

BOLETÍN ECONÓMICO

4/2005

BANCO DE ESPAÑA



**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red Internet
en la dirección <http://www.bde.es>**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2005
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INEM	Instituto Nacional de Empleo
BE	Banco de España	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BOE	Boletín Oficial del Estado	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	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CEM	Confederación Española de Mutualidades	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OBS	Obra Benéfico Social
CNE	Contabilidad Nacional de España	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OM	Orden Ministerial
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAA	Organismos Autónomos
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OOAAPP	Otras Administraciones Pùblicas
DGT	Dirección General de Tráfico	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OSR	Otros Sectores Residentes
EC	Entidades de Crédito	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB	Producto Interior Bruto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	PNB	Producto Nacional Bruto
EPA	Encuesta de población activa	RD	Real Decreto
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SME	Sistema Monetario Europeo
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	TAE	Tasa Anual Equivalente
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE	Unión Europea
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UEM	Unión Económica y Monetaria
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FSE	Fondo Social Europeo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNA	Variación Neta de Activos
ICO	Instituto de Crédito Oficial	VNP	Variación Neta de Pasivos
IFM	Instituciones Financieras Monetarias		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
CZ	Republika Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	CYP (libra chipriota)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	MTL (lira maltesa)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
SI	Eslovenia	SIT (tolar esloveno)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Instituto Nacional de Empleo
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Pùblicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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.
m€	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j	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.
M	Referido a datos anuales (1970 M) 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.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
-	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

BOLETÍN ECONÓMICO ABRIL 2005

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 23
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 28
- 4 La economía española 42
- 5 Evolución financiera 64

Inflación, productividad y márgenes sectoriales 77

- El sistema impositivo español y su comparación con el europeo 85

La recaudación impositiva en el último decenio 97

La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido 111

Evolución y retos de la economía china 135

Regulación financiera: primer trimestre de 2005 151

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Rasgos básicos

El Informe Trimestral de la Economía Española que se presenta en este Boletín se hace público en circunstancias especiales, debido al inminente cambio de base de la Contabilidad Nacional de España (CNE). El análisis se realiza a partir de las series disponibles de la base 1995, de manera que las estimaciones de las tasas de crecimiento trimestral del PIB y de sus principales componentes resultarán obsoletas una vez que se revisen las series actuales.

El Instituto Nacional de Estadística hará públicas las nuevas estimaciones de los principales agregados macroeconómicos correspondientes a la base 2000 de la CNE a lo largo del mes de mayo, de forma que el día 25 de ese mes, cuando publique la CNTR del primer trimestre de 2005, lo hará ya en la nueva base. Existe información suficiente para prever que la revisión de las series históricas de las variables macroeconómicas será muy significativa y afectará tanto a los niveles de los agregados como a los ritmos de crecimiento estimados, hasta ahora, para los últimos ejercicios. En efecto, se conocen ya las nuevas estimaciones de empleo y población de la EPA, que incorporan las proyecciones de población actualizadas a partir del censo 2001 y del padrón continuo —una estadística básica para la nueva CNE 2000, cuyos principales resultados se resumen en el recuadro 1—. La revisión al alza del crecimiento del empleo que suponen estas cifras es sustancial, de manera que, por ejemplo, el crecimiento del número de ocupados en 2004, que la EPA anterior situaba en el 2,5%, pasa a ser ahora del 3,9%. Cabe señalar, además, que la magnitud de las revisiones es creciente a lo largo del periodo 1996-2004, siendo especialmente relevantes a partir de 2002. Con estos datos, cabe esperar que la CNE base 2000 establezca un crecimiento del empleo —y, por lo tanto, del PIB— en los años más recientes significativamente más elevado que el disponible en la actual base 1995. Por otra parte, aunque es posible que el patrón cíclico del PIB, en términos de aceleraciones y desaceleraciones, se vea menos afectado que su nivel de crecimiento, no se puede descartar que también haya revisiones en este aspecto, que pueden ser más importantes en los períodos más recientes, pues se estiman, lógicamente, con menor precisión.

En estas condiciones, las estimaciones cuantitativas basadas en la proyección de la antigua base de la CNE tienen un mero valor orientativo de las principales tendencias y deben ser interpretadas teniendo en cuenta que previsiblemente serán revisadas al alza en las próximas semanas, cuando se publiquen las nuevas series.

Con estas cautelas, a partir de la información coyuntural disponible, se estima que la economía española ha iniciado el año 2005 creciendo a una tasa similar, aunque ligeramente más elevada, a la que registró a finales del año anterior, prolongando la tendencia de cierta recuperación observada en los meses finales de 2004 (véase gráfico 1). En concreto, el PIB habría crecido un 2,8% en tasa interanual, en términos de la serie de la CNE base 1995 (una tasa que en la nueva base será revisada al alza en cuantía similar a la que se revisen las tasas de los últimos trimestres de 2004). La demanda interna ha seguido pulsando con fuerza en este período, apoyada en el gasto de los hogares y en la inversión de las empresas, que ha mantenido la trayectoria de recuperación mostrada en la segunda mitad de 2004. No obstante, el drenaje ejercido por el sector exterior ha seguido siendo igual de intenso, en un contexto de elevada apreciación acumulada del euro, aunque el proceso de apreciación no haya continuado en los primeros meses del año. Desde la óptica de la oferta de la economía, aunque algunos indicadores de actividad han dado muestras de cierta flexión en el primer trimestre, las cifras de empleo siguen apuntando hacia un crecimiento vigoroso de la ocupación y al mantenimiento, por tanto, de un sólido ritmo de avance en sectores como la construcción y los

El Instituto Nacional de Estadística (INE) presentó el pasado 30 de marzo una revisión de las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA 2005) para el período 1996-2004, como resultado de la actualización de las proyecciones de población en las que se basa esta encuesta. Los nuevos datos implican un aumento considerable de la población total estimada por la EPA y, por lo tanto, de las cifras totales de activos, ocupados y parados. En este recuadro se resumen brevemente los cambios introducidos por el INE con ocasión de esta revisión y se comentan las implicaciones sobre la evolución de las principales magnitudes del mercado laboral. Por otra parte, el 29 de abril, el INE presentó estimaciones para el primer trimestre de 2005, en las que, además de los cambios señalados, ha incorporado otras modificaciones metodológicas, que, al no estar incluidas en las cifras anuales 1996-2004, no se comentan en este recuadro.

