presenta algunas diferencias importantes respecto de la bolsa tradicional.

En este contexto, los objetivos de este artículo son: analizar las razones para la creación del Nuevo Mercado en España, contextualizar este mercado en el conjunto de los NMB internacionales y analizar sus perspectivas. Para ello, en el segundo epígrafe se analizan los aspectos regulatorios y las características institucionales de los distintos NMB internacionales. En el tercero se comenta la evolución reciente de los NMB y se analiza su desarrollo diferencial con respecto a los mercados tradicionales. En el cuarto se describe el Nuevo Mercado y se compara con los otros NMB europeos. Finalmente, en el epígrafe quinto se resumen las principales conclusiones y perspectivas.

## 2. MARCO INSTITUCIONAL COMPARADO

Como ya se ha comentado en la introducción, el paradigma de los NMB es el Nasdaq. En su origen (1971), se creó con el ánimo de establecer una plataforma electrónica única de contratación y difusión de cotizaciones para el resto de las bolsas y mercados más o menos aislados en Estados Unidos. Posteriormente, se orientó a captar empresas extranjeras, con el ánimo de internacionalizarse y aumentar su negocio. Su apertura al exterior ha tenido mucho éxito, y un gran número de empresas latinoamericanas, europeas y asiáticas han sido admitidas a cotización, aunque en términos relativos no es uno de los mercados más internacionalizados. A mediados de los noventa, el Nasdaq comienza a admitir un volumen creciente de empresas relacionadas con las tecnologías de información, y es a partir de entonces cuando los analistas y la comunidad inversora

empiezan a identificar al Nasdaq como un mercado de empresas de fuerte crecimiento, mayoritariamente tecnológicas.

Esta especialización y alguna de las características del Nasdaq fueron seguidas recientemente por las bolsas europeas con la creación de sus propios NMB, mayoritariamente como segmentos de negociación (2). En efecto: los NMB europeos se crearon a partir de la segunda mitad de los noventa, siendo el más antiguo el *Nouveau Marché* francés, que empezó a funcionar en febrero de 1996. Asimismo, todos los NMB europeos, salvo el *Easdaq* (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation*), se han constituido como mercados o segmentos dependientes de la bolsa tradicional. Una de las ventajas de esta configuración es que se crea un submercado con condiciones y requisitos más flexibles que las bolsas tradicionales, pero aprovechando las economías de escala que presenta la industria de valores. Por el contrario, la excesiva fragmentación de los NMB europeos, al igual que la de las bolsas tradicionales, es un elemento que no favorece la liquidez y profundidad de los mercados bursátiles. En este sentido, hay que destacar que ya existe una iniciativa europea que pretende desarrollar la integración de los NMB: *la alianza Euro NM* (3). Esta iniciativa persigue coordinar los esfuerzos para constituir una plataforma paneuropea con los NMB que, en un primer momento, se está desarrollando en torno al área del euro. Hasta el momento, la alianza se ha materializado en la armonización de los requisitos de admisión (véase cuadro 1) y la construcción de índices bursátiles. No obstante, las recientes iniciativas de integración de las bolsas de Londres y de Alemania (proyecto iX), y de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas (proyecto Euronext), pueden influir en los desarrollos de integración de los NMB europeos.

Una vez descritos los antecedentes de los NMB existentes en Europa, es preciso comentar sus características y aspectos diferenciales con respecto a las bolsas tradicionales. En este sentido, la regulación diferencial de los NMB

(2) Hay que recordar que en la mayor parte de las plazas bursátiles ya existía el denominado «segundo mercado». Estos mercados pretenden dar respuesta a la financiación o liquidez de las acciones, preferentemente de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) que, tarde o temprano, persiguen cotizar en el «primer mercado». Probablemente, la excesiva especialización en PYMES y la connotación como un mercado de segunda fila han sido algunos de los factores que han influido en el poco éxito de este segmento de contratación bursátil de una gran parte de las bolsas europeas.

(3) En la actualidad hay cinco bolsas que pertenecen a la alianza Euro NM: París, Milán, Bruselas, Amsterdam y la bolsa alemana. Hasta el momento, el Nuevo Mercado español no pertenece a esta alianza.



CUADRO 1

## Requisitos de admisión en los NMB

|   | NASDAQ (a)   | Alianza Euro NM   | EASDAQ  | TechMark                        | Nuevo Mercado                              |
|---|--|---|---|---------------------------------|--|
| Datos económico-financieros (mínimo)                | \$4M de activos o \$50M de capitalización bursátil o 0,75M de ingresos | €1,5M de recursos propios   | €3,5M de activos totales y €2M de recursos propios              | £50M de capitalización bursátil | €1,2M de capital social                    |
| Datos de colocación inicial (mínimo)                | \$5M de colocación y \$4 precio por acción                             | €5M de colocación, procedentes del 50 % ampliación capital 20 % del capital | 20 % capital y, al menos, 50 % procedente de ampliación capital | £20M                            | Libre                                      |
| Número de accionistas o acciones colocadas (mínimo) | 1 M acciones y 300 accionistas con menos del 10 % del capital          | 100.000 acciones  | 100 accionistas   | N.D.                            | 100 accionistas con menos del 25 % capital |
| Lock up   | Libre  | 100 % a seis meses y 80 % a un año  | Seis meses para accionistas con más 10 %                        | N.D.                            | Libre                                      |
| Creadores de Mercado (mínimo)                       | 3  | 1, con diferencial máximo del 5 %   | 2   | N.D.                            | Opcional, con diferencial máximo del 4 %   |

Fuente: Elaboración propia.

(a) Corresponde al Nasdaq SmallCap Market, que es uno de los dos segmentos del Nasdaq, que está dirigido a empresas de pequeño tamaño y, por tanto, tiene requisitos de admisión más flexibles que el Nasdaq National Market.

obedece a las peculiaridades de las empresas cotizadas en estos mercados. Entre las características diferenciales de dichas empresas, se puede destacar el fuerte crecimiento potencial de su actividad de negocio, su creación reciente, sus importantes necesidades de captación de recursos financieros y la mayor incertidumbre sobre su evolución económica y financiera futura, aspecto que se refleja en una mayor volatilidad de las cotizaciones de sus acciones.

Comenzando por los requisitos de admisión y permanencia, los NMB internacionales se caracterizan por establecer criterios más flexibles, pero con mayor transparencia informativa que las bolsas tradicionales (véase cuadro 1). Por un lado, los requisitos de beneficios son menos exigentes, en tanto en cuanto se sustituye el registro histórico de beneficios por informes sobre la evolución futura, con menciones expresas a las expectativas de obtención de beneficios. En contraposición, para la permanencia de la cotización se exige mayor y más frecuente información acerca del producto, del mercado y del nivel competitivo de la empresa admitida. En este sentido, además de la comunicación de los hechos significativos que caracterizan a toda empresa admitida hay que añadir la difusión periódica de la evolución y las perspectivas de la empresa.

Asimismo, se exige mayor información sobre la composición del accionariado e, incluso,

determinados compromisos sobre la permanencia de los accionistas con participaciones significativas, con el ánimo de involucrar a los socios iniciales en el proyecto de empresa. En particular, los requisitos de admisión armonizados para los Euro NM exigen períodos de permanencia (*lock-up*) relativamente rígidos (véase cuadro 1).

En muchos NMB también se exige que un porcentaje mínimo de la salida a bolsa conlleve una ampliación de capital, lo que supone una entrada de nuevos recursos en la empresa.

Respecto a los criterios de cotización, hay que destacar que los NMB establecen condiciones más flexibles que las bolsas tradicionales, en la medida en que la evolución futura de las empresas admitidas puede estar sometida a una mayor incertidumbre y, en consecuencia, las cotizaciones habitualmente son más volátiles, como se verá con más detalle en el capítulo siguiente. En general, los NMB tienen rangos de fluctuación intradía ilimitados o, en el caso de tenerlos fijos, pueden ampliarse después de un período de «reflexión» que, generalmente, no es superior a una hora (*short-circuit*).

Finalmente, la mayoría de los NMB exigen la designación por parte del emisor de uno o varios creadores de mercado (también denominados especialistas o promotores en algunas legislaciones europeas), con el fin proporcionar li-

quidez a la cotización de las acciones. La misión del creador de mercado es ofrecer continuamente posiciones de oferta y demanda de acciones con un margen relativamente estrecho de precios. Esta tarea de ofrecer contrapartida está relacionada con el hecho de que, habitualmente, este tipo de acciones es susceptible de presentar una liquidez reducida, en parte, como consecuencia de que el capital flotante (*free float*) (4) de estas empresas es bajo.

### 3. LOS NMB INTERNACIONALES: EVOLUCIÓN RECIENTE Y CARACTERÍSTICAS

Durante 1999, se produjo un auge notable en las operaciones de salida a bolsa realizadas en los NMB internacionales en relación con el ejercicio anterior y, en muchos casos, dichas operaciones representaron una parte significativa del conjunto de las realizadas en todas las bolsas (incluyendo los mercados tradicionales). Así, por ejemplo, tal como se observa en el cuadro 2, en Estados Unidos los importes colocados en los NMB fueron más de tres veces superiores a los que se produjeron en 1998, y representaron casi la mitad del total de operaciones de salidas a bolsa realizadas en aquellos países.

En Europa, los volúmenes colocados en salidas a bolsa en los NMB casi se cuadruplicaron en relación con el año 1998. El mercado más activo fue el alemán, que atrajo alrededor de dos tercios del volumen de colocaciones realizadas en los NMB europeos. El mercado británico ocupó el segundo lugar, una posición muy significativa, si se tiene en cuenta que empezó a funcionar en el mes de noviembre de 1999. En el resto de los NMB europeos, las colocaciones fueron, en cambio, mucho más moderadas.

A pesar del dinamismo que experimentaron en Europa los mercados primarios de los NMB, el Nasdaq continuó atrayendo el grueso de las operaciones realizadas por las empresas internacionales de crecimiento, de modo que los volúmenes colocados en estas operaciones fueron más de cuatro veces superiores a la suma de los correspondientes a todos los mercados europeos.

El auge de las colocaciones realizadas en los NMB es una consecuencia de la combinación de unas elevadas necesidades de financiación por parte de un número creciente de

empresas recientemente constituidas y de una fuerte demanda de los inversores hacia este tipo de activos, alimentada por unas expectativas de fuerte revalorización. El desarrollo de estos mercados tiene algunas implicaciones importantes tanto para los emisores como para los inversores.

Desde el punto de vista de los emisores, aunque una parte de estas colocaciones no supone una entrada directa de fondos en las empresas sino una recolocación de títulos ya emitidos (5), no cabe duda de que el compromiso de acceder posteriormente a los mercados secundarios facilita la financiación inicial de las empresas que se realiza a través de distintas modalidades como, por ejemplo, las sociedades de capital-riesgo. Además, la cotización en bolsa en un estado inicial del ciclo productivo facilita la política de crecimiento basada en fusiones y adquisiciones, así como estrategias de vinculación entre cliente y accionista. En efecto, las empresas admitidas en los NMB pueden crecer mediante el intercambio de acciones con las sociedades adquiridas y/o fusionadas, sin que ello suponga un drenaje de la tesorería de su propio negocio. Asimismo, las estrategias de vinculación cliente-accionista pueden impulsarse mediante la publicidad inducida que supone la cotización en bolsa.

Desde el punto de vista de los inversores, la expansión de la oferta de valores ha contribuido a mejorar la diversificación sectorial de sus carteras, permitiendo aumentar el peso de las actividades productivas con mayores perspectivas de crecimiento, fundamentalmente las relacionadas con las nuevas tecnologías.

En definitiva, la existencia de los NMB está contribuyendo a desarrollar una fuerte oferta empresarial, habitualmente en ciclos incipientes del negocio, y a impulsar una canalización más eficiente de los flujos de ahorro entre los emisores y los inversores, que, en muchos casos, no se hubiese podido producir a través de las bolsas tradicionales por no cumplir las empresas todos los requisitos de admisión.

Para aproximar el tamaño actual de los NMB, en el cuadro 3 se muestra, para cada uno de ellos, el número de empresas cotizadas y su capitalización a finales de marzo de 2000, y el volumen de contratación en 1999. En dicho cuadro se aprecia claramente el liderazgo del Nasdaq dentro del conjunto de los NMB. Así-

(4) Porcentaje del capital social que está cotizando en bolsa «libremente», es decir, en poder de inversores financieros que no controlan la gestión de la empresa admitida.

(5) Recuérdese, no obstante, que, como se señaló en el epígrafe anterior, en muchos NMB se exige que una parte de la colocación inicial de acciones corresponda a emisión nueva de títulos (véase cuadro 1), por lo que sí existiría nueva entrada de recursos a las empresas admitidas.

CUADRO 2

**Salidas a bolsa en los nuevos mercados bursátiles  
Año 1999**

| Mercado  | Nº ofertas | Importes colocados           |                    |                                  |
|--|------------|------------------------------|--------------------|----------------------------------|
|  |            | Año 1999<br>(millones euros) | Var. 1999-1998 (%) | % sobre<br>bolsas nacionales (a) |
| NASDAQ   | 485        | 47.313                       | 266,5              | 48,1                             |
| EASDAQ   | 12         | 774                          | -22,2              | —                                |
| TechMark (NM Bolsa de Londres)                   | 9          | 2.282                        | —                  | 68,1                             |
| Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)                 | 136        | 7.633                        | 342,5              | 40,2                             |
| Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)            | 32         | 570                          | 9,6                | 8,2                              |
| Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)                | 6          | 234                          | —                  | 49,4                             |
| Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa de<br>Amsterdam) (b) | 1          | 77                           | -86,0              | 0,4                              |
| EURO NM (NM Bolsa de Bruselas)                   | 6          | 40                           | 189,2              | 1,8                              |

Fuentes: FIBV, FESE, Nasdaq, London Stock Exchange, Bolsa de París, Easdaq y Euro NM.

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

(b) Importes colocados por empresas nacionales.

mismo, en relación con las bolsas internacionales tradicionales, esta plaza financiera se sitúa en primer lugar por volumen de contratación y en segundo lugar por nivel de capitalización, por detrás de la Bolsa de Nueva York. El menor desarrollo relativo de los NMB europeos se explica, seguramente, por el menor peso relativo de las empresas relacionadas con las nuevas tecnologías en el sector real de la economía europea y también por el retraso en la aparición de los NMB en Europa. Adicionalmente, es posible que la fragmentación que muestran estos mercados en Europa haya frenado sus posibilidades de crecimiento.

Entre los NMB europeos, el británico se sitúa en primer lugar por capitalización. No obstante, conviene advertir que dicho mercado está formado, principalmente, por el traspaso de valores que ya cotizaban anteriormente en la Bolsa de Londres, entre los que destacan por su tamaño los pertenecientes a empresas como las grandes operadoras de telecomunicaciones, las farmacéuticas o, incluso, algunas eléctricas. Por el contrario, el grueso de los valores admitidos a negociación en el resto de los NMB europeos está compuesto por empresas nuevas que no cotizaban anteriormente en bolsa.

En la alianza Euro NM, el mercado alemán ocupa una posición de liderazgo, tanto por el número de empresas (el 61 % del total), siendo el NMB europeo con mayor número de empresas cotizadas, como, sobre todo, por su capitalización (el 76 % del total). El mercado francés, por su parte, se sitúa en segundo lugar, tanto por el número de empresas como por su capitalización. En cambio, el resto de los mercados pertenecientes a Euro NM presenta un tamaño muy reducido. Finalmente, el mercado Easdaq

ocupa una posición intermedia y se sitúa, por capitalización, por detrás del mercado alemán y, por número de empresas, por detrás del mercado francés.

La importancia relativa de los NMB europeos dentro del total de los mercados bursátiles europeos (medida en términos de contratación y de capitalización) es también muy inferior a la del Nasdaq dentro de los mercados americanos (véase cuadro 3). Dichas diferencias sugieren que los NMB europeos poseen todavía un importante potencial de crecimiento. En este contexto, los recientes proyectos de integración iX y Euronext supondrán, si terminan materializándose, un importante reto competitivo.

En cuanto a las características de las empresas cuyos valores se negocian en los NMB, uno de los aspectos distintivos con respecto de los mercados tradicionales es su menor tamaño relativo. En efecto, tal como se observa en el cuadro 3, en la mayoría de los casos el tamaño medio de las empresas es, en los NMB, sustancialmente inferior al de las empresas cotizadas en los mercados tradicionales. Esta característica, junto al hecho de que, normalmente, el capital flotante suele ser en los NMB más reducido, se traduce, habitualmente, en una menor liquidez relativa de los valores negociados en los NMB (6). En este sentido, los esfuerzos enca-

(6) La menor liquidez de los valores de estos mercados se refleja en unos mayores diferenciales compra-venta (*bid-ask spreads*, en terminología anglosajona). Así, según datos de la Deutsche Börse, el diferencial compra-venta medio de los valores que se incluyen en el índice del nuevo mercado alemán se sitúan en torno al 1,3 %, lo que contrasta con el 0,2 % de los valores del índice de valores tradicionales (DAX 30).



CUADRO 3

## Tamaño de los nuevos mercados bursátiles

| Mercado                                   | Número de emisores (a) | Capitalización Mill. euros (a) | Contratación Mill. euros (b) | Peso sobre bolsas nacionales (%) (c) |                  | Tamaño rel. empresas (%) (e) |
|---|------------------------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|------------------|------------------------------|
|   |                        |                                |                              | Capitalización (a) (d)               | Contratación (b) |                              |
| NASDAQ                                    | 4.830                  | 6.551.874                      | 861.125                      | 34,1                                 | 50,6             | 31,8                         |
| EASDAQ                                    | 58                     | 59.500                         | 28                           | —                                    | —                | —                            |
| TechMARK (NM Bolsa de Londres)            | 202                    | 1.196.222                      | 33.569                       | 40,3                                 | 11,1             | 709,9                        |
| Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)          | 242                    | 193.677                        | 10.679                       | 8,6                                  | 8,9              | 34,8                         |
| Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)     | 117                    | 31.106                         | 320                          | 1,9                                  | 0,5              | 15,3                         |
| Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)         | 8                      | 28.037                         | 588                          | 3,4                                  | 1,2              | 112,6                        |
| Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa de Amsterdam) | 14                     | 1.690                          | 52                           | 0,2                                  | 0,1              | 3,4                          |
| EURO NM (NM Bolsa de Bruselas)            | 13                     | 564                            | 10                           | 0,1                                  | 0,2              | 2,7                          |
| Nuevo Mercado (Bolsas españolas)          | 10                     | 40.268                         | —                            | 10,0                                 | —                | 153,2                        |

Fuentes: Nasdaq, FIBV, Bolsas de Londres, Milán, Alemania, París, Madrid, Easdaq y Euro NM.

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

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

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

(d) Empresas nacionales solamente.

(e) Tamaño medio de las empresas en el nuevo mercado en relación con el tamaño medio de las empresas negociadas en los mercados tradicionales del mismo país. A 31.12.1999.

minados a mejorar la liquidez son especialmente relevantes en el caso de estos mercados. Esta es la razón por la que, como ya se comentó, la figura del creador de mercado, un agente que se compromete a cotizar continuamente precios de compra y de venta con un diferencial máximo, ocupa un papel importante en el diseño de estos mercados.

Por lo que se refiere a la nacionalidad de las empresas cotizadas, y al igual que ocurre en los mercados tradicionales, el peso de los valores emitidos por las empresas del país donde está localizado el mercado es mayoritario en casi todos los NMB (véase cuadro 4). Las prin-

cipales excepciones a este comportamiento son las del mercado Easdaq, donde solamente el 13 % de la capitalización del mercado a finales de 1999 correspondía a empresas locales y el NMB belga, donde las empresas locales representaban en aquella fecha menos del 40 % de la capitalización total.

En cuanto a la distribución sectorial de las empresas, las que centran su actividad en las nuevas tecnologías suponen una parte significativa de la capitalización del mercado. Así, a finales de 1999, los sectores de informática y telecomunicaciones representaban entre el 65 % y el 87 % de la capitalización del Nasdaq,

CUADRO 4

Nacionalidad de las empresas cotizadas en los nuevos mercados bursátiles  
En porcentaje de la capitalización a 31.12.1999

| Mercado                                   | EEUU | UEM   | Resto de Europa | Resto del mundo | Pro memoria: Empresas nacionales |
|---|------|-------|-----------------|-----------------|----------------------------------|
| NASDAQ                                    | 82,2 | 3,4   | 6,8             | 7,6             | 82,2                             |
| EASDAQ (a)                                | 51,0 | 24,0  | 23,6            | 1,5             | 13,1                             |
| TechMARK (NM Bolsa de Londres)            | 0,0  | 0,0   | 100,0           | 0,0             | 100,0                            |
| Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)          | 18,5 | 79,1  | 1,9             | 0,5             | 72,9                             |
| Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)     | 0,1  | 98,8  | 0,0             | 1,1             | 98,6                             |
| Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)         | 0,0  | 100,0 | 0,0             | 0,0             | 100,0                            |
| Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa de Amsterdam) | 0,0  | 84,2  | 15,8            | 0,0             | 84,2                             |
| EURO NM (NM Bolsa de Bruselas)            | 0,0  | 59,9  | 0,0             | 40,1            | 39,9                             |

Fuentes: FIBV, London Stock Exchange, Easdaq y Euro NM.

(a) Datos a 14 de enero de 2000.

CUADRO 5

**Distribución sectorial de las empresas cotizadas en los NMB (a)  
En porcentaje de la capitalización**

|                    | NASDAQ (b) | EASDAQ (c) | TECHMARK (d) | NEUER MARKT (e) |
|--------------------|------------|------------|--------------|-----------------|
| Informática        | 45,6       | 10,7       | 35,2         | 44,1            |
| Telecomunicaciones | 21,0       | 54,4       | 52,0         | 22,7            |
| Financiero         | 3,9        | 0,1        | 0,5          | 5,8             |
| Bioteología        | 3,8        | 27,3       | 2,3          | 7,6             |
| Industrial         | 23,5       | 7,0        | 9,5          | 19,7            |
| Transportes        | 0,6        | 0,2        | 0,1          | 0,0             |
| Otros              | 1,6        | 0,3        | 0,4          | 0,0             |

Fuentes: Nasdaq, Easdaq, Bolsa de Londres, NM Bolsas alemanas.

(a) La clasificación sectorial de los mercados Easdaq, TechMark y Neuer Markt reproduce, en la medida de lo posible, la clasificación del Nasdaq. En el Nasdaq, las empresas de Internet se clasifican en el sector industrial cuando su actividad es de distribución de productos a través de Internet, y en el sector Informática en otro caso. En los restantes mercados, el sector Informática comprende todas las empresas de Internet y todas las empresas de tecnología de la información.

(b) A 3.2.2000.

(c) A 14.1.2000.

(d) A 14.12.1999.

(e) A 31.3.2000.

Neuer Markt, Easdaq y del TechMark (véase cuadro 5). No obstante, aunque muchas veces se identifican los NMB con el sector de las nuevas tecnologías, el peso de las empresas que desarrollan actividades distintas también representa, en algunos casos, como el Nasdaq, una parte no despreciable de la capitalización del mercado. Así, por ejemplo, las empresas del sector industrial representaban a finales de 1999 casi una cuarta parte de la capitalización, aunque algunas de las empresas aquí clasificadas pertenecen al sector del comercio electrónico.

Las características diferenciales de las empresas cuyos títulos se negocian en los NMB también se reflejan en el comportamiento de

las cotizaciones. Así, los precios de los valores negociados en los NMB suelen presentar una volatilidad superior. Para ilustrar este punto, en el cuadro 6 se comparan las volatilidades de los índices representativos de estos mercados con las de otros índices representativos de los mercados tradicionales del mismo país (7). Según se observa en dicho cuadro, la volatilidad de los índices de los NMB se sitúa, en la mayoría de los casos, entre un 40 % y

(7) Debe tenerse en cuenta que algunos de los índices representativos de los mercados tradicionales también incluyen valores cotizados en los NMB, si bien su ponderación es sustancialmente inferior. Tal es el caso, por ejemplo, de los índices Dow Jones de las bolsas americanas y del FT de la Bolsa de Londres.

CUADRO 6

**Comportamiento de las cotizaciones. NMB frente a mercados tradicionales (a)  
En %**

|                | Rentabilidad (b)    |       | Volatilidad (c)     |      |
|----------------|---------------------|-------|---------------------|------|
|                | Mercado tradicional | NMB   | Mercado tradicional | NMB  |
| Estados Unidos | 16,9                | 76,1  | 19,4                | 34,8 |
| Reino Unido    | 7,6                 | 81,7  | 19,6                | 35,2 |
| Alemania       | 59,1                | 129,8 | 25,9                | 39,3 |
| Francia        | 62,8                | 235,6 | 22,2                | 43,8 |
| Italia         | 29,1                | 817,4 | 23,4                | 90,7 |
| Holanda        | 22,9                | 36,7  | 21,3                | 31,2 |
| Bélgica        | -20,0               | 23,4  | 21,1                | 31,1 |

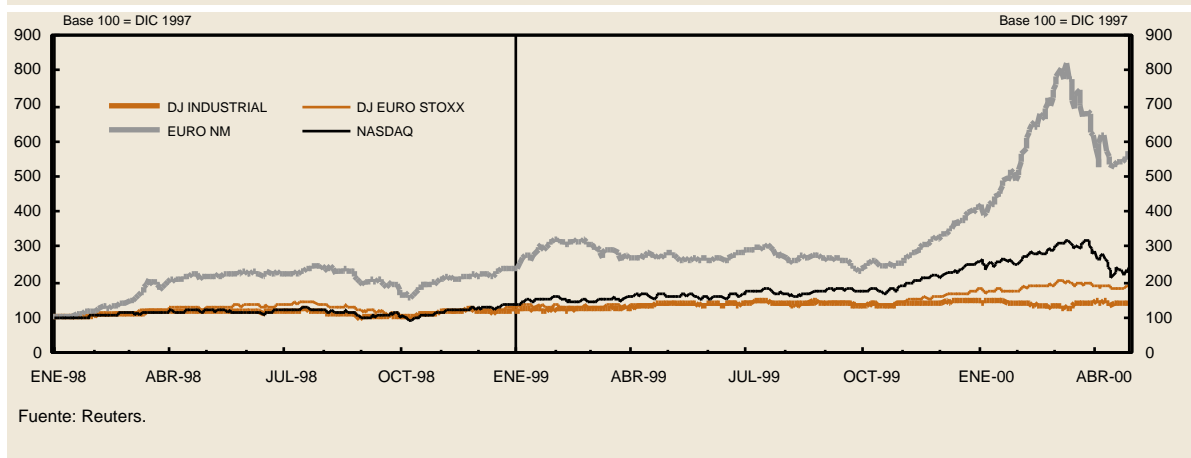
Fuentes: Reuters y Bloomberg.

(a) Se utilizan los siguientes índices: en los mercados tradicionales, Dow Jones industrial para EEUU, FTSE 100 para el Reino Unido, DAX 30 para Alemania, CAC 40 para Francia, MIB 30 para Italia, AEX para Holanda, y BEL 20 para Bélgica. En los NMB se utilizan los índices de estos mercados en cada país.

(b) Acumulado entre el 31.12.1998 y el 30.4.2000. En el caso de Italia, desde el 17.6.1999.

(c) Desviación típica anualizada de la diferencia logarítmica diaria. Mismo período que en el análisis de la rentabilidad.

## Evolución de los índices bursátiles de los NMB frente a los de los mercados tradicionales



un 100 % por encima de la volatilidad que exhiben los índices tradicionales (8). La mayor volatilidad relativa de las cotizaciones en los NMB se explica, principalmente, por la mayor incertidumbre asociada a la evolución de los beneficios futuros de este tipo de empresas, aunque también puede responder, en parte, a la menor liquidez relativa que muestran los valores negociados.

El segundo elemento diferencial de la evolución durante los últimos años de las cotizaciones de las empresas cotizadas en los NMB es su intensa revalorización, que ha sido muy superior a la que exhiben los mercados tradicionales. Para ilustrar este fenómeno, en el cuadro 6 se comparan las rentabilidades acumuladas desde finales de 1998 hasta abril de 2000, de los índices de los NMB frente a las de los mercados tradicionales. En dicho cuadro se observa que este es un fenómeno que ha afectado prácticamente a todos los mercados aunque, durante el período analizado, ha sido más intenso en Europa, en parte como consecuencia del mayor peso relativo de las empresas relacionadas con las tecnologías de la información, cuya evolución bursátil ha sido más alcista que la del resto de los sectores cotizados. En el gráfico 1, se puede apreciar que la brecha entre la evolución de los índices tradicionales y los de los NMB se abrió considerable-

mente entre el último trimestre de 1999 y mediados del mes de marzo de 2000 y que, a partir de dicha fecha, el diferencial se recortó sensiblemente. De todos modos, la revalorización acumulada de los índices de los NMB continúa siendo muy superior a la de los índices tradicionales.

La evolución alcista de las cotizaciones de las empresas negociadas en los NMB hasta mediados de marzo de 2000 pudo responder, en alguna medida, a una mejora de las perspectivas sobre el desarrollo de los negocios en los que estas centran su actividad. No obstante, es posible que el comportamiento de los precios cotizados reflejara también un desajuste entre una fuerte demanda procedente de los inversores que desean aumentar el peso en sus carteras de los sectores de la nueva economía y una oferta que, aunque había crecido significativamente en 1999, era todavía limitada, especialmente en el ámbito de los mercados europeos. Esta tesis parece apoyada por el hecho de que, en la mayoría de las operaciones de salida a bolsa, se produjeron elevadas revalorizaciones en las primeras sesiones en las que el valor empezó a negociarse en bolsa. Además, el método habitualmente utilizado para la construcción de los índices bursátiles ha podido impulsar, también, este fenómeno. En efecto: el criterio de ponderar los valores en los índices por el valor de mercado (capitalización bursátil) de todas las acciones de la sociedad y no según los títulos que efectivamente circulan en el mercado, junto al hecho de que el capital flotante de las empresas admitidas en los NMB ha sido, en general, reducido, ha podido contribuir a ese desajuste entre la oferta y la demanda, en la medida en que los inversores hayan intentado replicar los índices bursátiles —práctica bas-

(8) Debe advertirse, no obstante, que esta mayor volatilidad puede responder, en parte, al efecto de la menor diversificación y no solo a la mayor volatilidad de los valores individuales. Sin embargo, este efecto no parece que sea muy relevante, al menos para el mercado alemán —único para el que se ha dispuesto de datos individuales de volatilidad—, ya que la volatilidad media de los valores del índice del nuevo mercado (NEMAX 50) durante 1999 fue muy superior a la del índice de valores tradicionales (DAX 30) —71,5 % frente al 37,2 %—.

tante extendida entre algunos inversores institucionales— (9).

#### 4. EL NUEVO MERCADO ESPAÑOL

En el caso de España, la necesidad de crear el Nuevo Mercado, además de los motivos generales ya descritos, se aceleró como consecuencia de algunos estrangulamientos en la cotización de ciertos valores tecnológicos que fueron admitidos en la bolsa tradicional y con el fin de evitar la deslocalización del negocio bursátil. En particular, se observó durante los últimos meses de 1999 que algunos valores de empresas españolas vinculadas a la nueva economía que no cumplían con alguno de los requisitos de las bolsas tradicionales españolas, comenzaron a cotizar en otro NMB internacional.

El Nuevo Mercado se ha configurado como un segmento especial del mercado continuo, es decir, un segmento de cotización y negociación del Sistema de Interconexión Bursátil cuya compensación y liquidación se realiza, al igual que las bolsas tradicionales, en el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). Orgánicamente, el Nuevo Mercado depende de la Sociedad de Bolsas, en definitiva, de las cuatro bolsas españolas. Este segmento de negociación empezó a funcionar el 10 de abril de 2000 con diez valores (10) procedentes de la bolsa tradicional, que totalizan una capitalización de 40,3 mm de euros, lo que le sitúa en tercer lugar en el *ranking* de los NMB del área del euro. Además, su capitalización representa el 10 % de la del total de las bolsas españolas, un porcentaje superior al de cualquiera de los mercados de la alianza Euro NM (véase cuadro 3). Hay que matizar, no obstante, que más de la mitad de la capitalización del Nuevo Mercado corresponde a un valor, por lo que el resto de empresas son de tamaño mediano o pequeño. En los próximos meses está prevista la salida al Nuevo Mercado de varias sociedades, muchas de las cuales son de reciente creación y cuyo ciclo de negocio se encuentra en un estadio incipiente.

La regulación aplicable al Nuevo Mercado se concreta en la Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999, que autorizó la creación de un segmento especial de negociación que se denomina Nuevo Mercado y estableció la modificación de los requisitos de admisión a bolsa. Asimismo, la Circular 1/2000 de la CNMV, de 9 de febrero, de-

sarrolló los aspectos más específicos de admisión y permanencia de los valores admitidos; la Circular 1/2000 de la Sociedad de Bolsas, estableció las normas de contratación en el Nuevo Mercado y, recientemente, la Circular 2/2000, también de la Sociedad de Bolsas, desarrolló la función de los creadores de mercado.

El Nuevo Mercado presenta algunas diferencias importantes respecto de las bolsas tradicionales españolas, en línea con los aspectos diferenciales comentados en el epígrafe 2. Así, el Nuevo Mercado exige una mayor transparencia informativa, que se concreta en un doble requerimiento. Por un lado, se exige la descripción en el folleto de admisión de los riesgos asociados a la actividad de la empresa y, al menos una vez al año, la publicación de la evolución y perspectivas de negocio (*reporting*). Por otro, se requiere la difusión de los compromisos de permanencia de los accionistas con participación significativa (*lockup*) e incluso su posición en futuras ampliaciones de capital.

Asimismo, el Nuevo Mercado flexibiliza los límites de oscilación de precios en el mercado secundario. En el caso de la primera cotización, el precio es libre. En el caso de las fluctuaciones durante la sesión se limitan al 25 % (frente al límite del 15 % vigente en el mercado tradicional). No obstante, la regulación contempla que, durante una misma sesión, el límite del 25 % podrá ampliarse tantas veces como sea preciso, después de un período de ajuste, e incluso podrá extenderse excepcionalmente el horario de contratación, por lo que, en la práctica, la variación durante la sesión también es libre.

Aunque no es un aspecto diferencial del Nuevo Mercado, ya que se puede aplicar también a la bolsa tradicional, se ha eliminado el requisito de admisión a negociación que exigía la obtención de beneficios en los ejercicios venideros, y se ha sustituido por la presentación de un informe de la sociedad emisora sobre las perspectivas de negocio y de resultados en los próximos ejercicios. En la práctica, esto supone que ahora es la propia sociedad (o Consejo de Administración), en vez de un tercero (empresa auditora, banco de negocio o creador de mercado), la que se responsabiliza de las perspectivas de resultados empresariales (11).

(9) En el caso español, este efecto perderá importancia en el futuro, ya que la Sociedad de Bolsas ha anunciado algunas correcciones en el cálculo de los índices que reducen el peso de las acciones con capital flotante reducido.

(10) Abengoa, Amper, Amadeus, Befesa, Corporación IB-MEI, Indra, Radiotónica, TPI, Terra, Zeltia.

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

Finalmente, habría que mencionar, aunque no es un requisito obligatorio, que la cotización de un valor en el Nuevo Mercado puede estar apoyada por un creador de mercado que se comprometa a ofrecer precios de compra y de venta del valor con un diferencial máximo de un 4 %. Este elemento, pues, no supone una garantía de liquidez para los valores del Nuevo Mercado, ya que es un aspecto discrecional del emisor.

Es preciso destacar que los requisitos y las condiciones de negociación del Nuevo Mercado son más flexibles que los que propone la alianza Euro NM. En particular, los principales requisitos que establecen los mercados de esta alianza y que el Nuevo Mercado no exige son: la existencia de un *lock-up* expreso para los accionistas iniciales del 100 % durante seis meses y del 80 % del capital social durante el plazo de un año; el requerimiento de un capital flotante mínimo del 20 % del capital social; la necesidad de que el 50 % de la colocación inicial proceda de una ampliación de capital y la oferta pública de acciones sea superior a 5 millones de euros; el mínimo de un creador de mercado; y, finalmente, los recursos propios de la empresa deben alcanzar un mínimo de 1,5 millones de euros, de acuerdo con el Euro NM, mientras que el Nuevo Mercado exige 1,2 millones de capital social. Esto podría suponer un cierto aislamiento en la participación de los valores españoles en las carteras de los inversores institucionales que replican índices Euro NM. No obstante, en contrapartida, la mayor flexibilidad de criterios permitiría atraer a nuevos emisores que, en principio, no podrían acceder con los criterios de la alianza Euro NM.

## 5. CONCLUSIONES

Los NMB han adaptado a las peculiaridades de las empresas de crecimiento algunas de las reglas de los mercados bursátiles tradicionales y, de esta manera, han facilitado la financiación y el desarrollo de un buen número de sociedades, entre las que destacan las que realizan actividades productivas relacionadas con las nuevas tecnologías. Así pues, los NMB suponen un instrumento fundamental para el desarrollo de una actividad empresarial cuyos negocios se encuentran en una fase incipiente de maduración. La mayor facilidad de financiación para este tipo de empresas puede producir externalidades positivas para el conjunto de la economía en la medida en que, como algunas investigaciones concluyen, el desarrollo de las tecnologías de la información contribuye al aumento en la productividad general de la economía. Además, desde el punto de vista de los inversores, el desarrollo de los NMB ampliará las posibilidades para llevar a cabo una diversificación sectorial de sus carteras más eficiente.

No obstante, conviene señalar que algunos aspectos del funcionamiento de los mercados no se han adaptado todavía plenamente a las características diferenciales de las empresas de crecimiento. Así, por ejemplo, la mayoría de índices bursátiles siguen ponderando los valores según el valor de mercado (o capitalización bursátil) de todas las acciones emitidas por la empresa, independientemente de su capital flotante. Esta forma de cálculo puede ocasionar que el peso en los índices de las empresas de los NMB, cuyo capital flotante suele ser bastante inferior al de las empresas cuyos valores se cotizan en los mercados tradicionales, sea superior a su oferta relativa de títulos en el mercado. Esta característica, junto con la tendencia creciente de los inversores institucionales a replicar índices en la gestión de sus carteras, puede generar desajustes indeseables entre la oferta y demanda de los valores admitidos en los NMB. En este sentido, resulta positiva la iniciativa de la Sociedad de Bolsas de adaptar la construcción de los índices IBEX al capital flotante de las empresas que lo forman.

En el caso español, la creación del Nuevo Mercado ha supuesto la homologación de los mercados de valores españoles con los de otros países de nuestro entorno, con la intención de mejorar la posición competitiva de nuestros mercados, facilitar la financiación de las empresas españolas de crecimiento, estimular la oferta de valores emitidos por dichas empresas (contribuyendo de esta manera a absorber la demanda creciente de estos valores) y, en definitiva, contribuir a desarrollar la nueva economía en España.

El menor desarrollo relativo de los NMB en Europa en relación con el Nasdaq de Estados Unidos augura, a medio y largo plazo, unas buenas perspectivas de expansión de los mercados europeos, que se verán reforzadas en la medida en que se mantenga la elevada demanda de los inversores hacia los valores emitidos por las empresas de crecimiento. En el momento actual, la alianza Euro NM ha conseguido armonizar los criterios de admisión a negociación y una cierta comercialización conjunta de algunos mercados del área del euro. Esta iniciativa podría constituir el embrión de un mercado pan-europeo de empresas de crecimiento, si se consiguiera una interconexión de dichos mercados, de forma que la liquidez se concentrara en una sola plataforma de negociación. No obstante, la creación de los mercados Euronext (con la integración de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas) y del iX (con la integración de las bolsas de Londres y de Alemania) son aspectos que modificarían sensiblemente el panorama de los NMB, al tiempo que supondrían un



importante reto competitivo para los mercados europeos.

12.5.2000.

### BIBLIOGRAFÍA

BROOKES, M. y WAHHAJ, Z. (2000) *The shocking economic effect of B2B*, Global economic paper no. 37, Goldman Sachs, febrero.

CATES, A. y KEMMSIES, W. (2000). *New Economy Perspectives*, Global economic & strategy research, Warburg Dillon Read, febrero.