Las proyecciones de población constituyen la base de las encuestas que el INE dirige a los hogares. En este sentido, la disponibilidad de las cifras de población según el censo de 2001 y de las actualizaciones procedentes del Padrón Municipal de Habitantes —registros estadísticos que incorporan las transformaciones demográficas experimentadas por la economía española en los últimos años— ha llevado a revisar las estimaciones anteriores de la EPA (EPA 2002), todavía basadas en el Censo de Población de 1991. Con este fin, el INE ha procedido a reponer los datos muestrales de la encuesta, de manera que reflejen adecuadamente la evolución demográfica reciente y, en particular, el intenso crecimiento registrado en el último período por la población inmigrante. Para ello, se han recalculado los factores de elevación que se utilizan para transformar los resultados muestrales en datos poblacionales, a la vez que se ha introducido la variable nacionalidad en el proceso de calibrado de la muestra. Este último proceso se realiza para asegurar que la EPA refleje adecuadamente no solo la evolución de la población total sino también la estructura por edades, por zonas geográficas y, a partir de esta última revisión, por nacionalidades de los individuos. La introducción de la variable

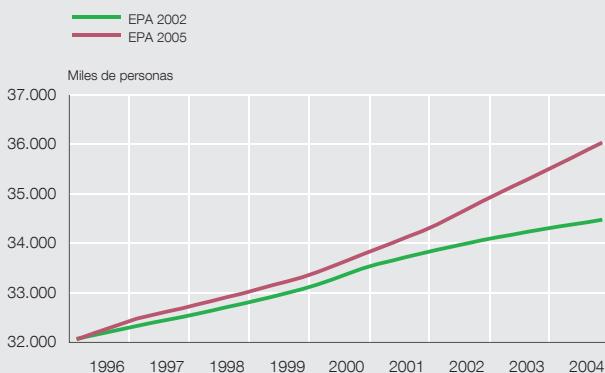
nacionalidad permite que la EPA estime con mayor precisión el comportamiento diferencial de la población inmigrante en el mercado de trabajo, en términos, por ejemplo, de su concentración en determinadas regiones, ocupaciones o sectores de actividad.

En el gráfico 1 se puede observar la magnitud de los cambios registrados tras esta revisión. Según los nuevos datos, la población mayor de 16 años contabilizada en el cuarto trimestre de 2004 superaba en 1.564.000 personas a la estimada previamente, como resultado de la importante revisión al alza de la población extranjera (1.515.900). El peso de la población extranjera sobre la población mayor de 16 años ha quedado situado en el 7,6% a finales de 2004 (frente al 3,5% que se estimaba previamente). El incremento de la población de base ha supuesto lógicamente revisiones importantes de los principales agregados del mercado de trabajo: activos, ocupados y desempleados. En cuanto a la población activa, los nuevos datos suponen la existencia de 1.116.900 personas activas más, de las que 964.700 se encuentran empleadas y 152.200 paradas. En términos relativos, el mayor número de inmigrantes en el mercado laboral se ha traducido en una tasa de actividad algo más elevada (0,7 pp), del 56,7%, una mayor tasa de ocupación, que se sitúa en el 50,8% (0,5 pp más), y una tasa de desempleo que se eleva ligeramente (0,2 pp), hasta el 10,6%. Por otra parte, el mayor incremento de la población se concentra en los cuatro últimos años, lo que se refleja en un mayor dinamismo de las principales magnitudes del mercado laboral también en ese período.

En el cuadro adjunto se comparan las tasas de crecimiento interanuales de las principales variables estimadas por la EPA 2002 y la EPA 2005. En él se puede observar que, con los nuevos datos, la población activa creció un 3,3% en 2004, 1,2 pp por encima del crecimiento estimado anteriormente, aunque manteniendo un perfil de moderada desaceleración. En promedio, el crecimiento medio anual de la población activa entre 2001 y 2004 se ha revisado al alza

COMPARACIÓN EPA 2005 Y EPA 2002

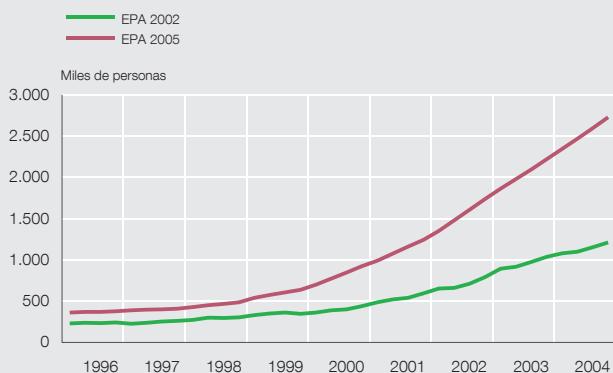
POBLACIÓN TOTAL EN EDAD DE TRABAJAR (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Más de 16 años.

POBLACIÓN EXTRANJERA EN EDAD DE TRABAJAR (a)



en 1 pp, hasta el 3,7%. La revisión del empleo ha sido de magnitud similar: en los últimos cuatro años, el crecimiento medio anual se ha elevado en 1,1 pp, hasta el 3,8%, y en el 2004 en 1,4 pp, hasta un 3,9%.

La composición sectorial del empleo se ha visto también afectada por la revisión, debido a la concentración del empleo inmigrante en determinados sectores de actividad (construcción y servicios, principalmente). Los empleados totales en la construcción a finales de 2004 se estiman en 237.100 más, y en 534.400 los empleados adicionales en los servicios, cifras que suponen revisiones al alza del 11,3% y del 4,8%, sobre el nivel anterior, respectivamente. En términos de la evolución reciente, el empleo creció un 7,2% en el sector de la construcción, en 2004, prácticamente el doble de lo estimado anteriormente (3,7%), mostrando además un perfil de aceleración respecto a 2003 que no se observaba antes. En los servicios, la tasa de crecimiento del empleo se ha incrementado en 0,9 pp, hasta el 4,5% en el período 2001-2004, con un impacto similar en los servicios de mercado (comercio y hostelería, principalmente) y en los de

no mercado (por la importancia del servicio doméstico). Finalmente, merece la pena mencionar que la composición del crecimiento del empleo según otras características del puesto de trabajo, como la duración del contrato o el tipo de ocupación, se ha visto también modificada con la publicación de las nuevas cifras de la EPA. Así, la creación de empleo en el período más reciente habría tenido un mayor contenido de empleo temporal y a tiempo parcial. En consecuencia, se estima que la ratio de temporalidad se ha situado en el 32,4% en 2004 (30,6%, según la EPA 2002) y la ratio de parcialidad, menos afectada por los cambios, en el 9,1% (8,9% estimado por la EPA 2002).

La evolución del desempleo se ha visto revisada en menor medida, aunque el crecimiento del número de parados fue algo superior en el bienio 2002-2003, según las nuevas cifras, y el descenso registrado en 2004 (del -1,3%), inferior al estimado previamente (-2,5%). En conjunto, de acuerdo con las nuevas estimaciones, la tasa de desempleo en 2004 es ligeramente superior (en 0,2 pp) a la estimada previamente.

COMPARACIÓN EPA 2005 Y EPA 2002

Tasas de variación interanual

	EPA 2002					EPA 2005				
	2001	2002	2003	2004	Media 2001-2004	2001	2002	2003	2004	Media 2001-2004
POBLACIÓN DE MÁS DE 16 AÑOS	1,1	0,8	0,7	0,6	0,8	1,4	1,6	1,7	1,7	1,6
POBLACIÓN ACTIVA (a)	3,1	3,0	2,6	2,0	2,7	3,5	4,1	4,0	3,3	3,7
EMPLEO	3,7	2,0	2,7	2,5	2,7	4,1	3,0	4,0	3,9	3,8
<i>Por ramas de actividad:</i>										
Agricultura (1)	0,7	-5,7	-2,0	-2,4	-2,3	1,6	-4,8	-0,5	-0,2	-1,0
Industria (2)	3,1	-0,4	-1,0	-0,8	0,2	3,1	0,4	0,3	0,3	1,0
Construcción (3)	7,8	3,4	3,7	3,7	4,7	8,9	5,5	6,1	7,2	6,9
Servicios	3,6	3,2	4,1	3,7	3,6	3,9	4,1	5,1	4,7	4,5
De mercado (4) (b)	3,3	2,2	3,5	4,0	3,3	3,6	3,3	4,5	4,9	4,1
De no mercado (b)	3,9	4,9	5,0	3,2	4,2	4,3	5,5	6,2	4,3	5,1
ECONOMÍA DE MERCADO (1 + 2 + 3 + 4)	3,7	1,0	2,0	2,3	2,2	4,1	2,2	3,3	3,8	3,3
DESEMPLEO (a)	-1,9	11,4	2,1	-2,5	2,3	-1,5	13,2	4,0	-1,3	3,6
<i>PRO MEMORIA (niveles en %):</i>										
Tasa de actividad (a) (c)	52,9	54,0	55,0	55,8	54,4	53,0	54,3	55,5	56,4	54,8
Ratio de temporalidad (d)	31,7	31,0	30,6	30,6	31,0	32,2	31,8	31,8	32,4	32,1
Ratio de parcialidad (d)	8,1	8,2	8,3	8,9	8,4	8,1	8,3	8,4	9,1	8,5
Tasa de paro (a) (e)	10,5	11,4	11,3	10,8	11,0	10,6	11,5	11,5	11,0	11,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Series enlazadas en el Servicio de Estudios por cambio de la definición operativa del desempleo en 2001.

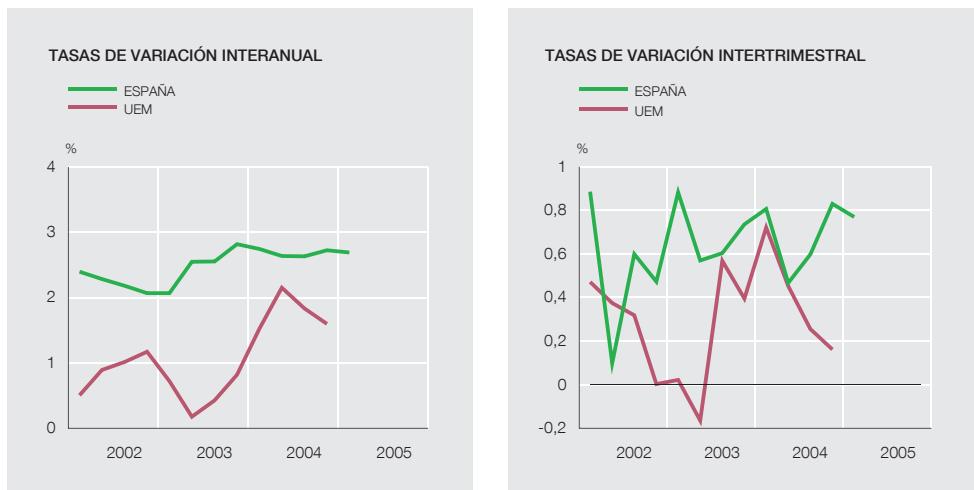
b. Servicios de mercado comprende las actividades de Comercio, Hostelería, Transportes, Intermediación financiera y Otros servicios de mercado.

Servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

c. En porcentaje de la población de más de 16 años.

d. En porcentaje de asalariados.

e. En porcentaje de la población activa.



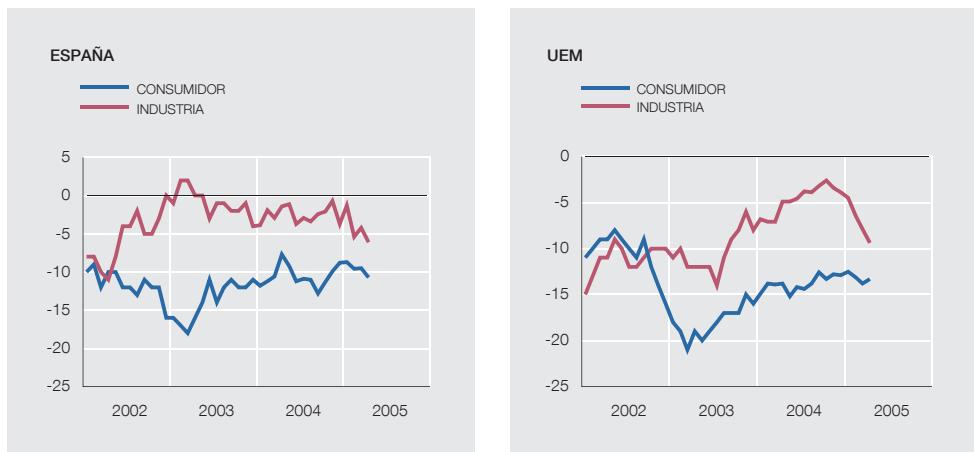
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

servicios. Los precios han repercutido el impacto derivado del encarecimiento adicional del petróleo, que se ha producido a partir de febrero, de forma que el IPC alcanzó una tasa de variación interanual del 3,4%, en el mes de marzo.