NASDAQ (1998). *A practical guide to listing on the Nasdaq stock market*, The National Association of Securities Dealers, Inc.

US DEPARTMENT OF COMMERCE (1999). *The Emerging Digital Economy*, junio.

---

# Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999

## 1. INTRODUCCIÓN

España, al igual que los restantes Estados miembros de la Unión Europea (UE), está obligada al cumplimiento del Reglamento del Consejo de la UE 2223/96, de 25 de junio de 1996, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Comunidad (SEC/95), que comprende los principales agregados macroeconómicos, las cuentas, tanto de flujos como patrimoniales, de los sectores institucionales (financieras y no financieras) e, incluso, datos de empleo. Entre las principales características de este nuevo manual contable hay que destacar, en primer lugar, el hecho de que es el primer sistema de cuentas nacionales que se implanta por una disposición legal y, por tanto, es de aplicación obligatoria en todos sus elementos a todos los Estados miembros de la UE, lo cual asegura la utilización de una metodología uniforme en todos los países. En segundo lugar, el SEC/95 es un sistema contable armonizado en otros aspectos, ya que en tanto que constituye la versión europea de la cuarta revisión del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN/93) de la Oficina Estadística de las Naciones Unidas y de otros organismos internacionales, comparte la misma base conceptual del 5º Manual de Balanza de Pagos del FMI y de la Posición de Inversión Internacional, y, asimismo, la base en la que se fundamenta la revisión en curso del Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas del FMI. De especial relevancia en el ámbito europeo es la inclusión en el sistema de un subsector específico en el sector Instituciones financieras, a saber, el subsector Instituciones Financieras Monetarias (IFM), que es la agrupación que el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) define como el sector creador de dinero, lo que refuerza la relación entre las estadísticas monetarias y las de cuentas nacionales. Además, el SEC/95 ha establecido una armonización en cuanto al plazo límite de disponibilidad de los datos y a la periodicidad de las series estadísticas (1), que tienen que ser los mismos en todos los países. Por último, Eurostat ha configurado un único diseño para la transmisión de datos. Todo esto tiene implicaciones prácticas importantes, ya que facilita la elaboración de agrega-

---

(1) El SEC/95 contempla series anuales con carácter general y trimestrales solo para los principales agregados macroeconómicos. Esta limitación es sustancial, dada la importancia creciente de las cuentas no financieras y financieras para analizar la coyuntura económica. Por ello, están en marcha varios proyectos legislativos en la Comisión de la UE para obligar a los países a elaborar estadísticas relevantes, como las de las Administraciones Públicas, con periodicidad trimestral; y respecto a las cuentas financieras, son ya muchos los países comunitarios que, como España, han decidido adoptar la frecuencia trimestral como la normal para la elaboración y difusión de estas Cuentas.

dos referidos a áreas económicas tales como la UE y la UEM, hace que estos sean más ajustados en relación con sus propias definiciones y permite acortar el período de desfase en la publicación de las Cuentas.

La entrada en vigor del nuevo sistema se está produciendo de forma escalonada, según un calendario establecido en el propio Reglamento, que comenzó en abril de 1999 y se extiende hasta finales del año 2003 (2). Así, los principales agregados del total de los sectores residentes, anuales y trimestrales, referidos al período 1995-1998, se remitieron a la Comisión (Eurostat) en abril de 1999; los principales agregados del sector Administraciones Públicas, entre ellos el déficit, referidos al mismo período, se transmitieron en agosto de 1999; y la Notificación correspondiente al Protocolo sobre procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo (PDE) hubo de realizarse con la nueva metodología, por primera vez, para los mismos años, en febrero de 2000.

Por lo que se refiere a las Cuentas Financieras, el plazo de envío a la Comisión (Eurostat) finaliza en septiembre de 2000. No obstante, en un contexto en el que los datos de los principales agregados y las cuentas de las Administraciones Públicas con la metodología SEC/95 son conocidos, y dado que es inminente la publicación por el Instituto Nacional de Estadística (INE) de las cuentas no financieras de los restantes sectores en el marco del nuevo sistema, el Banco de España, al igual que los restantes Bancos Centrales Nacionales de la UE, decidió acelerar los trabajos de elaboración de las *Cuentas financieras de la economía española* (CFEE) con la nueva metodología, con el fin de facilitar el análisis de la aproximación no financiera y financiera en un marco integrado. Estos trabajos han concluido recientemente con la elaboración de una primera versión de las Cuentas Financieras, con periodicidad trimestral, que también presentará totales anuales, para el período 1994.IV-1999.IV. Las *Cuentas financieras de la economía española, 1995-1999*, en términos del SEC/95, series trimestrales y anuales, en edición bilingüe, español e inglés, se publicarán, por primera vez, a mediados de junio de 2000 en una monografía similar a la que se viene difundiendo desde 1990, y que se distribuirá, como es habitual, junto con el *Informe anual*. Asimismo se publicarán en la página del Banco de España en la Red. Por este último medio se difundirán, regularmente,

(2) No obstante, algunos Estados miembros tienen cláusula de derogación en varios aspectos, como cobertura, detalle, desfase y métodos de transmisión, que se extienden, en algunos casos, hasta enero del año 2005.

las sucesivas actualizaciones trimestrales de las Cuentas, con un desfase de unas dieciséis semanas respecto al último trimestre al que van referidas. La primera difusión de las CFEE SEC/95 irá acompañada de una nota explicativa sobre la aplicación en la práctica de la metodología del nuevo manual. En este contexto, este artículo tiene por finalidad proporcionar una visión resumida de los cambios más significativos que la implantación del nuevo sistema contable ha supuesto para las cuentas financieras en general y para las relativas a la economía española en particular. Además de los cambios por este motivo, las Cuentas SEC/95 incorporan otras diferencias, de las que se informa más adelante, derivadas de la explotación de nuevas fuentes de información y de la mejora en la calidad de las ya existentes.

El artículo se estructura en nueve apartados, incluyendo el correspondiente a esta introducción. En el epígrafe siguiente se comenta el cambio de ámbito que presentan las Cuentas SEC/95. Los epígrafes 3 y 4 tratan, respectivamente, de las diferencias en la sectorización y en los instrumentos financieros entre ambos sistemas. Por su parte, el epígrafe 5 comenta la incidencia que el cambio en la imputación temporal de las rentas por intereses ha tenido sobre la parte financiera de las Cuentas. Seguidamente, el epígrafe 6 se dedica a señalar el impacto en las Cuentas y a describir la aplicación práctica de la valoración de los instrumentos financieros a precios de mercado a que obliga el SEC/95. El epígrafe 7 da cuenta de las modificaciones introducidas no ligadas al cambio de metodología del nuevo sistema. Dado que los cambios recogidos en los anteriores epígrafes afectan de forma desigual a los distintos sectores y, en ocasiones, tienen efectos contrapuestos en los instrumentos a los que afectan, el epígrafe 8 presenta una síntesis de la repercusión total de las modificaciones más relevantes en los sectores en los que se divide la economía y en esta en su conjunto. A pesar de los cambios sustanciales que ha supuesto la implantación del SEC/95, están pendientes de acometer en las CFEE algunas modificaciones adicionales. A esta cuestión se dedicará el epígrafe 9.

## 2. ÁMBITO DE LAS CUENTAS

En lo referente a las Cuentas Financieras, el SEC/79 solo contemplaba la elaboración de cuentas de *operaciones financieras*, lo que no impidió que las *Cuentas financieras de la economía española* que se vienen publicando desde principios de los ochenta y con series disponibles desde 1970, incluyeran balances financieros, que se denominaban cuentas de activos



financieros y de pasivos (3). Por su parte, el SEC/95 incorpora un sistema completo de cuentas que comprende *los balances financieros* y las cuentas de flujos, que explican las variaciones entre los balances al inicio y al fin de cada período. Las cuentas de flujos son, además de las de *operaciones financieras*, las de *otras variaciones de los activos financieros [y los pasivos]* (4). Estas últimas se componen, a su vez, de: a) *cuentas de variaciones en el volumen de los activos financieros*, que reflejan las variaciones en el montante de los activos financieros y de los pasivos como consecuencia de la aparición o desaparición de estos (por ejemplo, caso de saneamientos de créditos o cambios de sectorización), y b) *cuentas de revalorización*, que recoge las variaciones en el valor de los activos y de los pasivos como resultado de cambios en los precios de estos o en los tipos de cambio de la moneda en la que pudieran estar denominados. De esta forma, las Cuentas SEC/95 configuran un conjunto perfectamente integrado en el que, para cada sector y subsector, la diferencia entre los saldos o balances de dos momentos del tiempo se explican por las tres cuentas señaladas: operaciones financieras, revalorización y otras variaciones en el volumen de los activos financieros.

### 3. SECTORIZACIÓN

El esquema 1 compara la sectorización establecida en el SEC/95 y en el SEC/79. Aparte del cambio de terminología para definir algún sector o subsector, entre las diferencias de ambos sistemas destacan:

a) El sector *Instituciones financieras* del SEC/95 es más amplio que el de Instituciones de crédito del SEC/79 ya que, además de las unidades que constituían este, incorpora: 1) al subsector, *Auxiliares financieros* [la mayoría de cuyas unidades se clasifica-

ban en el SEC/79 en el sector *Sociedades no financieras* (5)], y 2) a las *Empresas de seguros y los Fondos de pensiones*, que en el SEC/79 constituían un sector independiente. Además, como se reseña más adelante, algunas de las unidades del subsector *Otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones* tampoco formaban parte del sector *Instituciones de crédito* del SEC/79.

En cuanto a los distintos subsectores del sector *Instituciones financieras* en el SEC/95, cabe precisar los siguientes cambios:

- El subsector *Instituciones financieras monetarias (IFM)* es, como se ha reseñado en la introducción, la agrupación que define el sector creador de dinero en las estadísticas monetarias. Está formado por el *Banco Central* (Banco de España) y las *Otras instituciones financieras monetarias*. En el caso de España, estas últimas están compuestas por las *Entidades de crédito* [bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, Instituto de Crédito Oficial (ICO) y establecimientos financieros de crédito] y por los *Fondos del mercado monetario* (los FIAMM). Bajo el SEC/79 todas estas entidades, excepto el Banco de España y los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito (a la agrupación de estas tres últimas instituciones se les denominaba en el SEC/79 «Otras Instituciones Monetarias»), se incluían en el subsector *Otras instituciones de crédito*.
- El subsector *Instituciones financieras no monetarias* del SEC/95 comprende los *Otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones*, los *Auxiliares financieros* y las *Empresas de seguros y los Fondos de pensiones*. A diferencia del subsector «Otras instituciones de crédito» del SEC/79, los *Otros intermediarios financieros* no comprenden al ICO, los Establecimientos financieros de crédito y los Fondos del mercado monetarios (ahora clasificados en IFM) ni a las *Agencias de valores*, ahora clasificadas entre los *Auxiliares financieros*. Además, los *Otros intermediarios financieros* del SEC/95 incorporan los *Fondos de titulización* y las *Sociedades y Fondos de capital riesgo*,

(3) No es este el lugar de exponer la base conceptual de las cuentas de activos financieros y los pasivos que se venían publicando en las CFEE hasta la edición que ahora se presenta, pero debe tenerse en cuenta que, como norma general, esos saldos se registraban por su valor nominal. No obstante, este principio tenía excepciones derivadas de las normas de valoración incorporadas a los datos que constituían la fuente para elaborar las Cuentas (véase la Nota metodológica de la edición correspondiente a 1999, referida a la serie 1987-1998)

(4) Todos los activos financieros son, desde la perspectiva del emisor/deudor, pasivos, razón por la que este paréntesis aclaratorio no se repite más adelante. Todos los pasivos son, por definición, financieros, mientras que hay activos no financieros (el *stock* de capital de los distintos sectores) que no se recogen en las cuentas financieras. La diferencia entre los activos financieros y los pasivos son los activos financieros netos, también denominados «riqueza financiera», de la agrupación institucional de que se trate.

(5) Véase detalle de las unidades incluidas en este nuevo subsector en la pro-memoria a continuación del esquema 1. Obsérvese que en este nuevo subsector se incluyen ahora los Fondos de garantía de depósitos, frente a su clasificación anterior en *Otras instituciones monetarias*.

## Sectorización según el SEC/79 y el SEC/95 (a)

| SEC/79  | SEC/95   |
|---|--|
| <b>S.40 INSTITUCIONES DE CRÉDITO</b>  | <b>S.12 INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>  |
| <b>A. Instituciones monetarias</b>  | <b>A. Instituciones financieras monetarias</b>   |
| S.41 Autoridades bancarias centrales  | S.121 Banco Central  |
| S.42 Otras instituciones monetarias<br><i>Bancos</i><br><i>Cajas de ahorros</i><br><i>Cooperativas de crédito</i><br><i>Fondos de garantía de depósitos</i>   | S.122 Otras instituciones financieras monetarias<br><i>Bancos</i><br><i>Cajas de ahorros</i><br><i>Cooperativas de crédito</i><br><i>Instituto de Crédito Oficial</i><br><i>Establecimientos financieros de crédito</i><br><i>Fondos del mercado monetario</i>                                 |
| <b>B. Instituciones no monetarias</b>   | <b>B. Instituciones financieras no monetarias</b>  |
| S.43 Otras instituciones de crédito<br><br><i>Instituto de Crédito Oficial</i><br><i>Establecimientos financieros de crédito</i><br><i>(hasta 1997, ECAOL)</i><br><i>Sociedades y Agencias de valores</i><br><i>Instituciones de inversión colectiva de carácter mobiliario</i> | S.123 Otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones<br><i>Resto de instituciones de inversión colectiva (mobiliaria e inmobiliaria)</i><br><i>Fondos de titulización</i><br><i>Sociedades y fondos de capital riesgo</i><br><i>Sociedades de valores</i> |
|   | S.124 Auxiliares financieros (b)<br>(Véase detalle en la pro memoria de este esquema)  |
|   | S.125 Empresas de seguro y fondos de pensiones<br><i>Empresas de seguros privados</i><br><i>Entidades de previsión social</i><br><i>Consortio de Compensación de Seguros</i><br><i>Fondos de pensiones</i>   |
| <b>S.50 EMPRESAS DE SEGUROS</b><br><i>Empresas de seguros privados</i><br><i>Entidades de previsión social</i><br><i>Consortio de Compensación de Seguros</i><br><i>Fondos de pensiones</i>   |  |
| <b>S.60 ADMINISTRACIONES PÚBLICAS</b>   | <b>S.13 ADMINISTRACIONES PÚBLICAS</b>  |
| S.61 Administración Central   | S.1311 Administración Central  |
| S.62 Administraciones Territoriales<br><i>Comunidades Autónomas</i><br><i>Corporaciones Locales</i>   | S.1312 Comunidades Autónomas<br>S.1313 Corporaciones Locales   |
| S.63 Administraciones de Seguridad Social   | S.1314 Administraciones de Seguridad Social  |
| <b>S.10 SOCIEDADES Y CUASI-SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>  | <b>S.11 SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>  |
| <b>S.70 INSTITUCIONES PRIVADAS SIN FINES DE LUCRO (IPSFL)</b>   | <b>S.15 INSTITUCIONES SIN FINES DE LUCRO AL SERVICIO DE LOS HOGARES (ISFLSH)</b>   |
| <b>S.80 HOGARES</b>   | <b>S.14 HOGARES</b>  |
|   | S.141 + S.142 Empleadores (incluidos los trabajadores por cuenta propia)   |
|   | S.143 Asalariados  |
|   | S.1441 Perceptores de rentas de la propiedad   |
|   | S.1442 Perceptores de pensiones  |
|   | S.1443 Perceptores de rentas procedentes de otras transferencias   |
|   | S.145 Otros hogares  |

ESQUEMA 1 (continuación)

**Sectorización según el SEC/79 y el SEC/95 (a)**

| SEC/79   | SEC/95  |
|--|---|
| <b>S.90 RESTO DEL MUNDO</b>  | <b>S.2 RESTO DEL MUNDO</b>  |
| S.91 Países miembros de las Comunidades Europeas   | S.21 Unión Europea<br>S.211 <i>Estados miembros de la UE</i><br>S.212 <i>Instituciones de la UE</i> |
| S.92 Instituciones comunitarias europeas   |   |
| S.93 Terceros países y organizaciones internacionales  | S.22 Terceros países y organizaciones internacionales   |
| PRO MEMORIA:   |   |
| <b>Detalle del subsector 124: Auxiliares financieros (SEC/95)</b>  |   |
| <i>Fondos de garantía de depósitos (c)</i><br><i>Sociedades mediadoras en el mercado de dinero</i><br><i>Sociedades de tasación</i><br><i>Sociedades de garantía recíproca</i><br><i>Establecimientos de cambio de moneda extranjera</i><br><i>Sociedades gestoras de fondos de pensiones</i><br><i>Agentes y corredores de seguros</i><br><i>Sociedades rectoras de Bolsas</i><br><i>Sociedades rectoras de los mercados de futuros y opciones</i><br><i>Servicio de compensación y liquidación de valores</i><br><i>Asociación de intermediarios de activos financieros (AIAF)</i><br><i>Agencias de valores (c)</i><br><i>Sociedades gestoras de fondos de inversión colectiva y Sociedades gestoras de carteras</i><br><i>Sociedades gestoras de fondos de titulización hipotecaria</i><br><i>Sociedades gestoras de fondos de titulización de activos</i><br><i>Sociedades gestoras de fondos de capital riesgo</i><br><i>Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras (CLEA)</i> |   |
| Fuente: EUROSTAT (SEC/79 y SEC/95) y Banco de España.  |   |
| (a) Los sectores y subsectores que figuran numerados son los únicos que contemplan los manuales contables señalados (SEC/79 y SEC/95). Los detalles adicionales que dentro de cada uno de ellos se proporcionan corresponden al contenido específico de unidades institucionales en el caso de España.   |   |
| (b) En el SEC/79, una parte de este subsector estaba incluido en sociedades no financieras.  |   |
| (c) En el SEC/79, estas unidades se clasificaban en «otras instituciones de crédito», y las restantes, en «Sociedades no financieras».   |   |

agrupaciones que se ha estimado por primera vez de forma directa en el contexto de las cuentas financieras. En el SEC/79 estos grupos de unidades estaban incluidos en el sector Sociedades no financieras.

b) Por lo que se refiere al sector *Administraciones Públicas*, los cambios derivados de la sectorización son:

- Se han incorporado a este sector determinadas empresas públicas que hasta ahora se incluían en el de Empresas no financieras. El motivo de este cambio ha sido el establecimiento de criterios más precisos en el SEC/95 que en su antecesor, para delimitar cuándo una empresa

pública debe sectorizarse en las Administraciones Públicas. En efecto, por un lado, ambos sistemas presentan similitudes en cuanto que: 1) definen de forma prácticamente igual la actividad y función principal de las unidades que deben incluirse en el sector Administraciones Públicas, en las que la consideración de si los bienes que producen son o no destinados a la venta (SEC/79) o no de mercado (SEC/95) es fundamental, y 2) anteponen un criterio económico al jurídico-institucional para establecer tal clasificación. Sin embargo, por otro lado, difieren en algunos aspectos, como son que el SEC/79 contempla una lista de ciertos servicios que, por convenio, se consideran siempre

que son destinados a la venta, en cuyo caso la unidad institucional que los produce ha de sectorizarse fuera de las Administraciones Públicas, y proporciona otra lista de producción de servicios en la que, para delimitar la sectorización fuera de las Administraciones Públicas, el criterio económico se establece en que «los recursos de la unidad de producción procedan en su mayor parte de la venta de su producción, entendiéndose por la expresión “en su mayor parte”, que sus recursos sean alrededor del 50 % o más del total de sus recursos corrientes». En cambio, el SEC/95 no establece *a priori* ninguna lista de servicios considerados de mercado, sino que a cualquier unidad de producción la somete a la regla del 50 % para determinar su sectorización, definiéndose dicha regla como que solo las unidades que cubran el 50 %, al menos, de sus costes de producción con el producto de sus ventas no se incluirán entre las Administraciones Públicas.