En el ámbito exterior, tras confirmarse la moderación del crecimiento global en la segunda mitad de 2004, la economía mundial ha iniciado el año 2005 con un ritmo de expansión más sostenible que el observado el año anterior, cuando se estima que creció por encima del 5%, en tanto que el comercio mundial lo hacía a tasas próximas al 10%. La contribución de las distintas áreas geográficas a esta desaceleración, que se ha producido en un contexto de políticas económicas algo menos acomodaticias que en el pasado, no ha sido, sin embargo, homogénea. Los países desarrollados —tanto Estados Unidos como Japón y la zona del euro—, aun manteniendo notables diferencias entre ellos, han visto ralentizarse su actividad, mientras que las economías emergentes —señaladamente, las de China y América Latina— no han modificado su elevado dinamismo. En cualquier caso, Estados Unidos y China siguen siendo los motores del crecimiento mundial. Las presiones inflacionistas se mantienen contenidas, en general, aunque en los principales países desarrollados se percibe la incidencia sobre los precios de consumo de la subida acumulada de los precios del petróleo, especialmente tras su reciente escalada, y en muchos países emergentes se han detectado asimismo tensiones en los precios. Los mercados financieros, por su parte, han mostrado un comportamiento estable, con niveles reducidos de los tipos de interés a largo plazo, que son especialmente llamativos en el caso de Estados Unidos, pues apenas han reaccionado a las subidas aplicadas y esperadas en los tipos a corto; en las bolsas de valores, el año se inició con subidas, aunque en las últimas semanas se ha producido un descenso generalizado de las cotizaciones.

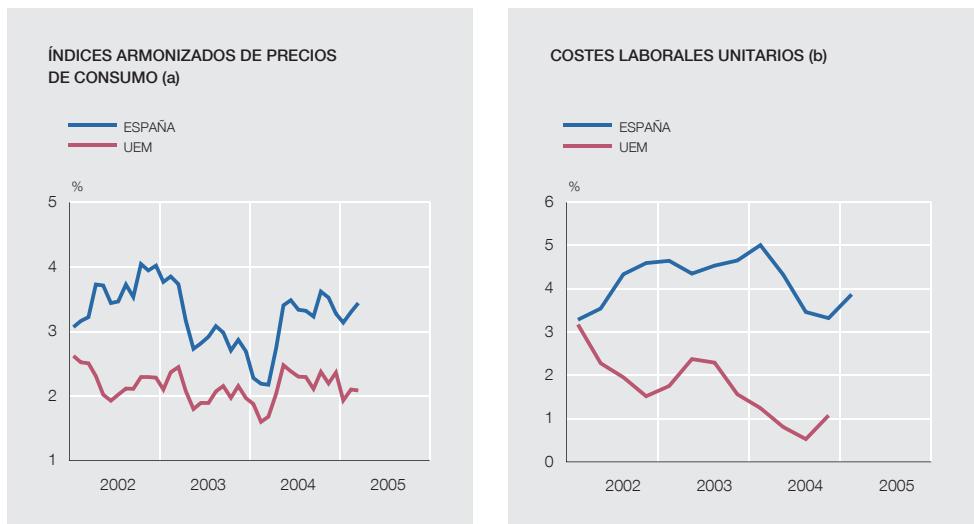
Las perspectivas para el conjunto de 2005 son de mantenimiento del crecimiento mundial en los niveles con los que comenzó el año, aunque no cabe descartar cierta desaceleración adicional, ligada al impacto del encarecimiento del petróleo. De hecho, se perciben ciertas discrepancias entre los organismos que elaboran previsiones sobre si, más allá de los próximos trimestres, es de esperar un nuevo repunte de la actividad o, por el contrario, la continuidad de un ritmo más moderado. En este sentido, los elementos de riesgo que rodean el panorama económico internacional siguen siendo importantes. El primero de ellos deriva del propio precio del petróleo, sobre todo tras las recientes subidas que se han incorporado con gran rapi-



dez a los mercados de futuros, cuyos precios permanecen por encima de los 50 dólares por barril de Brent, hasta el final del año. Existe una elevada incertidumbre sobre la posibilidad de subidas adicionales, que, sin duda, están ligadas a la fortaleza de la demanda, pero cuyos efectos potencialmente depresivos podrían ser más intensos en los países europeos. Por otra parte, los desequilibrios financieros globales y, en particular, las necesidades de financiación de Estados Unidos, lejos de corregirse, se han ampliado en los últimos meses. Esto favorecería una continua depreciación del dólar, sin que sea posible excluir que el ajuste suponga correcciones más fuertes, con subidas en los tipos de interés y cambios más marcados de los patrones de crecimiento entre las distintas áreas económicas, eventualidad que afectaría significativamente a los mercados de valores.

La economía de EEUU comenzó el año 2005 con notable fortaleza, aunque a partir del mes de marzo ha mostrado algunos síntomas de moderación, en términos de ventas y creación de empleo; no obstante, el crecimiento esperado para el conjunto del año está en torno al 3,5%. Por otra parte, se ha percibido un repunte de la tasa de inflación, que da mayor sustento a las expectativas de nuevas subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. En Asia, la economía japonesa ha confirmado su debilidad, lo que se ha reflejado en un drástico recorte de sus perspectivas de crecimiento para 2005, hasta tasas en el entorno del 1%. Todo lo contrario sucede con China, donde el precio del petróleo no ha tenido un impacto perceptible sobre la tasa de crecimiento y se espera un avance del 8,5% para este año, muy próximo al 9,5% alcanzado el pasado ejercicio, sin que las autoridades chinas muestren ninguna señal de modificar su política de tipo de cambio, anclado con el dólar. Por último, cabe señalar que las economías latinoamericanas mantienen un impulso significativo, en un contexto de diferenciales reducidos para la deuda soberana y bajas primas de riesgo, pese a su repunte a partir de marzo de 2005.

El cierre del año 2004 ha vuelto a poner de manifiesto la debilidad de los resortes internos de crecimiento que caracteriza a la economía de la zona del euro, en su conjunto. Sin el impulso de la demanda externa, que sostuvo el avance del gasto en el primer semestre, el crecimiento del PIB se redujo de forma marcada en la segunda mitad del año, hasta tasas intertrimestrales en torno al 0,2%, dando lugar a un crecimiento medio anual del 1,8%. La información disponible para los primeros meses de 2005, aunque compatible con una cierta recuperación del ritmo de actividad, arroja también algunas dudas sobre la consolidación definitiva de tasas de crecimiento más próximas al potencial. En particular, los indicadores de confianza han mostrado cierta flexión a la baja hasta el mes de abril (véase gráfico 2).



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

Algunos factores coyunturales ayudan a explicar estos resultados, como, por ejemplo, la apreciación acumulada del euro —que incidió, sin duda, en el empeoramiento del saldo exterior neto a partir del verano— o la pérdida de poder de compra ligada al encarecimiento del petróleo, que ha condicionado el avance del consumo. No obstante, existen también elementos más estructurales —como la reducida capacidad de generación de empleo o los escasos avances de la productividad—, que lastran la confianza de los agentes, entorpeciendo la plena transmisión a la economía de la zona de los impulsos expansivos que vienen del exterior y de las favorables condiciones financieras. En cualquier caso, se siguen apreciando divergencias de comportamiento notables entre los distintos países que integran la UEM, que en los últimos trimestres han tendido incluso a ampliarse: países como Alemania, Italia u Holanda han registrado retrocesos del PIB y, en algún caso, de la demanda interna, mientras que otras economías, como la francesa o la española, han mostrado ritmos de crecimiento elevados, apoyados en el gasto interior.

El bajo crecimiento de los países de la zona del euro ha favorecido la contención de las presiones de costes —y, en particular, de los salarios— en el área, limitando la incidencia inflacionista del encarecimiento del petróleo. De hecho, aunque la tasa de inflación se mantiene ligeramente por encima del 2% (véase gráfico 3), los precios de consumo no energéticos evolucionan sustancialmente por debajo de ese nivel, en torno al 1,5%. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE no ha apreciado la existencia de presiones inflacionistas significativas y ha mantenido los tipos de interés oficiales en los niveles históricamente bajos que se alcanzaron en junio de 2003. Por tanto, las condiciones monetarias en la zona continúan siendo propicias para un mayor empuje del gasto.

El lento crecimiento económico ha entorpecido el mantenimiento de posiciones presupuestarias saneadas en diversos Estados, de forma que, en general, el grado de cumplimiento de las reglas fiscales establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) sigue siendo bajo y sujeto a una importante pérdida de credibilidad. En este contexto, la reforma del PEC aprobada recientemente por el Consejo Europeo supone, por un lado, la introducción de una mayor racionalidad económica en las reglas del Pacto, lo que en principio debería favorecer su

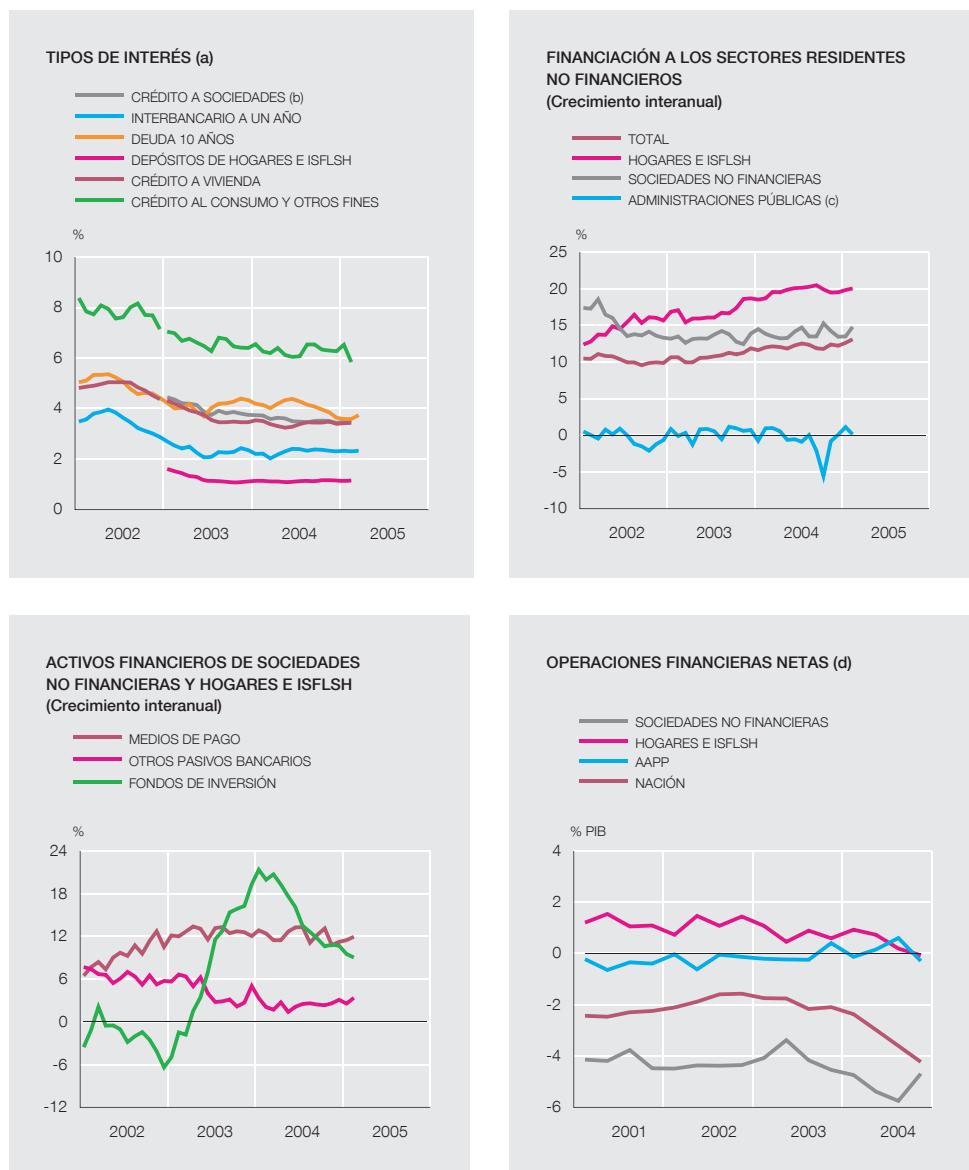
cumplimiento, pero también un menor automatismo, una mayor discrecionalidad y una menor transparencia en su aplicación, sin que simultáneamente se hayan reforzado los mecanismos de control. Por ello, es particularmente importante que los Gobiernos que han aprobado esta reforma cumplan los compromisos que han adquirido y ayuden con ello a restablecer la credibilidad del marco fiscal.

Por otra parte, el Consejo Europeo de marzo revisó también la estrategia de Lisboa, en la que se enmarcan los principales esfuerzos de los países de la UE para avanzar de forma coordinada en el terreno de las reformas estructurales, que son especialmente necesarias para salir del entorno actual de bajo crecimiento. La revisión ha facilitado una simplificación de los procedimientos y ha clarificado, en la dirección adecuada, el objetivo general de esta estrategia, que deberá enfocarse hacia el fomento del empleo y la productividad. No obstante, no se ha avanzado en la concreción cuantitativa de los objetivos y su cumplimiento sigue dependiendo, fundamentalmente, de la voluntad de los Estados miembros para acelerar las reformas.