Este cambio de sectorización de un grupo de empresas ha incidido en las cuentas de las Administraciones Públicas principalmente en los años 1998 y 1999, aumentando tanto en operaciones como en saldos las rúbricas de efectivo y depósitos, por el lado del activo, y de créditos, por el lado del pasivo. El efecto contrario se ha registrado, lógicamente, en el sector Sociedades no financieras.

- El subsector *Administraciones Territoriales* del SEC/79 desaparece en el SEC/95 y, se escinde en dos: el de Comunidades Autónomas y el de Corporaciones Locales. Puesto que las CFEE ya venían proporcionando este detalle, el cambio es mínimo en la versión SEC/95 de las Cuentas.
- c) El SEC/95 contempla el sector *Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares* (ISFLSH), en tanto que las instituciones de índole similar al servicio de las empresas se incluyen en el sector Sociedades no financieras. El SEC/79 incorporaba ambos grupos en un mismo sector, denominado *Instituciones privadas sin fines de lucro* (IPSFL).
- d) Los restantes sectores del SEC/95 coinciden, prácticamente, con los del SEC/79 (véase esquema 1), ya que el mayor detalle que el SEC/95 establece para el sector *Hogares* no se materializará por el momento en las Cuentas, y tampoco el detalle del sector *Resto del mundo*. Además, en la primera versión de las Cuentas SEC/95, y por

limitaciones en la información de base, se recogerán en un sector conjunto los *Hogares* y las *Instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares*, del mismo modo que ya se venía haciendo en las cuentas financieras elaboradas según el SEC/79. Se pretende publicar cuentas financieras separadas para ambos sectores en un futuro próximo.

#### 4. INSTRUMENTOS FINANCIEROS

El esquema 2 compara los instrumentos que recogen explícitamente ambos sistemas. Las diferencias más relevantes son: el grado de detalle que contempla cada manual en ciertas rúbricas, lo cual es reflejo de la importancia relativa de las mismas en los diferentes momentos en los que nacieron uno y otro, el cambio en el tratamiento del oro monetario y los Derechos especiales de giro (DEG), y la consideración en el SEC/95 de los *derivados financieros*.

Respecto al primer tipo de diferencias, el SEC/79 contempla un mayor detalle que el SEC/95 para los depósitos y las monedas en los que estos están denominados; en cambio, el SEC/95 incluye un detalle mayor que el SEC/79 para los valores distintos de acciones, y para las acciones y otras participaciones. No obstante, las CFEE con el SEC/79 no han recogido nunca un detalle tan amplio como el que contemplaba este manual para los depósitos, y presentaban también otras diferencias con el esquema teórico señalado, como, por ejemplo: a) la posición neta en el FMI y, posteriormente, la del FECOM/IME/BCE se englobaba en un epígrafe que se denominaba *Oro y posición en organismos internacionales*; b) la rúbrica de créditos era única y no se distinguía entre corto y medio y largo plazo. Tampoco se distinguía, como rúbrica explícita, entre créditos comerciales y resto de créditos, sino que, en los detalles de contrapartida que proporcionaban las CFEE, los que figuran en activos y pasivos entre empresas no financieras y familias se correspondían con los créditos comerciales, y c) no se proporcionaba ningún detalle de las reservas técnicas de seguro por finalidad de las mismas.

El detalle por instrumentos en las CFEE elaboradas con la metodología del SEC/95 omite únicamente el detalle entre corto y largo plazo en los préstamos y entre acciones cotizadas y no cotizadas. En versiones posteriores de las Cuentas se irán subsanando estas omisiones.

Respecto al Oro monetario y los DEG, el SEC/95 deja de considerarlos pasivos de la cuenta del Resto del mundo, ya que no son pasivos frente a ningún agente, y pasa a tratarlos

## Instrumentos financieros según el SEC/79 y el SEC/95

| SEC/79  | SEC/95  |
|---|---|
| <b>F.00 ORO FINANCIERO</b>  | <b>F.1 ORO MONETARIO Y D.E.G.</b>   |
| <b>F.10 DERECHOS ESPECIALES DE GIRO (D.E.G.)</b>  | F.11 Oro monetario  |
|   | F.12 Derechos especiales de giro (D.E.G.)   |
| <b>F.20 EFECTIVO Y DEPÓSITOS A LA VISTA TRANSFERIBLES</b>   | <b>F.2 EFECTIVO Y DEPÓSITOS</b>   |
| F.21 Efectivo y depósitos a la vista transferibles, en moneda nacional  | F.21 Efectivo   |
| F.22 Efectivo y depósitos a la vista transferibles, en moneda extranjera                                      | F.22 Depósitos transferibles  |
| F.23 Posición neta en el FMI  | F.29 Otros depósitos  |
| <b>F.30 OTROS DEPÓSITOS</b>   |   |
| F.31 Otros depósitos en moneda nacional   |   |
| F.311 <i>Depósitos a plazo, en moneda nacional</i>  |   |
| F.312 <i>Depósitos de ahorro a la vista, en moneda nacional</i>   |   |
| F.313 <i>Depósitos de ahorro a plazo, en moneda nacional</i>  |   |
| F.32 Otros depósitos en moneda extranjera   |   |
| <b>F.40 TÍTULOS A CORTO PLAZO (a)</b>   | <b>F.3 VALORES DISTINTOS DE ACCIONES (b)</b>  |
| <b>F.50 OBLIGACIONES (c)</b>  | F.33 Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros   |
|   | F.331 <i>A corto plazo</i>  |
|   | F.332 <i>A largo plazo</i>  |
|   | F.34 Derivados financieros  |
| <b>F.60 ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES</b>  | <b>F.5 ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES</b>   |
| F.61 Acciones   | F.51 Acciones y otras participaciones, excluidas las participaciones en Fondos de inversión                       |
|   | F.511 <i>Acciones cotizadas</i>   |
|   | F.512 <i>Acciones no cotizadas</i>  |
|   | F.513 <i>Otras participaciones, excluidas las participaciones en Fondos de inversión</i>                          |
| F.62 Otras participaciones  | F.52 Participaciones en Fondos de inversión   |
| <b>F.70 CRÉDITOS A CORTO PLAZO</b>  | <b>F.4 PRÉSTAMOS</b>  |
| F.71 Créditos comerciales a corto plazo   | F.41 Préstamos a corto plazo  |
| F.72 Desfases contables   | F.42 Préstamos a largo plazo  |
| F.79 Otros créditos a corto plazo   |   |
| <b>F.80 CRÉDITOS A MEDIO Y LARGO PLAZO</b>  |   |
| F.81 Créditos comerciales a medio y largo plazo   |   |
| F.89 Otros créditos a medio y largo plazo   |   |
| <b>F.90 RESERVAS TÉCNICAS DE SEGURO</b>   | <b>F.6 RESERVAS TÉCNICAS DE SEGURO</b>  |
| F.91 Reservas matemáticas para riesgos en curso y reservas para participación en beneficios de los asegurados | F.61 Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de fondos de pensiones |
|   | F.611 <i>Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida</i>                                  |
|   | F.612 <i>Participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones</i>                             |
| F.92 Reservas-primas y reservas-siniestros  | F.62 Reservas para primas y reservas para siniestros  |
| <b>OTROS (d)</b>  | <b>F.7 OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE COBRO/PAGO</b>   |
|   | F.71 Créditos comerciales y anticipos   |
|   | F.79 Otras cuentas pendientes de cobro/pago, excluidos los créditos comerciales y anticipos                       |
|   | <b>F.M PRO MEMORIA: INVERSIONES DIRECTAS DEL/EN EL EXTERIOR</b>   |

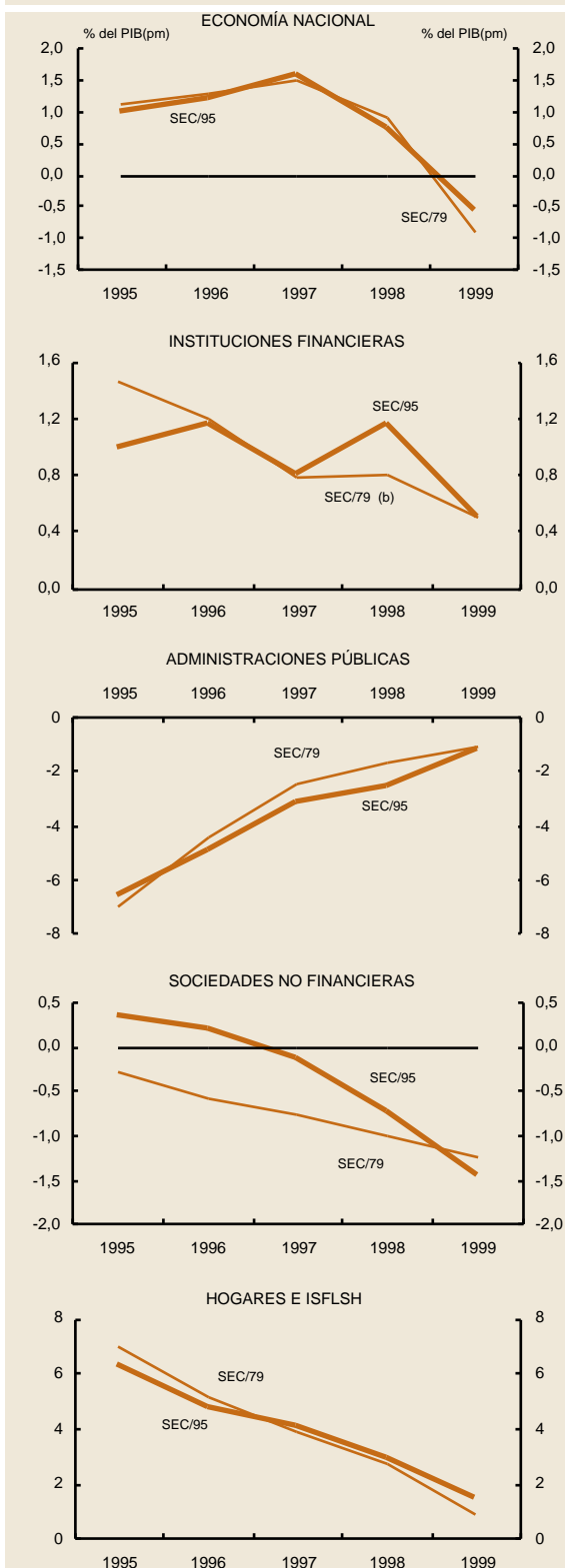
Fuente: EUROSTAT (SEC/79 y SEC/95).

- (a) Los títulos a corto plazo no negociables debían incluirse en *Otros depósitos*.  
 (b) Los valores distintos de acciones no negociables deben incluirse en *Préstamos*.  
 (c) Las obligaciones no negociables debían incluirse en *Otros créditos a medio y largo plazo*.  
 (d) El manual SEC/79 no contemplaba esta rúbrica; sin embargo, las CFEE sí la han incluido siempre.



GRÁFICO 1

## Operaciones financieras netas (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Adquisición neta de activos financieros menos contracción neta de pasivos.

(b) Instituciones de crédito más empresas de seguros.

como activos con signo negativo en la misma cuenta.

Por lo que se refiere a los *derivados financieros*, el SEC/79 no contemplaba estos instrumentos, dada su práctica inexistencia cuando este manual se redactó. El SEC/95 sí los considera, pero únicamente si tienen un valor de mercado, bien porque se negocien, o bien porque se compensen en el mercado. Dentro de esta categoría, el SEC/95 reconoce explícitamente los siguientes derivados financieros: las opciones negociables en mercados organizados y no organizados [*over-the-counter* (OTC)]; los derechos de adquisición (*warrants*); los futuros, las permutas financieras (*swaps*); y los acuerdos de tipos de interés futuros [*forward rate agreements* (FRA)].

En la versión actual de las CFEE SEC/95 se presentan datos para la rúbrica de derivados financieros solo en la cuenta de operaciones financieras, y no en los balances financieros. Esta asimetría viene dada por la disponibilidad de la información. Para las operaciones con derivados, a partir de los datos que proporcionan las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva y las empresas de seguros, por un lado, y la Balanza de pagos, por otro lado, es posible estimar, de forma razonable, la distribución por sectores de este tipo de operaciones. Sin embargo, en el caso de los saldos se carece de datos de la Posición de Inversión Internacional, y los disponibles del grupo de instituciones señalado solo se refieren a las opciones y no están sectorizados.

## 5. IMPUTACIÓN TEMPORAL DE LAS RENTAS POR INTERESES

En el SEC/95 el principio general de imputación temporal de las operaciones es el de *devengo*. En las operaciones no financieras, la aplicación de este principio afecta especialmente al registro de las rentas por intereses, ya que con el SEC/79 la contabilización de estas operaciones seguía un criterio de exigibilidad, que era un tanto confuso. En efecto, en la redacción original del SEC/79, en inglés, los intereses debían computarse cuando eran exigibles (*when it falls due*). Esta expresión y otras similares conducían a una cierta ambigüedad, especialmente delicada cuando el registro de los intereses condicionaba seriamente la estimación del déficit público en el marco del PDE/PEC. El problema de base era que el SEC/79 mantuvo en su totalidad los principios adoptados por el SEC/70 redactado a finales de los sesenta, cuando la mayoría de los valores en que se materializaba la deuda se emitían a corto plazo, por su valor nominal, con interés explícito y



pago de cupón. Para intentar llegar a una cierta armonización que, de alguna forma, integrara en el SEC/79 el tratamiento de la carga financiera de valores nacidos después de su redacción (bonos cupón cero, emisiones por tramos, valores indicados, etc.), Eurostat inició una serie de consultas a los foros competentes y, finalmente, con el asesoramiento de estos, adoptó una serie de Decisiones en el ámbito de sus competencias. Estas Decisiones se publicaron mediante notas de prensa a lo largo de los años 1996 a 1998, y algunas de sus consecuencias en el caso de los intereses quedan reseñadas en el recuadro III.7 del *Informe anual* del Banco de España, correspondiente a 1999, en el que puede verse, mediante el gráfico y la tabla que dicho recuadro incluye, la repercusión de este cambio en los datos de los intereses pagados por las Administraciones Públicas españolas. Con la entrada en vigor del SEC/95 y la implantación del criterio del devengo, tales interpretaciones han dejado de tener sentido, lo que constituye una gran ventaja para analistas y elaboradores.

Este cambio de criterio en la contabilización de los intereses en las cuentas de operaciones no financieras afecta a la aproximación financiera de las cuentas, puesto que aplicar el principio de devengo implica, a su vez, incorporar los intereses devengados a las operaciones financieras hasta el momento del pago. Sobre esta incorporación a la cuenta financiera, que en principio se podría hacer en la rúbrica de otras cuentas de cobro/pago, o bien en la del propio instrumento que genera los intereses, el SEC/95 obliga a aplicar la segunda de estas opciones, en el caso de los valores emitidos. Sin embargo, para los intereses de los depósitos y los créditos el SEC/95 deja abiertas ambas. Por tanto, en el caso de los valores, los intereses devengados se tratan como si se reinvirtiesen en el mismo instrumento del que provienen, produciéndose en el momento del pago de los intereses una desinversión en el instrumento correspondiente. Por su parte, el instrumento financiero en cuestión ha de valorarse a precio de mercado, según el SEC/95 (6), siendo uno de los componentes de la variación de los precios de mercado precisamente los intereses devengados. En consecuencia, la contrapartida en la cuenta financiera de los intereses devengados en la cuenta no financiera es la incorporación al precio del pasivo de los intereses devengados.

En las CFEE se ha adoptado esta metodología, obligada por el SEC/95, para los valores.

(6) El epígrafe siguiente se dedica a los criterios de valoración establecidos por el SEC/95.

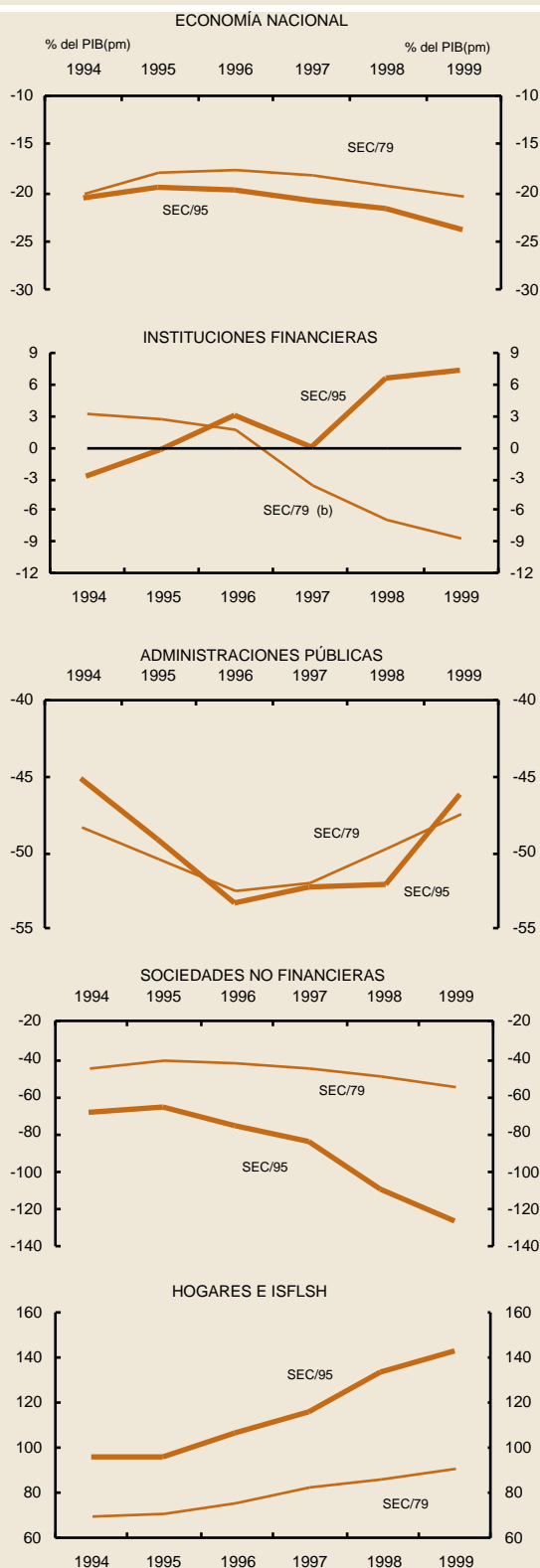
Frente a esta contabilización, la aplicada en las CFEE según el SEC/79 computaba, por lo general, las emisiones de valores a valor nominal, recogiendo los intereses contabilizados y no pagados en una rúbrica de activo de la cuenta financiera integrada en *otros*. El reflejo de este cambio en las CFEE ha sido una disminución de la rúbrica de *otros* de activo en la cuenta de operaciones financieras de las Administraciones Públicas y una disminución en la contrapartida (*otros* de pasivo) de los sectores tenedores de estos valores: Instituciones financieras, Sociedades no financieras, Hogares y Resto del mundo. No obstante, estas variaciones se han visto parcialmente compensadas por la incorporación a la rúbrica de *otras cuentas pendientes de cobro/pago* de los intereses devengados pendientes de vencimiento de los créditos y los depósitos bancarios, ya que estos intereses no se han incorporado a las operaciones, como en el caso de los valores.

## 6. VALORACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La metodología SEC/95 establece que la valoración de los balances financieros o saldos de activos financieros y pasivos ha de ser a *precios de mercado*. Hasta ahora, en las Cuentas de saldos que elaboraba el Banco de España la valoración era muy heterogénea (valor nominal, coste histórico, acumulación de flujos), excepto en el caso de las acciones cotizadas, que se registraban por su precio de mercado. Este es el cambio más relevante que contienen las Cuentas, y afecta, en grado mayor o menor, a todos los sectores de la economía. Las rúbricas más afectadas son las de *acciones y otras participaciones* y, en menor medida, las de *valores distintos de acciones*, y son las que explican, en su mayor parte, la diferencia del nivel y perfil de los activos financieros netos de los distintos sectores que muestra el gráfico 2. En el epígrafe 8 se proporciona una síntesis de cómo estos cambios han afectado a los resultados obtenidos.