Dentro de la zona del euro, la evolución de la economía española continúa diferenciándose, al mantener un ritmo de aumento del PIB más robusto que el del conjunto de la UEM. Como se aprecia en el gráfico 1, el diferencial de crecimiento tendió incluso a ampliarse en la segunda mitad de 2004. En el primer trimestre de 2005, período en el que se estima que el PIB avanzó a una tasa ligeramente más elevada que la del trimestre final de 2004 —un 2,8%, en términos de la CNE base 1995—, no se han apreciado cambios significativos en el patrón de crecimiento de la economía española. La holgura de las condiciones monetarias y financieras (véase gráfico 4), en un contexto de estabilidad de los tipos de interés y de notable revalorización de los activos inmobiliarios —los precios de la vivienda aumentaron un 17,4% en 2004, distanciándose de sus fundamentos de largo plazo— y la elevada capacidad de generación de empleo siguen dando sustento al crecimiento de la demanda interna. No obstante, los problemas de competitividad que manifiesta la economía en diversos frentes continúan lastrando también los resultados comerciales y alimentan el desequilibrio externo.

El gasto de los hogares experimentó en 2004 una aceleración importante, apoyado en las favorables condiciones que se acaban de mencionar. La información coyuntural indica que el consumo privado entró en el año actual con un impulso similar al experimentado al final de 2004, que, según las estimaciones de la CNTR en base 1995, se cerró con un crecimiento interanual del 3,5%. Aunque cabe esperar que la renta disponible de los hogares se desacelere moderadamente este año, al agotarse los efectos de la última reforma del IRPF, las expectativas de aumento de la renta, basadas en la creación de empleo, siguen siendo elevadas. Además, las ganancias de riqueza derivadas del buen comportamiento de los mercados de valores y, principalmente, del fuerte crecimiento de los precios inmobiliarios continúan ejerciendo un efecto expansivo sobre el gasto, favoreciendo el descenso de la tasa de ahorro. Por otra parte, estos mismos elementos explican, en su mayor parte, la evolución de la inversión residencial, que, según se desprende del aumento de las viviendas iniciadas en 2003 y 2004, se ha fortalecido a lo largo del pasado año, comenzando 2005 con un notable ritmo de avance. El intenso crecimiento del crédito a los hogares en el inicio de este año, con una nueva aceleración de los fondos destinados a la adquisición de vivienda, que aumentaron un 24% en el primer trimestre, confirma el sostenimiento del gasto e ilustra el tensionamiento adicional que ha sufrido la situación financiera del sector, cuya sensibilidad ante perturbaciones adversas de la renta o la riqueza se ha incrementado. En este sentido, tanto la ratio de endeudamiento como la carga financiera de las familias, ambas en porcentaje de la renta disponible, han aumentado adicionalmente.

La inversión en capital fijo, por su parte, ha comenzado el año 2005 prolongando la recuperación que mostró a lo largo del año pasado. Sobre la base del dinamismo que conserva la in-



FUENTE: Banco de España.

- Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.
- Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen.
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Datos acumulados de cuatro trimestres.

versión residencial, la construcción se está viendo impulsada, además, por la recuperación de la obra pública, una vez superado el intervalo de bajo nivel de obra licitada, en la primera parte de 2004. Por su parte, la inversión en equipo también ha dado muestras de cierto repunte adicional en los primeros meses de este año, tras su notable recuperación en el segundo semestre del ejercicio anterior, alcanzando ritmos de expansión de dos dígitos. El dinamismo de la inversión productiva de las empresas se fundamenta en el buen comportamiento de sus principales determinantes: las condiciones de financiación son favorables, la rentabilidad es elevada y, pese al aumento del endeudamiento, los indicadores de presión financiera han tendido a suavizarse. En estas circunstancias, las perspectivas de demanda constituyen el principal elemento que puede modular la intensidad del esfuerzo inversor. No obstante, otros factores, como la apreciación del tipo de cambio y, en general, las dificultades existentes en

el terreno de la competitividad, podrían también condicionar las decisiones empresariales, al presionar sobre los resultados de las empresas más abiertas a los intercambios con el exterior.

En este último aspecto, la información correspondiente a los primeros meses de 2005 viene a confirmar las pautas de comportamiento observadas en segunda mitad de 2004, período en el que la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se situó en torno a los 2 puntos porcentuales (pp). Las exportaciones de bienes han registrado un moderado descenso interanual en enero y febrero, que refuerza la desaceleración tendencial que ya venían mostrando, mientras que el comportamiento positivo de los indicadores de número de turistas que visitan España no se está trasladando totalmente a los ingresos, debido al recorte que experimentan los gastos por visitante. Las pérdidas de competitividad precio acumuladas en los dos años más recientes, una expansión del comercio mundial cuyo origen está alejado de los mercados a los que se dirigen tradicionalmente los productos españoles y otros aspectos de carácter más estructural, relacionados con el patrón de especialización comercial español, se han combinado en este progresivo deterioro de las ventas al exterior. Por su parte, las ganancias de competitividad de los productos extranjeros en el mercado interior, junto con la persistente expansión de la demanda interna, más intensa ahora en bienes de inversión, han determinado un crecimiento sostenido de las importaciones de bienes, que apenas se han moderado en relación con 2004; a ello cabe añadir el fortísimo incremento de los pagos por turismo de los residentes en el exterior. En conjunto, se estima que la aportación negativa del sector exterior al crecimiento en el primer trimestre se ha aproximado a la que tuvo en el trimestre anterior (-1,9 pp, en cifras de la CNTR base 1995).

Desde el punto de vista del valor añadido de la economía, en el primer trimestre de 2005 parece haberse confirmado una senda de avance moderado de la actividad en la industria, después de que la recuperación que experimentó durante buena parte de 2004 se detuviera en los meses finales de ese año, mientras que la actividad en los servicios de mercado mantiene también un tono relativamente contenido, a pesar de que la capacidad de generación de empleo de este sector sigue siendo muy elevada. En extremos apuestos se sitúan las ramas de la construcción y la agricultura, la primera caracterizada por su notable dinamismo y la segunda evidenciando una significativa contracción de su valor añadido. En las actuales circunstancias, la valoración de la evolución del empleo resulta especialmente compleja, debido al cambio en las cifras de la EPA que se mencionó al inicio de este Informe. Dentro de unos niveles de crecimiento notablemente superiores a las estimaciones de la CNTR base 1995, el perfil de los ocupados según las nuevas estimaciones de la Encuesta se asemeja al de las cifras de la Contabilidad en los últimos años, y marca también una suave recuperación en el trimestre final de 2004. En esta perspectiva, la información referida al primer trimestre de 2005, aun con las dificultades de interpretación derivadas de los cambios metodológicos introducidos, apunta hacia una recuperación adicional del empleo, de forma que la senda de reducidas ganancias de productividad se habría prolongado un trimestre más, sin grandes cambios.