Sobre la valoración a precios de mercado de los instrumentos financieros que establece el SEC/95, hay que señalar que la aplicación práctica de esta norma presenta dificultades para aquellos instrumentos en los que dicha valoración no puede calcularse directamente. De hecho, solamente para los valores que cotizan en la Central de Anotaciones del Banco de España (que constituye la parte más importante de los valores distintos de acciones en circulación) o en otros mercados organizados y tienen una liquidez razonable es posible contabilizar su precio de mercado de forma precisa. Para los restantes valores se han realizado estima-

GRÁFICO 2

Balances financieros  
Activos financieros netos (a)

Fuente: Banco de España.

(a) Activos financieros menos pasivos.

ciones. Se comentan, a continuación, los métodos de valoración utilizados en los principales instrumentos a los que esta norma afecta. Es obvio que estas valoraciones son idénticas en el caso de que los instrumentos sean activos financieros o pasivos; no obstante, dado que la disponibilidad de información suficientemente pormenorizada es distinta en las emisiones de valores y en las carteras, el procedimiento de estimación seguido en cada caso se comentará por separado.

## Emisiones (saldos pasivos)

## a) Valores distintos de acciones

- *Instituciones financieras monetarias*

Las emisiones con pago periódico de intereses se han valorado utilizando precios de mercado. En el caso de las emisiones cupón cero, se han añadido al valor efectivo a la emisión los intereses devengados pendientes de vencimiento.

- *Sociedades no financieras y resto de agentes que emiten valores distintos de acciones que no cotizan*

Se ha calculado su valor de mercado utilizando datos de emisiones de características similares de valores que cotizan. Para hacer estas estimaciones se ha trabajado con las emisiones cupón cero, por un lado, y con el resto de emisiones, por otro.

## b) Acciones

- *Cotizadas*

Se ha aplicado directamente la capitalización bursátil.

- *No cotizadas*

*Bancos*: el precio de mercado se ha obtenido aplicando a sus recursos propios la relación valor de mercado/recursos propios (capital más reservas) de los bancos cuyas acciones cotizan. Este es el procedimiento recomendado por el BCE y Eurostat (7) para valorar las acciones no cotizadas de las Sociedades cuyo sector esté bien representado en el mercado bursátil.

(7) El tema de la valoración de acciones no cotizadas fue objeto de estudio mediante la constitución de un subgrupo de trabajo conjunto de ambos organismos, creado para tal fin.

*Resto de Instituciones financieras:* sus emisiones se han valorado según sus recursos propios (capital más reservas)

*Sociedades no financieras:* al contrario de lo que sucede con los bancos cuyas acciones no cotizan, la mayoría de las empresas españolas que no cotizan no tienen una representación por sector suficientemente amplia en los mercados bursátiles. Por ello, para valorar las acciones de estas empresas ha sido preciso acudir a procedimientos de estimación distintos del comentado para los bancos. En este caso, se ha incorporado el procedimiento de valoración utilizado por la Central de Balances basado en el descuento de los resultados ordinarios estimados. El *factor de descuento* aplicado está constituido por un tipo de interés a largo plazo más una *prima de riesgo* menos una *tasa de crecimiento de los beneficios esperados* correspondientes a una renta perpetua. Por su parte, la prima de riesgo incluye diversos factores, tales como: *a) el riesgo de estructura* asociado a la posibilidad de quiebra de las empresas, y *b) el riesgo de iliquidez* y otros factores derivados del hecho de que las acciones no coticen en un mercado organizado y de que no se pueda considerar perpetua la vida de muchas empresas (hecho frecuente en las empresas que no cotizan, la mayoría de tamaño pequeño). Finalmente, en el caso de las sociedades no financieras con pérdidas netas en los cinco últimos años se ha considerado que su valor es cero (8).

c) Otras participaciones

- *Fondos de inversión*

Según su valor liquidativo.

- *Sociedades no financieras*

Según sus recursos propios.

Sobre los procedimientos descritos para estimar el precio de mercado de las acciones no cotizadas y las participaciones de las Sociedades no financieras, hay que advertir que los datos de la Central de Balances solo están disponibles hasta 1998; los correspondientes a 1999 se han estimado mediante extrapolación.

(8) Para mayor detalle sobre estos temas, véanse los recuadros 7 y 8 de la publicación del Banco de España *Central de Balances. Resultados anuales 1998*.

## **Carteras (saldo de activos financieros)**

Desde la óptica de los *tenedores* (activos financieros), la estimación de las carteras valoradas a precios de mercado de los distintos sectores, subsectores y agentes se ha realizado distribuyendo los saldos de pasivo valorados a precios de mercado (siguiendo los procedimientos que acaban de señalarse), en proporción directa a los valores contables o nominales, según los casos, que figuran en sus carteras o en los estados de valores depositados en entidades de crédito. No obstante, aunque este procedimiento es el que se ha aplicado con carácter general, se ha tenido también en cuenta información adicional, por ejemplo, el hecho de que en los estados contables de las entidades de crédito la cartera de negociación figura ya valorada a precios de mercado.

Una excepción a esta regla general de valoración de las carteras ha sido la *inversión directa de no residentes en empresas residentes*, y que, por el momento, las estadísticas de la Posición de Inversión Internacional están recogiendo por el procedimiento de acumular flujos de balanza de pagos. En consecuencia, al no estar valoradas estas inversiones a precios de mercado, la aplicación sin más del método que acaba de explicarse llevaría a una sobrevaloración de las carteras de los sectores Sociedades no financieras y hogares que se obtiene conjuntamente por residuo. Con el fin de evitar esta sobrevaloración se ha procedido a corregir en el saldo de pasivos la revalorización que se estima corresponde a las carteras de no residentes. Tampoco está valorada, por el momento, a precios de mercado la *inversión directa de residentes en empresas no residentes*.

Finalmente, respecto a la valoración en las Cuentas SEC/95 de los *créditos* y los *depósitos*, se corresponde con su valor efectivo.

## **7. OTRAS MODIFICACIONES EN LAS CUENTAS NO LIGADAS A LA IMPLANTACIÓN DEL SEC/95**

Según se ha señalado en la introducción, las modificaciones incorporadas a las CFEE con metodología SEC/95 van más allá de las que se corresponden con las normas que contiene este manual. Las más relevantes las ha motivado la utilización de mayor información de la Central de Balances, una vez que han concluido los trabajos que permiten una explotación relativamente eficiente de los estados contables que las empresas tienen la obligación de depositar, una vez al año, en el Registro Mercantil. Los trabajos han consistido, en primer lugar, en depurar los datos de

los Registros Mercantiles para seleccionar el conjunto de empresas cuyos datos superan determinados contrastes estadísticos; en segundo lugar, en el contraste de esta información con la que obra en poder del INE, para lo cual se ha constituido un grupo de trabajo entre el INE, el Banco de España y la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) que ha permitido facilitar la implantación del SEC/95 (véase epígrafe 8.3) en general y también en lo relativo al tratamiento del sector sociedades no financieras. Finalmente, se han elaborado programas informáticos que permiten gestionar todo el proceso de forma rápida y eficiente. Este avance en la disponibilidad de información implica poder incorporar en las CFEE datos de más de 200.000 empresas, frente a las 8.000, aproximadamente, que colaboran de forma regular con la Central de Balances. Esta ampliación del número de empresas es importante no solo desde el punto de vista cuantitativo, por el acceso a una mayor cantidad de datos, sino también en términos cualitativos, por cuanto que las empresas adicionales de las que se dispone ahora de datos son de tamaño mediano y pequeño, y estas empresas presentan estructuras financieras distintas de las de tamaño grande, que son las que colaboran habitualmente con la Central de Balances. Las rúbricas de las Cuentas que más se han visto afectadas por este hecho son las de *acciones, otras participaciones y créditos comerciales*. Seguidamente se comenta la naturaleza de los cambios en las cuentas por acceso a mayor información, así como por otros motivos.

- *Acciones y otras participaciones*

Según se ha venido señalando cada año en la Nota metodológica que acompaña a las CFEE anuales, una de las limitaciones de las mismas consistía en que el saldo en circulación de *acciones y otras participaciones*, y más concretamente de acciones no cotizadas y de otras participaciones emitidas por empresas no financieras, estaba subvalorado. Por el lado de los tenedores, esta subvaloración se reflejaba en la cartera del sector conjunto *Empresas no financieras y familias*. Los trabajos aludidos más arriba en la Central de Balances han permitido subsanar, en gran parte, esta laguna, y, a partir de los datos de los Registros Mercantiles, se ha podido estimar el total de acciones no cotizadas emitidas por las Sociedades no financieras y de participaciones en empresas con forma jurídica distinta de la de sociedad anónima (fundamentalmente, sociedades de responsabilidad limitada).

- *Créditos comerciales*

Bajo el SEC/79, los créditos comerciales aparecían solo de forma explícita en las cuentas de empresas no financieras y familias; en los restantes sectores estaban incluidos en la rúbrica de *otros*. Por otra parte, la aproximación al total nacional de los créditos se realizaba a partir del conjunto de empresas que colaboran con la Central de Balances, mediante la aplicación de unas *ratios* que relacionan los créditos comerciales concedidos (a clientes) con los recibidos (de proveedores), y estos últimos con el crédito bancario recibido por ese conjunto de empresas, el cual, a su vez, se relacionaba con el crédito bancario concedido al total de empresas residentes, obtenido de las entidades de crédito. A partir de esta estimación, la separación del crédito comercial entre empresas y familias se realizaba mediante el supuesto de que la relación entre créditos concedidos por las empresas no financieras y por las familias (en tanto que en este grupo están incluidos los empresarios individuales) es la misma que la existente entre los efectos comerciales que las empresas no financieras y las familias descuentan en las entidades de crédito.

Al elaborar las CFEE con el SEC/95 se han producido dos cambios en los créditos comerciales. Por un lado, estos aparecen explícitamente en otros sectores además de los de empresas no financieras y familias. El acceso a fuentes de información adicionales y la mejora en los contrastes entre los datos de los distintos sectores han posibilitado una estimación aceptable del sector otorgante del crédito comercial: empresas no financieras, familias y resto del mundo, y del receptor del mismo: Administraciones Públicas, empresas, familias y resto del mundo. En esta mejora en la calidad de la información hay que mencionar la contribución de las Administraciones Públicas en los últimos años, proporcionando una mayor desagregación de ciertas rúbricas. Esto ha permitido contrastar los datos estimados de créditos comerciales a partir de esta fuente con los obtenidos por la Central de Balances, contrastes que han arrojado resultados muy satisfactorios.

Por otro lado, al utilizar datos de un mayor número de empresas que, como se ha señalado antes, son la mayoría de tamaño pequeño, las *ratios* de créditos comerciales respecto al crédito bancario y



respecto a los efectos descontados han variado notablemente.

- *Otras cuentas pendientes de cobro/pago, excluidos créditos comerciales*

Esta rúbrica (*otros*, en terminología del SEC/79) ha sido, junto con la de valores y la de créditos comerciales, una de las que ha experimentado mayor revisión en las Cuentas SEC/95, disminuyendo su importe tanto en operaciones como en saldos. La razón fundamental se deriva de la mejor estimación de los créditos comerciales que acaba de comentarse, ya que la omisión de una gran parte de estos hacía que la rúbrica *otros* estuviese sobrevalorada, al recoger, por residuo, créditos comerciales que no aparecían de forma explícita en las Cuentas. Otra causa de la disminución de la importancia relativa de esta rúbrica, aunque de grado menor, es el reflejo como un pasivo neto frente al resto del mundo en las cuentas de operaciones y saldos de las Administraciones Públicas de la posición neta del Estado frente a la UE. Esta forma de registro coincide con la adoptada en las estadísticas de la Posición de Inversión Internacional. Anteriormente, esta posición neta se recogía por separado en el activo (fondos FEOGA-Garantía y FSE) y en el pasivo (FEDER, FEOGA-Orientación e IFOP).

- *Otras modificaciones que estaban pendientes de acometer en las Cuentas*

- *Valores a corto plazo emitidos por Instituciones financieras monetarias*

Hasta ahora, estas emisiones se incluían junto con los depósitos. En las CFEE SEC/95 se clasifican en la rúbrica de valores a corto plazo. Las razones principales para proceder a esta modificación han sido la revitalización de estas emisiones en el último año y su inclusión a negociación en el mercado AIAF. Con anterioridad a estos hechos, estos valores apenas se negociaban, con lo cual la clasificación entre los depósitos estaba justificada según el SEC/79 (véase esquema 2, nota 1 a pie de página).

- *Rúbricas de valores en general*

Como consecuencia de los cambios metodológicos introducidos y de otras modificaciones o incorporaciones, se ha procedido a revisar toda la infor-

mación de las rúbricas de valores, con el fin de mantener la coherencia del sistema y adoptar nuevos procedimientos de elaboración de las series SEC/95. A modo de ejemplo, puede citarse que desde mediados de 1999 se dispone de una información muy completa de los tenedores de participaciones en fondos de inversión y que la revisión anual de los datos de Balanza de pagos, que es una de las fuentes más utilizadas, induce a ciertos cambios en las Cuentas.

- *Clasificación por instrumentos de los activos internacionales de reserva*

Bajo el SEC/79, estos activos aparecían clasificados, en las CFEE anuales, en las rúbricas *oro* y *posición en organismos internacionales* y en la de *efectivo y depósitos transferibles*. En las CFEE trimestrales, estos instrumentos se recogían en las rúbricas *Oro* y *posición en organismos internacionales* y en *Resto de activos de reserva*. En las CFEE SEC/95 se ha procedido a distribuir las reservas exteriores entre los instrumentos en los que están materializadas.

## 8. SÍNTESIS DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS

### 8.1. Principales diferencias entre las estimaciones del SEC/95 respecto a las del SEC/79

El cuadro 1 y los gráficos 1 a 4 proporcionan un resumen por sectores (incluido el Resto del mundo), y para la economía española en su conjunto, de los principales cambios en las operaciones y en los balances financieros que registran las CFEE SEC/95 respecto a los que han venido publicándose hasta ahora con la metodología del SEC/79. Para obtener una visión sintética de todo el período 1995-1999 en el cuadro 1 y en los comentarios que siguen, la comparación entre ambos sistemas se ha realizado en términos de los saldos medios de dichos años, inclusive, en proporción al PIB. En dicho cuadro 1 se refleja qué parte de la variación se debe al cambio de PIB.

Considerando, en primer lugar, el sector *Instituciones financieras*, los *activos financieros netos* según el SEC/95 han experimentado un crecimiento medio en el período 1995-1999 del 6,8 % del PIB. Los cambios que más han afectado a este sector son los relativos a la sectori-

Balances financieros. Comparación entre SEC/95 y SEC/79  
Saldos medios del período 1995-1999

CUADRO 1

% del PIB

|                                       | Economía nacional | Sociedades no financieras | Instituciones financieras | AAPP   | Hogares e ISFLSH | Resto del mundo |
|---------------------------------------|-------------------|---------------------------|---------------------------|--------|------------------|-----------------|
| <b>ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (a):</b> |                   |                           |                           |        |                  |                 |
| Balance financiero SEC/95             | -21,33            | -94,51                    | 3,53                      | -50,55 | 120,19           | 21,33           |
| Balance financiero SEC/79             | -19,06            | -47,42                    | -3,31                     | -51,09 | 82,79            | 19,04           |
| Diferencia                            | -2,27             | -47,09                    | 6,84                      | 0,55   | 37,40            | 2,29            |
| <i>Metodología y fuentes</i>          | -2,61             | -48,58                    | 6,90                      | -0,25  | 39,30            | 2,63            |
| <i>Efecto cambio en el PIB</i>        | 0,34              | 1,49                      | -0,06                     | 0,80   | -1,90            | -0,34           |
| <b>ACTIVOS FINANCIEROS:</b>           |                   |                           |                           |        |                  |                 |
| Balance financiero SEC/95             | 586,02            | 129,23                    | 255,99                    | 28,26  | 172,53           | 87,81           |
| Balance financiero SEC/79             | 499,28            | 84,64                     | 249,10                    | 22,27  | 143,27           | 79,90           |
| Diferencia                            | 86,74             | 44,59                     | 6,89                      | 5,99   | 29,26            | 7,91            |
| <i>Metodología y fuentes</i>          | 95,99             | 46,63                     | 10,93                     | 6,44   | 31,98            | 9,29            |
| <i>Efecto cambio en el PIB</i>        | -9,25             | -2,04                     | -4,04                     | -0,45  | -2,72            | -1,39           |
| <b>PASIVOS:</b>                       |                   |                           |                           |        |                  |                 |
| Balance financiero SEC/95             | 607,35            | 223,74                    | 252,46                    | 78,81  | 52,34            | 66,48           |
| Balance financiero SEC/79             | 518,34            | 132,06                    | 252,42                    | 73,36  | 60,48            | 60,86           |
| Diferencia                            | 89,01             | 91,68                     | 0,05                      | 5,45   | -8,14            | 5,61            |
| <i>Metodología y fuentes</i>          | 98,60             | 95,21                     | 4,03                      | 6,69   | -7,32            | 6,66            |
| <i>Efecto cambio en el PIB</i>        | -9,59             | -3,53                     | -3,98                     | -1,24  | -0,83            | -1,05           |

Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (en cuanto al PIB).

(a) Activos financieros menos pasivos.

PIB SEC/95 (media 1995-1999): 494.962 millones de euros.

PIB SEC/79 (media 1995-1999): 487.272 millones de euros.

zación señalados en el epígrafe 3 y, como en otros sectores, la valoración a precios de mercado de sus valores, tanto en el activo como en el pasivo.

Por el lado de los *activos financieros* se registra un aumento medio del 6,9 %, 10,7 % y del 14 % del PIB, respectivamente, en las rúbricas *total activos*, *valores distintos de acciones* y en la de *acciones y otras participaciones*, fundamentalmente por el cambio a valoración a precios de mercado de las carteras de los agentes que integran este sector. Por el contrario, las *otras cuentas* y el *resto de instrumentos* presentan un resultado contrario (-8,2 % y -9,7 %, respectivamente). La caída del saldo de este *resto* se explica, prácticamente en su totalidad, por la supresión en el balance del Banco de España de la rúbrica que figuraba en las Cuentas *resto de activos de reserva* (es decir, de los activos de reserva distintos del oro monetario y de la posición en organismos internacionales). En la versión actual de las Cuentas estos activos de reserva figuran incorporados en los instrumentos financieros en los que se encuentran materializados; fundamentalmente, *valores distintos de acciones*, lo cual, a su vez, explica parte del crecimiento de esta última rúbrica señalado anteriormente.

En cuanto a los *pasivos*, los instrumentos cuyo saldo registra un crecimiento mayor son las *acciones y otras participaciones* (6,3 %) y los *valores distintos de acciones* (2,2 %). Aparte de por la valoración a precios de mercado, este resultado, en el caso de la segunda de estas rúbricas, se explica por la incorporación a este sector de los Fondos de titulización (anteriormente en Sociedades no financieras) y por la incorporación de los pagarés negociables emitidos por las entidades de crédito (anteriormente incluidos como depósitos).

En el sector *Administraciones Públicas*, los *activos financieros netos* experimentan un crecimiento medio muy pequeño (del 0,6 % del PIB). Este es el resultado de un aumento de los *activos financieros* del 6 % y de un 5,5 % de los *pasivos*. Dentro de los activos, un rasgo destacable de este sector es el aumento del valor de las *acciones y otras participaciones* (6,9 % del PIB), a pesar del proceso de privatización de empresas públicas tan intenso que se ha registrado en el período que comprende las Cuentas. Para explicar este efecto, se han elaborado el gráfico 5 y el cuadro 3. En el gráfico 5 se compara el valor de este conjunto de activos en las cuentas SEC/79 y el que resulta en las correspondientes al SEC/95. Al lado de este último se ha añadido una tercera barra que señala



el valor que presentaría dicha cartera según el SEC/95 si no hubiese habido privatizaciones. Por su parte, el cuadro 3, que proporciona algún detalle adicional sobre la evolución de estos activos de las Administraciones Públicas para el conjunto del período, complementa la información del gráfico.

Otro aspecto de cierta importancia en el activo de este sector es la disminución que registra el *resto de rúbricas* (-1 % del PIB). Este resultado se debe, prácticamente en su totalidad, a la cancelación del crédito frente a RUMASA que figuraba entre los activos financieros del Estado, al haberse incorporado esta empresa al sector Administraciones Públicas con los nuevos criterios de sectorización.

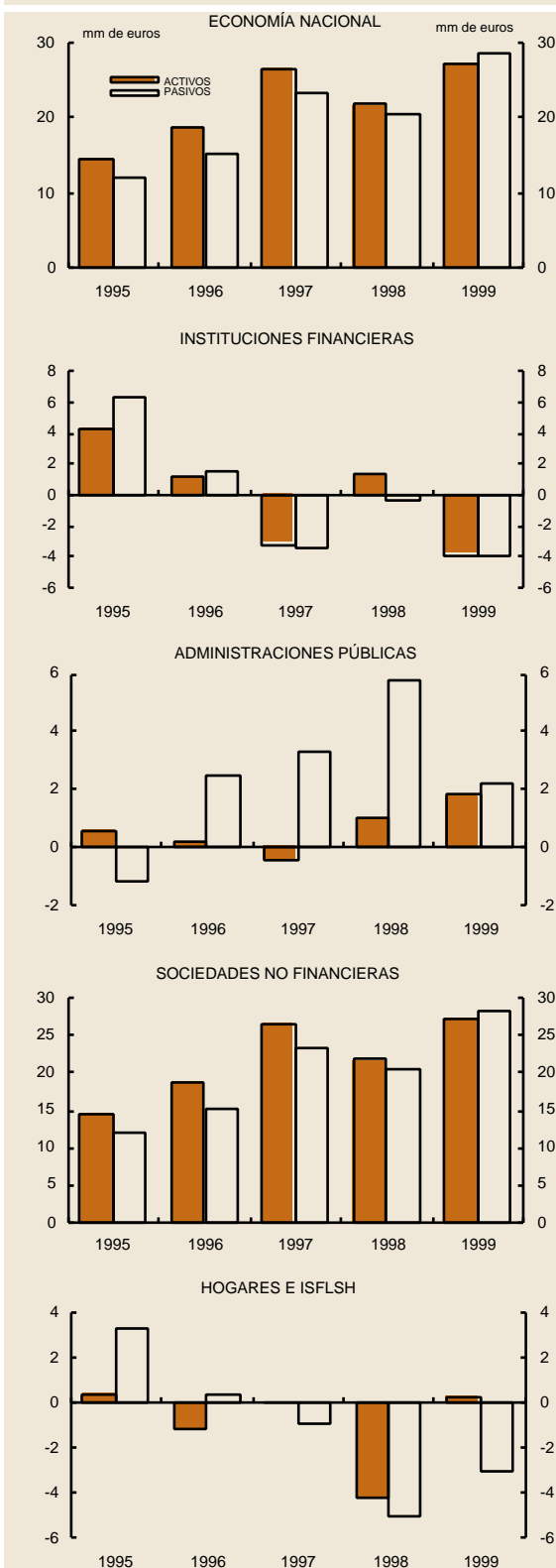
Entre los *pasivos* destacan: el crecimiento de un 4 % del PIB de los *valores distintos de acciones*, como consecuencia de la valoración de la deuda pública en circulación a precios de mercado; el mayor saldo en *créditos comerciales* (2,5 %), una vez que se ha logrado una mejor estimación de esta rúbrica, según lo comentado en el epígrafe 7; y la variación, también positiva, del saldo de *préstamos* (0,5 %), resultado de la incorporación de un grupo de empresas públicas a las Administraciones Públicas, por las razones expuestas en el epígrafe 3. Estas empresas no presentaban, sin embargo, deuda en forma de valores. La mejora en la estimación de los *créditos comerciales* explica la mayor parte de la disminución del saldo de *otras cuentas pendientes de pago* (-1,5 %), ya que anteriormente figuraban incluidos en ella.

Respecto al sector *Sociedades no financieras*, el saldo de *activos financieros netos* ha experimentado un descenso promedio en el período con las nuevas CFEE del 47,1 % del PIB, como resultado de un aumento del 91,7 % en el saldo total de *pasivos* y de un 44,6 % en el de *activos financieros*. En los pasivos destaca el aumento de casi el 68 % del PIB del saldo de *acciones y otras participaciones*. Esto se debe tanto al alza experimentada en el valor de estos pasivos, tras la aplicación del precio de mercado, como al aumento del saldo de acciones no cotizadas y de participaciones, tras la incorporación de los datos de los Registros Mercantiles de empresas de pequeño y mediano tamaño, según se ha comentado en el epígrafe 7. Este último hecho explica, asimismo, el aumento de algo más del 27 % en el saldo de *créditos comerciales*.

Por el lado del *activo*, los instrumentos que registran un crecimiento mayor son las *acciones y otras participaciones* (un 24 % del PIB) y los *créditos comerciales* (un 25 %), en ambos casos por las mismas razones señaladas en estos mismos instrumentos en el pasivo.

GRÁFICO 3

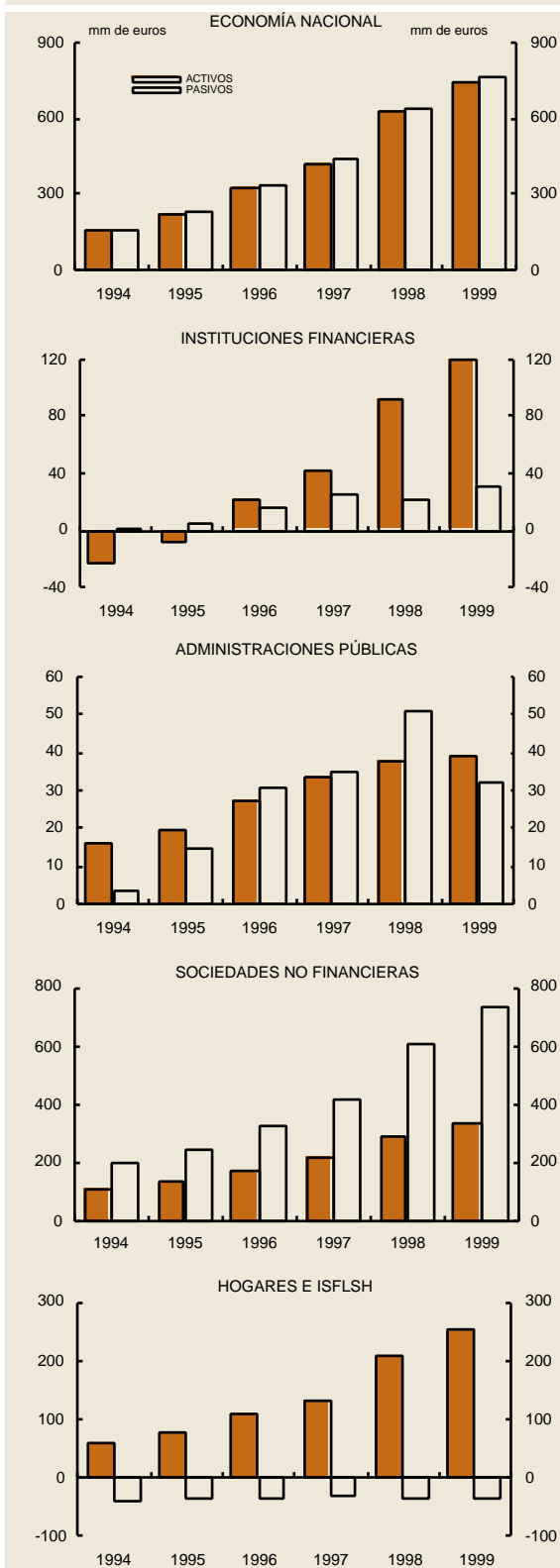
### Adquisición neta de activos y contracción de pasivos Diferencia SEC/95-SEC/79



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 4

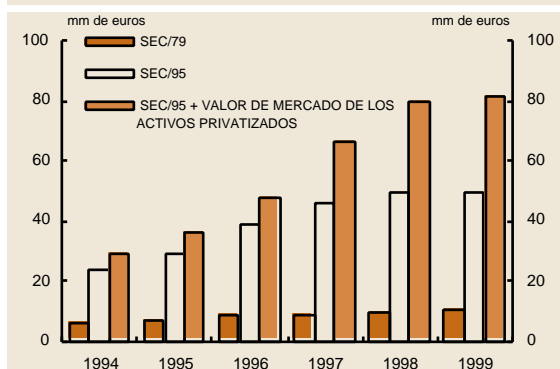
**Activos financieros y pasivos  
Diferencia SEC/95-SEC/79**



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 5

**Acciones y otras participaciones de las AAPP  
Incidencia de la privatización de empresas públicas**



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

La divergencia que presentan las Cuentas SEC/95 y SEC/79 en el sector *Hogares e ISFLSH* es justamente la contraria a la que registra el sector de Sociedades no financieras. En efecto, el saldo medio de *activos financieros netos* de los Hogares e ISFLSH presenta un aumento entre ambas versiones de las Cuentas del 37,4 % del PIB, como consecuencia de un incremento de un 29,3 % en el saldo de *activos financieros* y de una caída del 8,1 % del correspondiente a los pasivos. El aumento de los activos se explica, casi íntegramente, por el aumento del valor de la cartera de *acciones y otras participaciones* (casi un 28 %), por las razones de valoración a precio de mercado e incorporación de los datos de los Registros Mercantiles ya comentados. Por lo que respecta a la caída del saldo de pasivos, los motivos fundamentales son la disminución del saldo de *créditos comerciales* (-4,1 %) y de *otras cuentas pendientes de pago* (-3,8 %).

El resultado conjunto de estos cambios en los distintos sectores da como resultado para el *total de la economía* una disminución del saldo de *activos financieros netos* de un 2,3 % del PIB, que se deriva de un aumento de un 86,7 % en los *activos financieros* y de un 89 % en los *pasivos*. El impacto en la economía de la valoración a precios de mercado de los valores, el aumento del saldo de acciones y participaciones y el incremento de los créditos comerciales explican estos altos porcentajes de aumento de activos y pasivos. Por el contrario, las rúbricas de *otras cuentas pendientes de cobro* (del activo) y de *pago* (del pasivo) han experimentado descensos apreciables. Este es un resultado muy positivo de las Cuentas, ya que ha permitido reducir significativamente el saldo de estas rúbricas que incluyen instrumentos no identificados de forma explícita.

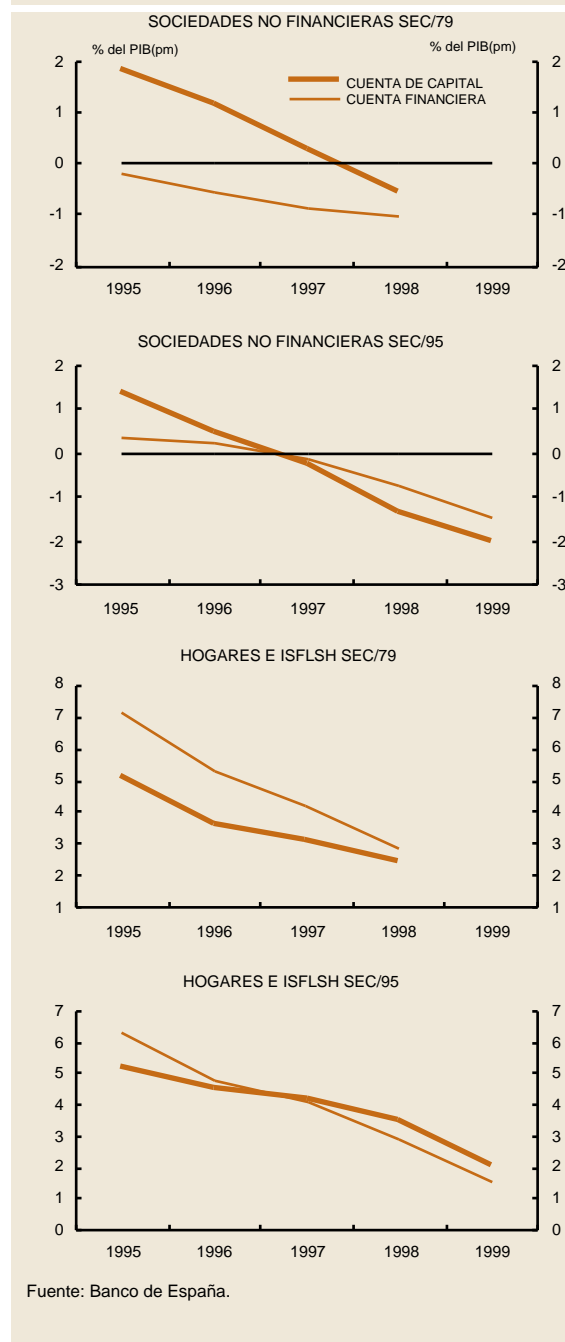
El análisis referido a la economía nacional puede también interpretarse desde la óptica del *Resto del mundo*, sector que, en coherencia con lo que se reseña en el párrafo anterior, incrementa *sus activos financieros netos* en un 2,3 % del PIB. La estimación de este reducido incremento, resultante de los incrementos de activos financieros del resto del mundo respecto a España y del incremento de sus pasivos frente al país que figura en el cuadro 1, adolece de una limitación. Efectivamente, como se reseña en el epígrafe siguiente, está pendiente efectuar la valoración a precios de mercado a los pasivos de los sectores residentes (activos financieros del resto del mundo) en que se concreta la inversión directa. Está también pendiente de llevar a cabo la misma valoración para los activos financieros de los sectores residentes que son pasivos del resto del mundo.

## 8.2. Enlace de las cuentas de capital y de la cuenta financiera

La coordinación establecida entre el INE, elaborador de las cuentas no financieras de los sectores institucionales en el contexto de la Contabilidad Nacional, y el Banco de España, elaborador de las Cuentas Financieras, se manifiesta en el enlace entre el saldo contable de la cuenta de operaciones de capital (capacidad/necesidad de financiación) y el saldo de la cuenta de operaciones financieras [activos financieros netos (9)] Ese proceso de colaboración se completa con la aportación de la IGAE en lo concerniente a las cuentas del sector Administraciones Públicas. Como consecuencia de esa coordinación, ya en la serie disponible en términos del SEC/79 los saldos de ambas cuentas para los sectores *Resto del mundo*, *Instituciones de crédito* y *Administraciones Públicas* eran coincidentes, y lo mismo sucede con los saldos de los sectores *Resto del mundo*, *Instituciones financieras* y *Administraciones Públicas* en el SEC/95. Sin embargo, la heterogénea y no integrada información a disposición de los contables nacionales, financieros y no financieros, hace aparecer discrepancias entre los saldos de las cuentas citadas de los sectores *Sociedades no financieras* y *Hogares e instituciones sin fines de lucro*, tanto en el SEC/79

(9) Siguiendo a la OCDE, en la versión de las CFE que venía elaborando el Banco de España en el marco del SEC/79 se denominaba a este saldo «ahorro financiero neto», expresión que es equívoca, según muestra la experiencia. Eurostat recomienda no denominar al saldo de la cuenta financiera igual que al saldo de la cuenta de capital (teóricamente deben ser idénticos, porque uno constituye la contrapartida del otro), para poner de manifiesto que, en muchos casos, la estimación de ambas cuentas parte de información no integrada.

GRÁFICO 6  
Comparación entre los saldos de la cuenta de operaciones de capital y de las operaciones financieras netas



como en el SEC/95, en una medida similar a las que aparecen en otros países europeos. El gráfico 6 pone de manifiesto esas discrepancias, aparecidas al elaborar las cuentas de operaciones en el ámbito de uno y otro sistema. Puede observarse cómo esas discrepancias han reducido su orden de magnitud y aproximado su perfil de evolución. Esto ha sido consecuencia de la mayor coordinación entre los elaboradores en la fase de implantación del SEC/95. Es de esperar que en el futuro esta

**Enlaces entre balances financieros inicial y final**  
**Período 1995-1999. Base diciembre de 1994=100**

CUADRO 2

|                            | Balance financiero inicial<br>(31.12.1994) | Operaciones<br>(1995-1999) | Revalorizaciones<br>(1995-1999) | Otros cambios en volumen<br>(1995-1999) | Balance financiero final<br>(31.12.1999) |
|----------------------------|--|----------------------------|---------------------------------|---|--|
| <b>Activos financieros</b> |  |                            |                                 |   |  |
| Economía nacional          | 100,0                                      | 58,4                       | 38,1                            | -1,9                                    | 194,6                                    |
| Sociedades no financieras  | 100,0                                      | 85,6                       | 53,8                            | -4,3                                    | 235,2                                    |
| Instituciones financieras  | 100,0                                      | 58,8                       | 20,0                            | -1,6                                    | 177,2                                    |
| Administraciones Públicas  | 100,0                                      | 43,8                       | 23,2                            | 0,0                                     | 167,0                                    |
| Hogares e ISFLSH           | 100,0                                      | 41,9                       | 58,8                            | -1,2                                    | 199,5                                    |
| Resto del mundo            | 100,0                                      | 97,4                       | 25,3                            | 0,2                                     | 222,9                                    |
| <b>Pasivos</b>             |  |                            |                                 |   |  |
| Economía nacional          | 100,0                                      | 55,2                       | 39,0                            | -0,7                                    | 193,5                                    |
| Sociedades no financieras  | 100,0                                      | 51,9                       | 95,9                            | -0,2                                    | 247,7                                    |
| Instituciones financieras  | 100,0                                      | 55,6                       | 16,1                            | -1,0                                    | 170,7                                    |
| Administraciones Públicas  | 100,0                                      | 47,6                       | 8,0                             | -1,3                                    | 154,3                                    |
| Hogares e ISFLSH           | 100,0                                      | 75,0                       | -2,0                            | 0,0                                     | 173,0                                    |
| Resto del mundo            | 100,0                                      | 147,1                      | 11,2                            | -11,7                                   | 246,6                                    |

Fuente: Banco de España.

coordinación se potencie, lo que, entre otras cosas, implica una utilización cada vez más específica de la información de la Central de Balances en los trabajos de elaboración de las Cuentas.

### 8.3. El enlace entre los balances financieros al principio y al final del período en la serie 1995-1999 en el SEC/95

El cuadro 2 muestra para los distintos sectores el enlace entre el balance al principio de la serie (diciembre de 1994) y el final (diciembre de 1999), período suficientemente amplio para dotar de generalidad a las conclusiones que se pueden extraer. En principio, lo que se pretende poner en evidencia es el importante papel que desempeñan en ese enlace las cuentas de revalorización. Estas recogen el efecto de los cambios en los precios de los activos financieros y pasivos en las situaciones patrimoniales de partida. Estas revalorizaciones no aparecían explícitas en el SEC/79, porque el ámbito de este sistema se circunscribía a las cuentas de operaciones y no a la aproximación patrimonial. El lector de las CFEE que el Banco de España ha venido difundiendo, que incluían también balances financieros (llamados cuentas de activos financieros y de pasivos), debe tener presente que, como queda reseñado más arriba, tales cuentas se elaboraban sin referencia a ningún sistema normalizado, por lo que se optó por

aplicar como valoración de los distintos activos y pasivos la disponible, que en la mayoría de los casos era la nominal, lo que enmascaraba el reflejo de las revalorizaciones, al intentar conciliar balances de apertura y cierre

### 8.4. Las CFEE en términos del SEC/95 y las carteras de las Administraciones Públicas

Al margen de su utilidad genérica para describir el proceso de financiación de la economía, las CFEE elaboradas en el marco del SEC/95 muestran aspectos de particular interés sobre la evolución de los distintos sectores. El cuadro 3 y el gráfico 5 pretenden reflejar de forma muy sumaria cómo se han registrado en las cuentas algunos aspectos del proceso de privatización, es decir, de venta a otros sectores de activos financieros materializados en acciones y participaciones, que figuraban en la cartera de las Administraciones Públicas. Cabe destacar los reducidos montantes de las carteras del sector estimados en la serie previa a la implantación del SEC/95, como consecuencia de que, tal como se ha reseñado reiteradamente, la valoración que se venía siguiendo hasta la implantación del SEC/95 utilizaba criterios heterogéneos, ante la ausencia de un sistema de referencia (el SEC/79 se limitaba al registro de las operaciones). Esa valoración heterogénea consideraba, según los casos, valores nominales, acumulación de flujos, valores contables,

CUADRO 3

## Detalle de las acciones y participaciones de las Administraciones Públicas

Millones de euros

|   | Balance final 1994 | Operaciones (a) (1995-1999) | Revalorizaciones (1995-1998) | Balance final 1998 | Pro memoria: Balance final 1999 |
|---|--------------------|-----------------------------|------------------------------|--------------------|---------------------------------|
| Acciones y otras participaciones (SEC/95)           | 26.163             | -6.445                      | 33.508                       | 53.226             | 53.605                          |
| <i>Telefónica, Tabacalera, Aldeasa y Argentaria</i> | 5.221              | -9.556                      | 4.335                        | 72                 | 0                               |
| Resto   | 20.942             | 3.111                       | 29.173                       | 53.154             | 53.605                          |
| PRO MEMORIA:  |                    |                             |                              |                    |                                 |
| Acciones y otras participaciones (SEC/79)           | 8.078              | -6.209                      | 10.180                       | 12.049             | 12.592                          |

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

(a) Cantidades negativas: privatizaciones netas, cantidades positivas: aportación neta de fondos.