En el terreno de los costes y la formación de precios, la negociación de los incrementos salariales para 2005 se está desarrollando según parámetros similares a los de años anteriores, al haberse renovado el Acuerdo Interconfederal correspondiente. Por tanto, no cabe esperar que el incremento pactado (situado en el 2,85%, con datos hasta marzo) se separe mucho del 3% alcanzado en 2004, aunque podría elevarse algo en función de la evolución de los precios de consumo. No obstante, sí se espera un mayor impacto de las cláusulas de salvaguarda —actualmente presentes en la gran mayoría de los convenios—, en comparación con el pasado año, que habría dado lugar a una cierta aceleración de la remuneración por asalariado al

comienzo de 2005. En definitiva, no cabe esperar una moderación significativa de los costes laborales, a pesar de que su ritmo de crecimiento se separa claramente del de la zona del euro (véase gráfico 3). En este contexto de presiones internas de costes, a las que cabe añadir las que se derivan del encarecimiento del petróleo, los precios de consumo de la economía española han experimentado un repunte en el inicio del año, alcanzando una tasa interanual de variación del 3,4% en el mes de marzo, tras finalizar 2004 en el 3,2%. Entre los distintos componentes, los que más se han encarecido, además de la energía y algunos alimentos, son los servicios, cuyos precios crecen cerca del 4%. Aunque cabe esperar que la inflación se modebre, en ausencia de nuevos impactos externos, el diferencial de inflación con la zona del euro podría permanecer por encima de 1 pp en los próximos meses.

El cierre de las cuentas públicas de 2004, con unos resultados más positivos que los previstos inicialmente, facilitados, sin duda, por la fortaleza del gasto interior y la elevada creación de empleo en la economía, han situado España como uno de los escasos Estados miembros que cumple con los compromisos asumidos en el PEC. El diseño de la política fiscal para 2005 permite esperar una incidencia menos expansiva sobre el gasto en este año y alcanzar un saldo público superavitario, al final del ejercicio, en línea de nuevo con los compromisos del PEC. La escasa información disponible para los primeros meses de 2005 está en línea con esta proyección.

En definitiva, las limitaciones de la información disponible ante el inminente cambio de base de la Contabilidad Nacional dificultan la elaboración de un diagnóstico concreto sobre la situación de la economía española al comienzo de 2005. No obstante, la información disponible sobre el primer trimestre del año indica que los rasgos básicos del patrón de crecimiento seguido en los últimos años por la economía española —a salvo de nuevos elementos que pudieran aportar las próximas cifras de la CNE base 2000— se han prolongado en este período. En particular, no se observan todavía signos claros de que los principales desequilibrios generados en la prolongada etapa de fuerte crecimiento hayan comenzado a corregirse. En este sentido, la necesidad de acometer reformas que faciliten una recuperación de las ganancias de productividad y permitan acotar las pérdidas de competitividad sigue apareciendo con claridad. La reciente aprobación del plan de dinamización de la economía y fomento de la productividad es un paso importante en esta dirección, que deberá verse complementado por una aplicación sistemática de las medidas aprobadas y una continuidad del esfuerzo reformador.

2 Entorno exterior del área del euro

La evolución económica internacional durante el primer cuatrimestre de 2005 vino marcada por un fuerte incremento en el precio del petróleo, hasta alcanzar los 54 dólares el barril de Brent a finales de abril, más de un 30% por encima del cierre de 2004, en un contexto de elevada volatilidad. Los principales factores explicativos son las revisiones al alza en las previsiones de demanda de crudo y, recientemente, la caída de los inventarios de crudo y productos refinados en EEUU.

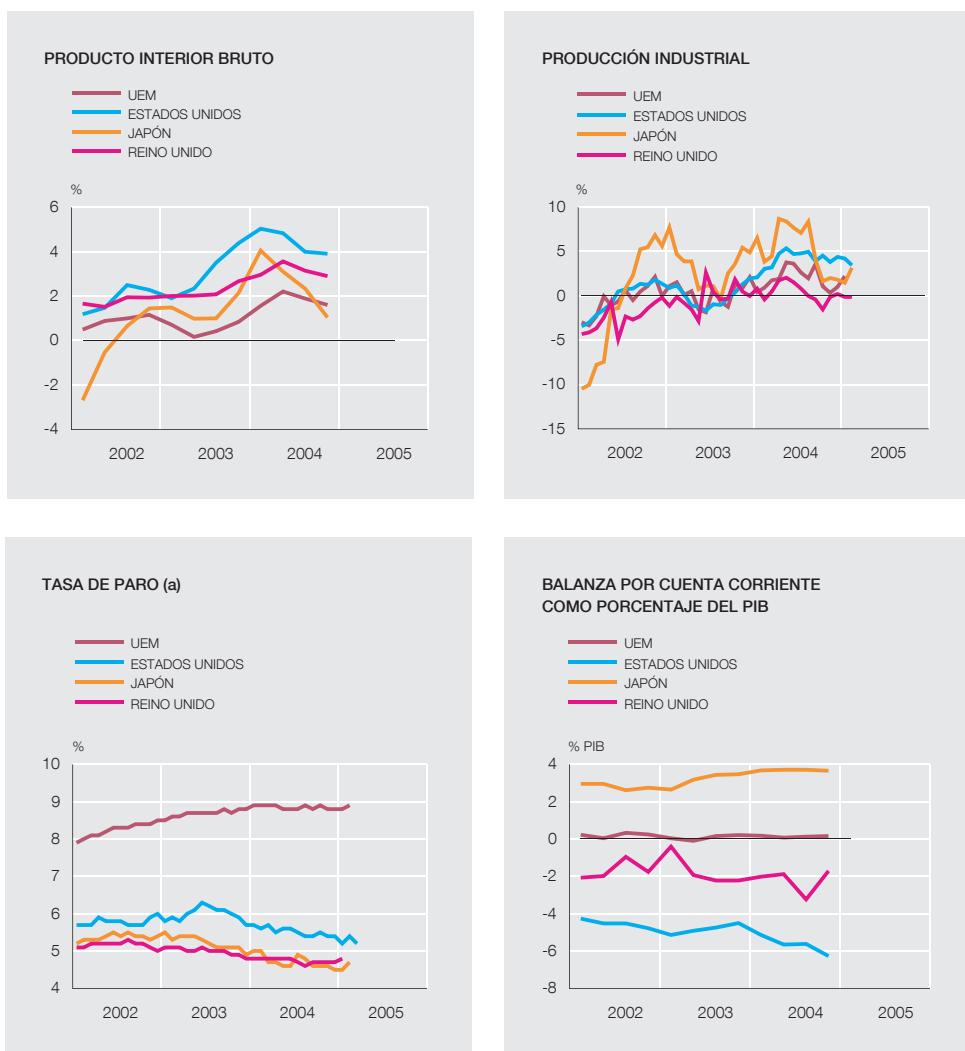
Otros hechos destacados durante este período en los mercados financieros internacionales fueron las oscilaciones del dólar frente al euro y los movimientos de los tipos de interés a largo plazo en EEUU. Así, tras un inicio de año en el que había recuperado parte de las pérdidas registradas a finales de 2004, el dólar tendió a depreciarse desde mediados de febrero, debido a la creciente sensibilidad de los mercados ante la ampliación de los desequilibrios globales, en particular el déficit exterior norteamericano, así como por las declaraciones de algunos bancos centrales asiáticos sobre una posible diversificación de monedas en la gestión de sus reservas internacionales. Este movimiento estuvo acompañado por un significativo incremento en los tipos de interés a largo plazo en EEUU, que no se extendió a los de la zona del euro o de Japón. Tras la elevación de los tipos de interés oficiales en EEUU, se produjo un cambio de tendencia, pues el dólar comenzó a apreciarse y los tipos de interés a largo a caer. En los últimos días de abril se ha intensificado esta tendencia, al tiempo que se han producido retrocesos significativos en las cotizaciones bursátiles y un incremento en los diferenciales de los bonos corporativos americanos de peor calificación crediticia, tras una evolución muy positiva en el pasado.