Valoración: 1) Acciones cotizadas: capitalización bursátil. 2) Acciones no cotizadas: estimación de resultados ordinarios descontados al factor de descuento que se cita en el texto. Las sociedades con pérdidas netas en los últimos cinco años se ha considerado que tienen valor cero. 3) Participaciones: por el montante de sus recursos propios (capital más reservas).

Nota: El SEC/79 no define balances financieros, sino solamente operaciones. Por tanto, las columnas 1, 4 y 5 de la rúbrica pro memoria proceden de una estimación realizada a partir de fuentes heterogéneas: valores contables, acumulación de flujos, valores nominales, etc. Véanse comentarios en el epígrafe 8.4.

etc., en la forma que se explica en la nota metodológica difundida cada año en la publicación *Cuentas financieras de la economía española*. Queda también en evidencia que las ventas de parte de esos activos financieros, como consecuencia del proceso de privatización, no ha implicado su reducción en términos absolutos, debido al juego de las revalorizaciones. Evidentemente, también se producen aportaciones o inyecciones netas de fondos, es decir, operaciones de incremento de activos tanto convencionales como más específicas. Ejemplo de las primeras son las aportaciones presupuestarias en sentido estricto, y ejemplo de las segundas es el caso del registro como aportaciones de los incrementos de recursos propios de empresas no financieras o instituciones financieras participadas por las Administraciones Públicas o el caso de la transformación de préstamos de las Administraciones Públicas a las citadas empresas e instituciones en aportaciones de capital.

## 9. CAMBIOS PENDIENTES DE INTRODUCIR EN LAS CUENTAS

A pesar de todas estas modificaciones incorporadas en las Cuentas, quedan aún pendientes otras que no es posible acometer por el momento y que se irán abordando a medida de que se disponga de información, en algunos casos, y de que finalicen los trabajos en curso, en otros. Sin ánimo de exhaustividad, cabe señalar las siguientes:

- *Derivados financieros*: inclusión de saldos en la rúbrica de valores distintos de acciones. Según se ha señalado, actualmente solo se incluyen las operaciones financieras.
- *Inversión exterior directa*: está pendiente su valoración a precios de mercado en su doble aproximación de pasivos de los sectores residentes y activos (carteras) del Resto del mundo.
- *Emisiones a corto plazo del Resto del mundo*: no figuran en las Cuentas Financieras como rúbrica específica. Los importes que por tal concepto aparecen en la Balanza de pagos y en la Posición de Inversión Internacional se incorporan, junto con los bonos y obligaciones, a la rúbrica de valores distintos de acciones a largo plazo. Una vez concluyan los trabajos en curso que pretenden conciliar las estimaciones que se obtienen para esta rúbrica desde fuentes alternativas, se procederá a su correcta imputación como valores a corto plazo.
- *Casas de cambio y agentes y corredores de seguros*: por el momento, no se dispone de información sobre estas instituciones. Cuando se disponga de ella, se incorporará a las Cuentas financieras entre los Auxiliares Financieros y, por tanto, en el sector Instituciones financieras.

22.5.2000.

# INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA



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

Situación al día 30 de abril de 2000

| BANCOS                            | Tipo preferencial | Descubiertos en c/c (a) |              | Excedidos cta/cto (b) |              |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------------|--------------|-----------------------|--------------|
|                                   |                   | Efectivo                | Nominal      | Efectivo              | Nominal      |
| <b>GRANDES BANCOS</b>             |                   |                         |              |                       |              |
| BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....    | 6,25              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| ESPAÑOL DE CRÉDITO .....          | 5,25              | 33,18                   | 29,00        | 33,18                 | 29,00        |
| POPULAR ESPAÑOL .....             | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| SANTANDER CENTRAL HISPANO.....    | 5,00              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| <i>Media simple .....</i>         | <i>5,50</i>       | <i>33,18</i>            | <i>29,00</i> | <i>32,53</i>          | <i>29,00</i> |
| <b>RESTO BANCA NACIONAL</b>       |                   |                         |              |                       |              |
| ALBACETE .....                    | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| ALCALÁ .....                      | 7,71              | 33,18                   | —            | 33,18                 | —            |
| ALICANTE .....                    | 6,25              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| ALICANTINO DE COMERCIO.....       | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| ALTAE BANCO.....                  | 5,00              | 22,50                   | 20,82        | (12,55)               | (12,00)      |
| ANDALUCÍA .....                   | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| ASTURIAS .....                    | 5,50              | 30,32                   | 27,00        | 30,32                 | 27,00        |
| BANCOFAR.....                     | 4,00              | 10,62                   | —            | 18,10                 | —            |
| BANCOVAL .....                    | 7,00              | 8,00                    | —            | —                     | (5,00)       |
| BANESTO BANCO DE EMISIONES .....  | 10,00             | 32,31                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| BANKINTER .....                   | 3,75              | 23,88                   | 22,00        | 23,88                 | 22,00        |
| BARCELONA.....                    | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| BBV BANCO DE FINANCIACIÓN .....   | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| BBV PRIVANZA BANCO .....          | 5,75              | 18,12                   | 17,00        | 18,12                 | 17,00        |
| BSN BANIF .....                   | 4,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| CASTILLA .....                    | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| CATALANA .....                    | 6,25              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| COMERCIO.....                     | 6,00              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| CONDAL.....                       | 4,50              | 10,47                   | 10,00        | 10,47                 | 10,00        |
| COOPERATIVO ESPAÑOL .....         | 5,50              | 19,25                   | 18,00        | 19,25                 | 18,00        |
| CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA.....       | 4,00              | 13,75                   | —            | 13,75                 | —            |
| CRÉDITO BALEAR .....              | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA .....     | —                 | 18,00                   | 18,00        | 19,56                 | 18,00        |
| DEPOSITARIO BBV .....             | 7,75              | 33,18                   | 29,00        | —                     | —            |
| DEPÓSITOS .....                   | 4,75              | 12,68                   | 12,00        | 12,68                 | 12,00        |
| DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL..... | 5,75              | 28,97                   | 26,00        | 28,97                 | 26,00        |
| ESFINGE .....                     | 6,25              | 15,63                   | —            | 22,50                 | —            |
| ETCHEVERRÍA.....                  | 4,83              | 20,44                   | —            | 20,11                 | —            |
| EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO .....   | 5,00              | 10,62                   | —            | 19,00                 | —            |
| EUROPA .....                      | 5,75              | 33,18                   | 29,00        | 22,13                 | 20,50        |
| EUROPEO DE FINANZAS.....          | 5,50              | 23,88                   | 22,00        | 23,88                 | 22,00        |
| FINANZAS E INVERSIONES.....       | 6,00              | 19,25                   | 18,00        | 19,25                 | 18,00        |
| FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO .....  | 6,75              | 32,31                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| GALICIA .....                     | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| GALLEGO .....                     | 4,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| GUIPUZCOANO .....                 | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| HBF BANCO FINANCIERO, S.A.....    | 6,00              | 33,18                   | 29,00        | 33,18                 | 29,00        |
| HERRERO.....                      | 5,75              | 33,18                   | 29,00        | 22,13                 | 20,50        |
| HUELVA, EN LIQUIDACIÓN .....      | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| INDUSTRIAL DE BILBAO.....         | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| INVERSIÓN.....                    | 4,69              | 28,07                   | 25,00        | 27,44                 | 25,00        |
| JOVER .....                       | 4,50              | 22,50                   | 20,82        | (12,55)               | (12,00)      |
| MAPFRE.....                       | 4,50              | 10,62                   | —            | 10,62                 | —            |

(Continuación) 2  
Situación al día 30 de abril de 2000

| BANCOS                                    | Tipo preferencial | Descubiertos en c/c (a) |              | Excedidos cta/cto (b) |              |
|---|-------------------|-------------------------|--------------|-----------------------|--------------|
|   |                   | Efectivo                | Nominal      | Efectivo              | Nominal      |
| MARCH.....                                | 6,00              | 30,60                   | —            | 29,86                 | —            |
| MURCIA.....                               | 5,25              | 32,31                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| NEGOCIOS ARGENTARIA.....                  | 9,75              | 33,18                   | —            | 32,31                 | —            |
| NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN.....             | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| OCCIDENTAL.....                           | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| OPEN BANK, S.A.....                       | —                 | 7,68                    | 7,42         | 7,68                  | 7,42         |
| PASTOR.....                               | 4,75              | 21,34                   | 19,50        | 31,08                 | 28,00        |
| PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.....            | 5,00              | 28,82                   | 27,00        | 29,86                 | 27,00        |
| POPULAR HIPOTECARIO.....                  | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| PRIVAT BANK.....                          | 3,50              | 9,38                    | 9,00         | 9,38                  | 9,00         |
| PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS.....      | 4,90              | 20,39                   | —            | —                     | (5,00)       |
| PROMOCIÓN DE NEGOCIOS.....                | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| PUEYO.....                                | 8,42              | 28,65                   | 26,00        | 28,65                 | 26,00        |
| SABADELL.....                             | 5,50              | 30,32                   | 27,00        | 30,32                 | 27,00        |
| SABADELL MULTIBANCA.....                  | 5,50              | 30,32                   | 27,00        | 30,32                 | 27,00        |
| SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT..    | 5,00              | 10,62                   | 10,14        | 10,62                 | 10,14        |
| SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN.....              | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS.....         | 6,50              | 19,82                   | 18,50        | 19,82                 | 18,50        |
| SOLBANK, SBD.....                         | 5,50              | 30,32                   | 27,00        | 30,32                 | 27,00        |
| UBS ESPAÑA.....                           | 4,50              | 10,63                   | 10,14        | 10,63                 | 10,14        |
| UNOE BANK.....                            | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| VALENCIA.....                             | 5,00              | 32,31                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| VASCONIA.....                             | 5,50              | 33,18                   | 29,00        | 32,31                 | 29,00        |
| VITORIA.....                              | 5,25              | 33,18                   | 29,00        | 33,18                 | 29,00        |
| ZARAGOZANO.....                           | 5,00              | 28,08                   | 25,00        | 28,08                 | 25,00        |
| <i>Media simple.....</i>                  | <i>5,60</i>       | <i>25,16</i>            | <i>23,90</i> | <i>25,53</i>          | <i>23,73</i> |
| <b>BANCA EXTRANJERA</b>                   |                   |                         |              |                       |              |
| A/S JYSKE BANK, S.E.....                  | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.....           | 4,52              | 10,62                   | —            | 10,62                 | —            |
| AMÉRICA.....                              | 3,00              | 12,62                   | 12,06        | 12,62                 | 12,06        |
| ARAB BANK PLC, S.E.....                   | 4,25              | 10,47                   | —            | 10,47                 | —            |
| ÁRABE ESPAÑOL.....                        | 6,00              | 26,56                   | —            | 28,07                 | —            |
| ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION.....       | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| ATLÁNTICO.....                            | 5,00              | 28,07                   | 25,00        | 28,07                 | 25,00        |
| B.N.P.-ESPAÑA.....                        | 4,00              | 10,62                   | 10,35        | —                     | (6,00)       |
| BANKERS TRUST COMPANY, S.E.....           | 3,16              | 10,00                   | —            | 10,00                 | —            |
| BANKOIA.....                              | 4,00              | 29,00                   | —            | 29,00                 | —            |
| BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.....       | 4,00              | 10,62                   | 10,35        | —                     | (6,00)       |
| BANQUE PSA FINANCE HOLDING, S.E.....      | 5,65              | —                       | —            | —                     | —            |
| BARCELONESA DE FINANCIACIÓN.....          | 9,75              | —                       | —            | 22,50                 | —            |
| BARCLAYS BANK.....                        | 4,50              | 10,62                   | —            | 32,31                 | —            |
| BARCLAYS BANK PLC, S.E.....               | 4,50              | 10,62                   | —            | 32,31                 | —            |
| BPI, S.E.....                             | 5,09              | 7,97                    | 7,75         | 7,97                  | 7,75         |
| BRASIL, S.E.....                          | 7,00              | 12,50                   | —            | —                     | (3,00)       |
| BRUXELLES LAMBERT, S.E.....               | 7,19              | 10,38                   | 10,00        | 10,38                 | 10,00        |
| C. R. C. A. M. PYRÉNÉES-GASCOGNE, S.E.... | —                 | —                       | —            | —                     | —            |
| C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E..... | —                 | —                       | —            | 20,31                 | —            |
| CARIPLO S.P.A., S.E.....                  | 3,80              | 8,35                    | 8,05         | —                     | (2,00)       |
| CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.....          | 3,25              | 15,00                   | 14,06        | (2,02)                | (2,00)       |
| CHASE MANHATTAN BANK, S.E.....            | 3,25              | 15,00                   | 14,06        | (2,02)                | (2,00)       |
| CITIBANK ESPAÑA.....                      | 6,50              | 33,18                   | 29,00        | (4,06)                | (4,00)       |

(Continuación) 3  
Situación al día 30 de abril de 2000

| BANCOS                                | Tipo preferencial | Descubiertos en c/c (a) |         | Excedidos cta/cto (b) |         |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------------|---------|-----------------------|---------|
|                                       |                   | Efectivo                | Nominal | Efectivo              | Nominal |
| CITIBANK N.A., S.E.....               | 9,75              | 20,00                   | —       | 20,00                 | —       |
| COMMERCIALE ITALIANA, S.E. ....       | 6,00              | 10,62                   | —       | —                     | (3,00)  |
| COMMERZBANK A.G., S.E. ....           | 2,80              | 13,65                   | 13,00   | 13,65                 | 13,00   |
| CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E. ....   | —                 | 10,62                   | 10,36   | 10,62                 | 10,36   |
| CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E. ....   | 5,00              | 13,65                   | 13,00   | (5,09)                | (5,00)  |
| CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....             | 5,00              | 21,55                   | 20,00   | 21,55                 | 20,00   |
| CRÉDIT SUISSE, S.E. ....              | 4,07              | 8,50                    | —       | 8,50                  | —       |
| DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E. ....   | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| DEUTSCHE BANK.....                    | 3,00              | 29,86                   | 27,00   | 29,86                 | 27,00   |
| DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....          | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| DEUTSCHE BANK CREDIT.....             | 6,00              | 10,62                   | —       | 13,75                 | —       |
| DEUTSCHE HYP A.G., S.E. ....          | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| DRESDNER BANK A.G., S.E.....          | 3,95              | 10,62                   | 10,10   | 10,62                 | 10,10   |
| ESPIRITO SANTO.....                   | 4,50              | 32,31                   | 29,00   | —                     | —       |
| ESPIRITO SANTO, S.E.....              | 4,50              | 25,58                   | 23,00   | 10,62                 | 10,14   |
| ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID.....   | 4,75              | 14,14                   | 13,75   | 14,14                 | 13,75   |
| EUROHYPO A.G., S.E.....               | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| EXTREMADURA.....                      | 5,00              | 28,65                   | 26,00   | 28,65                 | 26,00   |
| FCE BANK PLC, S.E. ....               | 5,35              | 10,62                   | —       | 5,35                  | —       |
| FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.....        | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| FIMESTIC.....                         | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| FRANFINANCE, S.E.....                 | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| FORTIS BANK, S.E. ....                | 3,50              | 15,56                   | 15,00   | —                     | (3,00)  |
| HALIFAX HISPANIA.....                 | —                 | 10,62                   | —       | —                     | —       |
| HSBC BANK PLC, S.E. ....              | 4,05              | 10,57                   | 10,30   | (3,03)                | (3,00)  |
| HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.....    | 1,50              | 10,25                   | 10,00   | (3,03)                | (3,00)  |
| INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.....    | 5,00              | —                       | —       | —                     | (2,00)  |
| ING BANK N.V., S.E. ....              | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.....         | 4,75              | 10,60                   | 10,20   | (4,06)                | (4,00)  |
| LUSO ESPAÑOL.....                     | 5,00              | 28,65                   | 26,00   | 28,65                 | 26,00   |
| MADRID.....                           | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.....  | 3,95              | 32,20                   | 29,00   | 32,20                 | 29,00   |
| MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.....   | 4,50              | 9,50                    | —       | —                     | (2,00)  |
| MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.....    | 4,70              | 9,35                    | 9,00    | 9,55                  | 9,35    |
| NACIÓN ARGENTINA, S.E.....            | 10,00             | 24,36                   | 22,00   | —                     | (4,00)  |
| NATIONAL WESTMINSTER PLC, S.E.....    | 8,75              | 21,94                   | 20,00   | 21,55                 | 20,00   |
| NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.....   | 3,50              | 26,25                   | —       | 20,40                 | —       |
| NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.....     | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| PARIBAS, S.E. ....                    | 4,50              | 10,62                   | 10,14   | (2,02)                | (2,00)  |
| PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.E.....   | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| RABOBANK NEDERLAND, S.E.....          | 5,50              | 33,18                   | 29,00   | 32,31                 | 29,00   |
| ROMA, S.P.A., S.E.....                | 5,75              | 10,25                   | 10,00   | —                     | (4,00)  |
| ROYAL BANK CANADA EUROPE, S.E.....    | 4,30              | 10,30                   | —       | —                     | (2,00)  |
| SIMEÓN.....                           | 5,00              | 32,31                   | 29,00   | 32,31                 | 29,00   |
| SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E. ....           | 5,75              | 10,62                   | 10,22   | (3,03)                | (3,00)  |
| SYGMA HISPANIA, S.E.....              | —                 | —                       | —       | —                     | —       |
| TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E. ....       | 3,75              | 24,32                   | —       | (2,02)                | —       |
| URQUIJO.....                          | 3,75              | 29,97                   | 26,50   | 29,97                 | 26,50   |
| WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E. .... | 3,75              | 10,63                   | 11,06   | 10,63                 | 11,06   |
| <i>Media simple</i> .....             | 4,90              | 16,95                   | 16,76   | 19,40                 | 18,25   |
| <b>TOTAL</b>                          |                   |                         |         |                       |         |
| <i>Media simple</i> .....             | 5,26              | 21,58                   | 21,15   | 23,52                 | 22,41   |

(Continuación) 4  
Situación al día 30 de abril de 2000

| CAJAS                                  | Tipo preferencial | Descubiertos en c/c (a) |         | Excedidos cta/cto (b) |         |
|--|-------------------|-------------------------|---------|-----------------------|---------|
|  |                   | Efectivo                | Nominal | Efectivo              | Nominal |
| ASTURIAS.....                          | 5,00              | 24,98                   | 22,00   | 23,88                 | 22,00   |
| ÁVILA.....                             | 4,50              | 27,44                   | —       | 27,44                 | —       |
| BADAJOS.....                           | 4,00              | 18,70                   | —       | 19,25                 | 18,00   |
| BALEARES.....                          | 4,90              | 20,39                   | —       | 26,24                 | —       |
| BILBAO BIZKAIA KUTXA.....              | 5,25              | 20,40                   | 19,00   | 20,40                 | 19,00   |
| BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS.....   | 5,11              | 10,56                   | —       | 15,87                 | —       |
| BURGOS MUNICIPAL.....                  | 4,50              | 10,60                   | 10,33   | 15,87                 | 15,00   |
| CANARIAS GENERAL.....                  | 5,88              | 17,00                   | —       | —                     | (8,00)  |
| CANARIAS INSULAR.....                  | 7,00              | 27,44                   | 25,00   | 19,82                 | 18,50   |
| CARLET.....                            | 4,59              | 13,65                   | —       | 19,25                 | —       |
| CASTILLA-LA MANCHA.....                | 4,50              | 23,30                   | —       | 23,30                 | —       |
| CATALUNYA.....                         | 5,50              | 22,50                   | 20,82   | 22,50                 | 20,82   |
| CECA.....                              | 6,50              | 10,25                   | 10,00   | —                     | (2,00)  |
| COLONYA-POLLENSA.....                  | 5,92              | 24,32                   | 23,00   | 25,06                 | 23,00   |
| CÓRDOBA.....                           | 5,50              | 25,59                   | 23,00   | 25,06                 | 23,00   |
| ESPAÑA DE INVERSIONES.....             | 3,29              | 23,21                   | —       | (6,14)                | —       |
| EXTREMADURA.....                       | 4,07              | 10,60                   | 10,20   | 10,60                 | 10,20   |
| GALICIA.....                           | 3,75              | 29,97                   | 26,50   | 29,97                 | 26,50   |
| GIRONA.....                            | 4,00              | 18,75                   | —       | 18,75                 | —       |
| GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN.....          | 5,25              | 18,68                   | 17,25   | 18,68                 | 17,25   |
| GRANADA GENERAL.....                   | 4,75              | 21,00                   | 20,00   | 21,55                 | 20,00   |
| GUADALAJARA.....                       | 5,75              | 24,44                   | —       | 18,11                 | —       |
| HUELVA Y SEVILLA.....                  | 5,00              | 22,48                   | 20,45   | 18,75                 | 17,31   |
| INMACULADA DE ARAGÓN.....              | 5,35              | 26,82                   | —       | 26,25                 | —       |
| JAÉN.....                              | 5,00              | 26,56                   | —       | 27,44                 | —       |
| LAIETANA.....                          | 4,00              | 23,88                   | 22,00   | 23,88                 | 22,00   |
| MADRID.....                            | 4,50              | 22,50                   | 20,82   | (12,55)               | (12,00) |
| MANLLEU.....                           | 3,75              | 19,75                   | —       | 19,75                 | —       |
| MANRESA.....                           | 6,25              | 10,62                   | 10,14   | —                     | (5,00)  |
| MEDITERRÁNEO.....                      | 5,00              | 27,44                   | 25,00   | 27,44                 | 25,00   |
| MURCIA.....                            | 5,00              | 18,75                   | 17,56   | —                     | (6,00)  |
| NAVARRA.....                           | 5,00              | 18,27                   | 17,50   | 18,68                 | 17,50   |
| ONTINYENT.....                         | 5,88              | 19,50                   | 17,95   | 19,50                 | 18,22   |
| PENEDÉS.....                           | 3,29              | 22,13                   | —       | —                     | (10,00) |
| PENSIONES DE BARCELONA.....            | 5,75              | 33,18                   | 29,00   | 22,13                 | 20,50   |
| PONTEVEDRA.....                        | 4,50              | 26,56                   | —       | 27,44                 | —       |
| RIOJA.....                             | 5,00              | 19,25                   | 18,00   | 19,25                 | 18,00   |
| SABADELL.....                          | 5,25              | 21,26                   | 19,75   | 21,26                 | 19,75   |
| SALAMANCA Y SORIA.....                 | 4,00              | 13,75                   | —       | 13,75                 | —       |
| SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ.....     | 7,25              | 22,50                   | —       | —                     | (5,00)  |
| SANTANDER Y CANTABRIA.....             | 4,75              | 28,07                   | 25,00   | (6,17)                | (6,00)  |
| SEGOVIA.....                           | 4,50              | 18,75                   | —       | 18,75                 | —       |
| TARRAGONA.....                         | 5,75              | 20,44                   | 18,75   | 20,11                 | 18,75   |
| TERRASSA.....                          | 4,44              | 14,93                   | —       | 14,93                 | —       |
| UNICAJA.....                           | 5,00              | 27,44                   | 25,00   | 27,44                 | 25,00   |
| VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE.....    | 3,27              | 28,07                   | 25,00   | 28,07                 | 25,00   |
| VIGO E OURENSE.....                    | 4,50              | 22,50                   | 21,35   | 22,50                 | 20,81   |
| VITORIA Y ÁLAVA.....                   | 5,75              | 18,74                   | 17,94   | 18,74                 | 17,55   |
| ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA..... | 5,87              | 10,62                   | —       | 24,00                 | —       |
| <b>TOTAL</b>                           |                   |                         |         |                       |         |
| <i>Media simple</i> .....              | 4,96              | 20,99                   | 19,94   | 21,54                 | 19,95   |

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

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

---

## CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

### CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

| CIRCULARES             | CONTENIDO  | PUBLICACIÓN<br>EN EL «BOE» |
|------------------------|--|----------------------------|
| 2/2000, de 28 de marzo | Entidades miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Sistema Nacional de Intercambios. Medios de comunicación. | 11 de abril de 2000        |

---

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 14 de abril y el 19 de mayo de 2000

| <i>Código</i>                                  | <i>Nombre</i>  | <i>Fecha</i> | <i>Concepto</i>  |
|--|--|--------------|--|
| <b>BANCOS</b>                                  |  |              |  |
| 0223   | BANCA BARCELONESA DE FINANCIACIÓN, S.A.                          | 05.05.2000   | CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK, S.A.                  |
| 0056   | BANCA JOVER, S.A.  | 11.05.2000   | BAJA POR CESIÓN GLOBAL DEL ACTIVO Y PASIVO A CAJA DE AHORROS Y M.P. DE MADRID (2038).  |
| <b>ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO</b> |  |              |  |
| 8801   | GESTIÓN DE TARJETAS, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A. | 08.05.2000   | BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR HISPAMER SERVICIOS FINANCIEROS, E.F.C., S.A. (8236). |

| <i>Nombre</i>   | <i>Fecha recepción comunicación</i> | <i>Concepto</i>                       |
|---|-------------------------------------|---------------------------------------|
| <b>ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE)</b> |                                     |                                       |
| LGT BANK IN LIECHTENSTEIN (IRELAND) LIMITED   | 12.04.2000                          | ALTA.<br>PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.     |
| MARKS & SPENCER FINANCIAL SERVICES LTD (MSFS)   | 12.04.2000                          | ALTA.<br>PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO. |
| BANK FOR EUROPE LTD.  | 13.04.2000                          | ALTA.<br>PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.  |

| <i>Código</i>  | <i>Nombre</i>                   | <i>Concepto</i>  |
|--|---------------------------------|--|
| <b>OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS</b>            |                                 |  |
| 1137   | BANQUE CENTRALE POPULAIRE       | 08.05.2000 CAMBIO DE DOMICILIO A CALLE VELÁZQUEZ, 34 (PL. 1).-28001 MADRID.  |
| <b>ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS</b> |                                 |  |
| 1723   | CHANGE CENTER, SOCIEDAD ANÓNIMA | 12.05.2000 ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ESPAÑA, PARCELA 63 (URB. TORREQUEBRADA).-29630 BENALMÁDENA-COSTA (MÁLAGA). |



---

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales  
Variaciones producidas entre el 14 de abril y el 19 de mayo de 2000

---

| <i>Código</i>  | <i>Nombre</i>   | <i>Concepto</i>              |
|--|---|------------------------------|
| <b>ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO</b>                     |   |                              |
| 8309   | VOLVO CAR FINANCE ESPAÑA,<br>ESTABLECIMIENTO FINANCIERO<br>DE CRÉDITO, S.A. | CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS. |
| 8370   | FINANCIERAS AGRUPADAS,<br>ESTABLECIMIENTO FINANCIERO<br>DE CRÉDITO, S.A.    | ESCISIÓN.                    |
| <b>SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS</b> |   |                              |
| 0197   | BANCO ESPIRITO SANTO S.A.<br>SUCURSAL EN ESPAÑA.                            | ANUNCIADO SU CIERRE.         |
| <b>SOCIEDADES DE TASACIÓN</b>                                      |   |                              |
| 4348   | TASACIONES Y VALORACIONES<br>ASTURIANAS, S.A.                               | RENUNCIA.                    |
| 4458   | I-V TASACIONES, S.A.  | FUSIÓN.                      |

---

## PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

**Elena M<sup>a</sup> García Guerra**

### **LAS ACUÑACIONES DE MONEDA DE VELLÓN DURANTE EL REINADO DE FELIPE III**

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA, Nº 38

El libro tiene como objetivo examinar las masivas acuñaciones de moneda fraccionaria y las alteraciones coactivas de su valor, mediante el procedimiento del resello, que tuvieron lugar en Castilla durante el reinado de Felipe III (1598-1621), las cuales sirvieron para paliar el déficit crónico de la Hacienda Real castellana.

En concreto, a través del uso de la documentación generada por los Consejos de la Monarquía y los libros de cuentas custodiados en el Archivo General de Simancas, se estudian los debates previos a la ejecución de estas medidas, los problemas de tipo práctico que se suscitaron con su puesta en marcha en cada una de las nueve casas de moneda del reino, quiénes las hicieron posible, los rendimientos exactos obtenidos y cuáles fueron sus principales beneficiarios, para, posteriormente, analizar la recepción de estas medidas monetarias por parte de las oligarquías urbanas castellanas y su reacción ante ellas haciendo uso de la documentación generada por el organismo que las representaba: las Cortes.

**Alberto Cabrero**

### **SEASONAL ADJUSTMENT IN ECONOMIC TIME SERIES: THE EXPERIENCE OF THE BANCO DE ESPAÑA (WITH THE MODEL-BASED METHOD)**

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0002

El Banco de España, desde hace más de 20 años, ha venido utilizando series desestacionalizadas en el análisis económico y, más en concreto, en el seguimiento de las principales magnitudes monetarias y financieras. Este trabajo presenta la experiencia del Banco de España en este campo, describiendo los diversos aspectos metodológicos que llevan a un banco central a utilizar series desestacionalizadas en el seguimiento y análisis monetario. Asimismo, se describe y justifica el uso de un procedi-

miento como es el de extracción de señales basada en modelos ARIMA para llevar a cabo el ajuste estacional de las series económicas. Por último, se presenta un caso concreto de ajuste estacional utilizando esta metodología —el análisis de la estacionalidad del componente español del agregado M3 de la UEM—. Este caso práctico ilustra con detalle la forma en la que el Banco de España ha venido realizando regularmente, hasta 1999, sus ejercicios de desestacionalización de los agregados monetarios y crediticios.

**Luis Gordo Mora y Pablo Hernández de Cos**

### **EL SISTEMA DE FINANCIACIÓN AUTONÓMICA VIGENTE PARA EL PERÍODO 1997-2001**

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0003

La descentralización fiscal es uno de los rasgos distintivos de la actuación del sector público español en las últimas décadas. El proceso de descentralización ha consistido, básicamente, en un traspaso gradual de las competencias de gestión de determinados servicios desde el Estado a las CCAA, y en el desarrollo del sistema de financiación de estas competencias. Este trabajo se centra en este último aspecto, y describe el actual sistema de financiación de las CCAA, de régimen común y de régimen foral. Adicionalmente, se analiza la información disponible sobre los recursos de las CCAA. Esta información revela que la principal vía de financiación de las CCAA de régimen común son las transferencias procedentes de otras administraciones (Estado, Tesorería de la Seguridad Social y Unión Europea), que representan más del 70 % de sus recursos totales, mientras que los ingresos impositivos suponen algo menos del 25 %, aunque estos últimos experimentaron un fuerte incremento tras la reforma de 1997, como consecuencia, sobre todo, de la incorporación del tramo autonómico del IRPF para las CCAA de régimen común que aceptaron el nuevo modelo de financiación. Esta relación entre transferencias y recursos impositivos se invierte en la Comunidad Foral de Navarra y en la del País Vasco (incluyendo Diputaciones Forales, en este último caso).

Javier Andrés, Fernando Ballabriga y Javier Vallés

**MONETARY POLICY AND EXCHANGE RATE  
BEHAVIOR IN THE FISCAL THEORY OF THE PRICE  
LEVEL**

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 0004

La teoría fiscal de la determinación de los precios explora las consecuencias de políticas fiscales discrecionales sobre las variables macroeconómicas y, en especial, sobre las variables nominales. En concreto, esta teoría cuestiona la visión tradicional de que son los facto-

res monetarios los que determinan los niveles de precios y de tipo de cambio, y da una justificación a las restricciones fiscales en el contexto de una unión monetaria. El trabajo revisa los principales resultados de esta literatura y estudia los efectos de perturbaciones fiscales y monetarias en una economía abierta. El estudio también presta especial atención a la forma de resolver los problemas de indeterminación nominal cuando la política monetaria se instrumenta con movimientos en los tipos de interés de corto plazo.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES  
DEL BANCO DE ESPAÑA

## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

| 1998  | Mes     | Pág. | 1998   | Mes | Pág. |
|---|---------|------|--|-----|------|
| Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de la XXV edición de las Jornadas de Mercado Monetario  | Jun     | 7    | Las sociedades de tasación: actividad en 1997  | Nov | 57   |
| Evolución económica y financiera  | Jun     | 15   | ¿Son posibles las divergencias entre los países de la Unión Monetaria?   | Nov | 67   |
| Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1998  | Jun     | 27   | Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados | Dic | 5    |
| Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas   | Jun     | 41   | Evolución económica y financiera   | Dic | 11   |
| Una clasificación por riesgos de los fondos de inversión españoles  | Jun     | 49   | Resultados de las empresas no financieras en 1997 y hasta el tercer trimestre de 1998  | Dic | 25   |
| Expectativas sobre los tipos de interés: una estimación de su distribución  | Jun     | 57   | La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas   | Dic | 41   |
| Informe trimestral de la economía española  | Jul-Ago | 7    |  |     |      |
| Importancia de la caída de los tipos de interés en la revalorización reciente de las bolsas internacionales   | Jul-Ago | 55   | 1999   | Mes | Pág. |
| Un modelo de cambio de régimen para la tasa de inflación española   | Jul-Ago | 65   | Informe trimestral de la economía española   | Ene | 7    |
| Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 1997   | Jul-Ago | 69   | Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo                               | Ene | 53   |
| Regulación financiera: segundo trimestre de 1998  | Jul-Ago | 89   | Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998  | Ene | 61   |
| Evolución económica y financiera  | Sep     | 7    | Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>  | Ene | 101  |
| Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1998   | Sep     | 19   | Evolución reciente de la economía española   | Feb | 7    |
| Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el segundo trimestre de 1998   | Sep     | 31   | La evolución del empleo y del paro durante 1998  | Feb | 21   |
| Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1997  | Sep     | 37   | La economía latinoamericana en perspectiva   | Feb | 27   |
| Información sobre el número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1997   | Sep     | 45   | Evolución reciente de la economía española   | Mar | 7    |
| La controlabilidad de los agregados monetarios  | Sep     | 57   | Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio                        | Mar | 21   |
| Informe trimestral de la economía española  | Oct     | 7    | El ciclo económico en España y su relación con el europeo  | Mar | 33   |
| Perspectivas para la titulización de activos en España  | Oct     | 53   | Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo  | Mar | 39   |
| Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de lavado de cupón  | Oct     | 61   | Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España                          | Mar | 47   |
| El mercado de divisas en España, en 1998  | Oct     | 67   | Informe trimestral de la economía española   | Abr | 7    |
| Regulación financiera: tercer trimestre de 1998   | Oct     | 77   | Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español                             | Abr | 49   |
| Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria. Conferencia del Gobernador del Banco de España en la apertura del Encuentro Internacional sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española» | Nov     | 7    | El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra   | Abr | 57   |
| Evolución económica y financiera  | Nov     | 13   | La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998   | Abr | 63   |
| Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el tercer trimestre de 1998  | Nov     | 25   | Regulación financiera: primer trimestre de 1999  | Abr | 113  |
| La reforma de la Ley del Mercado de Valores y el mercado de deuda pública   | Nov     | 31   | Evolución reciente de la economía española   | May | 7    |
| Los nuevos estados contables de las entidades de crédito. Análisis de su información e implicaciones para el coeficiente de caja  | Nov     | 51   | Medidas de inflación subyacente  | May | 21   |
|   |         |      | El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales  | May | 29   |

| 1999  | Mes     | Pág. | 1999   | Mes  | Pág. |
|---|---------|------|--|------|------|
| Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales  | May     | 37   | La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro   | Nov  | 61   |
| Convocatoria extraordinaria de una beca para realizar un estudio sobre la contribución del Servicio de Estudios del Banco de España al conocimiento de la economía española | May     | 45   | Evolución reciente de la economía española   | Dic  | 9    |
| Evolución reciente de la economía española  | Jun     | 9    | Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM  | Dic  | 23   |
| Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999  | Jun     | 23   | Los mercados e intermediarios financieros españoles  | Dic  | 33   |
| La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999   | Jun     | 35   |  |      |      |
| Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM  | Jun     | 41   | 2000   | Mes  | Pág. |
| Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998   | Jun     | 49   | Informe trimestral de la economía española   | Ene  | 9    |
| Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998  | Jun     | 71   | ¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?  | Ene  | 55   |
| Informe trimestral de la economía española.   | Jul-Ago | 9    | Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999  | Ene  | 63   |
| Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma  | Jul-Ago | 55   | La reforma del sistema de provisiones de insolvencia   | Ene  | 79   |
| El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas  | Jul-Ago | 69   | Evolución reciente de la economía española   | Feb  | 9    |
| Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria  | Jul-Ago | 79   | La evolución del empleo y del paro durante 1999  | Feb  | 25   |
| La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países   | Jul-Ago | 83   | Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999  | Feb  | 33   |
| Las entidades de tasación: información estadística 1998   | Jul-Ago | 97   | La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros  | Feb  | 43   |
| Regulación financiera: segundo trimestre de 1999  | Jul-Ago | 105  | Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias  | Feb  | 57   |
| Evolución reciente de la economía española  | Sep     | 9    | Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE  | Feb  | 69   |
| Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999   | Sep     | 23   | Evolución reciente de la economía española   | Mar  | 9    |
| La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999  | Sep     | 35   | Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio  | Mar  | 23   |
| Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995   | Sep     | 41   | Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM   | Mar  | 35   |
| Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM   | Sep     | 55   | Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial  | Mar  | 41   |
| La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica   | Sep     | 65   | El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)  | Mar  | 47   |
| Informe trimestral de la economía española  | Oct     | 9    | Reflexiones sobre la situación económica internacional. Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI | Abr  | 9    |
| La política monetaria y la economía real  | Oct     | 55   | Informe trimestral de la economía española   | Abr  | 21   |
| Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español   | Oct     | 69   | La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria  | Abr  | 67   |
| Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998  | Oct     | 81   | La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999   | Abr  | 77   |
| Regulación financiera: tercer trimestre de 1999   | Oct     | 91   | Regulación financiera: primer trimestre de 2000  | Abr  | 135  |
| Evolución reciente de la economía española  | Nov     | 9    | Evolución reciente de la economía española   | Mayo | 9    |
| Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999  | Nov     | 23   | La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000  | Mayo | 23   |
| La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999   | Nov     | 39   | Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía  | Mayo | 31   |
| El sistema financiero español ante el «efecto 2000»   | Nov     | 45   | Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Series 1995-1999  | Mayo | 43   |
| Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras  | Nov     | 53   |  |      |      |



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

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

### Informe anual (ediciones en español e inglés):

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

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

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

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

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

### Central de Anotaciones en Cuenta:

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

### Boletín económico y Boletín estadístico (3):

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

### Economic bulletin (3):

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

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

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

### Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

### Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

### Boletín de anotaciones en cuenta (5):

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

### Circulares a entidades de crédito:

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

### Circulares del Banco de España. Recopilación:

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

### Publicaciones de la Central de Balances:

- *Monografía anual*:  
— España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.
- *Estudios de encargo*:  
— Precio según presupuesto adaptado a cada petición (6).
- *Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised)*:  
— España: consultar a la Central de Balances.

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

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

### Documentos de trabajo:

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

### Memoria del Servicio de Reclamaciones

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

### Ediciones varias (7).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.
- (2) Mediante solicitud previa se ofrece la posibilidad de recibir esta publicación en disquete en cualquiera de ambos idiomas, sin coste adicional.
- (3) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las ediciones en inglés del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (4) La suscripción al *Boletín estadístico* en disquetes incluye la información contenida en dicha publicación, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (5) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (6) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (7) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

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