Por su parte, los mercados emergentes registraron a partir de mediados de marzo aumentos significativos en los diferenciales de la deuda soberana, acompañados por movimientos depreciantorios en los tipos de cambio frente al dólar y por pérdidas en las cotizaciones bursátiles. No obstante, en las últimas semanas tendió a mejorar este comportamiento, con una estabilización de los tipos de cambio y de los diferenciales de los bonos.

En *Estados Unidos*, cabe destacar el alto ritmo de crecimiento de la demanda interna y el deterioro adicional del desequilibrio exterior. La estimación final del crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2004 fue de un 3,8% en tasa trimestral anualizada, lo que situó el crecimiento para el conjunto del año en el 4,4%. No obstante, existen perspectivas de moderación en el ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2005, en parte asociadas a la fuerte elevación del precio del petróleo y a la revisión al alza de las expectativas de precios futuros del crudo, así como a la negativa contribución esperada del sector exterior. Además, los datos sobre empleo en marzo fueron relativamente pobres, con una pérdida de vigor significativa del ritmo de creación de empleo. También manifestaron cierta debilidad las ventas al por menor en marzo y los pedidos de bienes de capital en febrero, al tiempo que los indicadores de confianza del consumidor registraron retrocesos en lo que parece una tendencia bajista desde inicios de 2005. En cuanto a la evolución de los precios, el IPC creció en marzo un 0,6% (3,1% en tasa interanual) y un 0,4% el índice subyacente (2,4% en tasa interanual). Estos datos, peores que los esperados, muestran una aceleración de las presiones inflacionistas. Los precios de producción en marzo también se aceleraron ligeramente hasta el 4,9% (tasa interanual), frente al 4,7% anterior. Por su parte, el déficit comercial en febrero alcanzó un máximo histórico de 61 mm de dólares, solo en parte explicado por el incremento del precio del petróleo.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

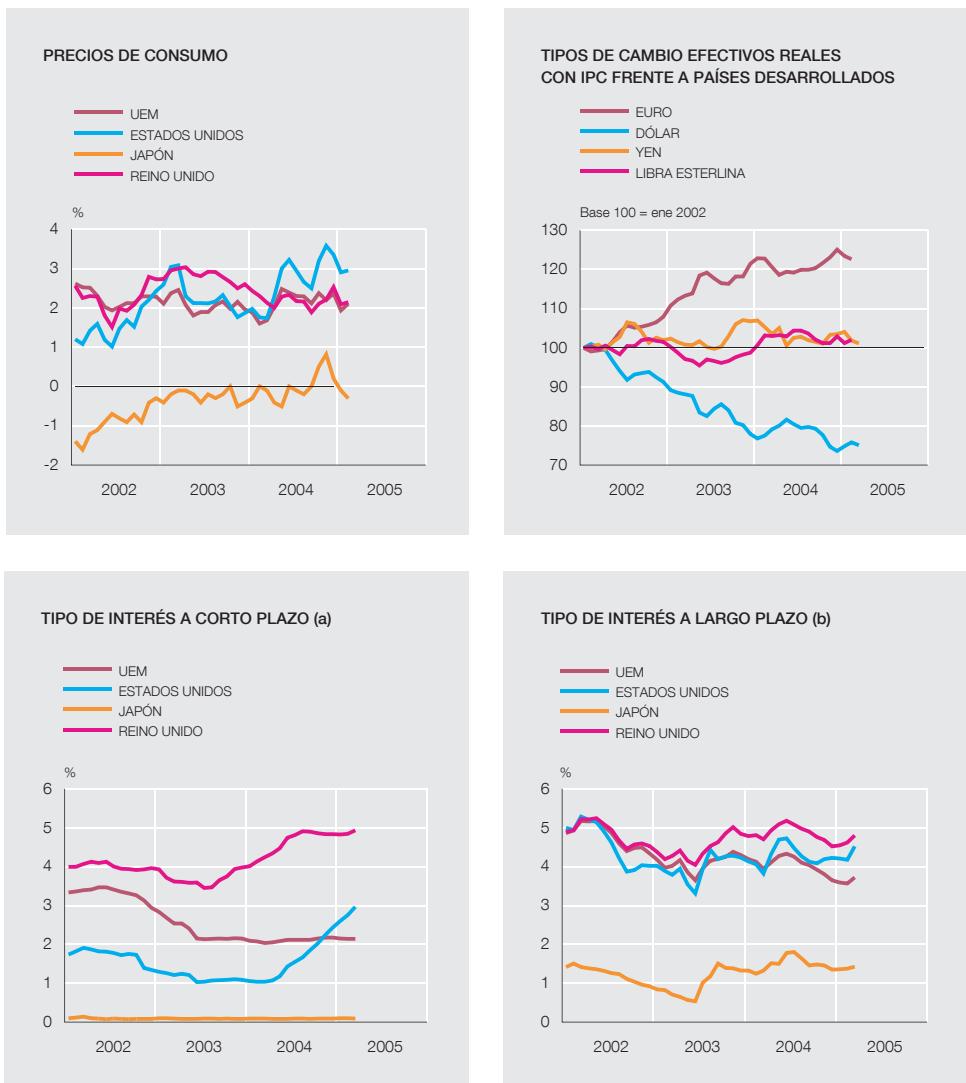


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Japón, los indicadores de actividad económica registraron en febrero un deterioro casi general, que supuso un claro revés frente a los indicios más positivos observados en enero. Así, la producción industrial, los índices sintéticos coincidente y adelantado, las ventas al por menor y el gasto de las familias registraron significativos retrocesos respecto al mes anterior. Además, la confianza de las grandes empresas del sector de manufacturas (según la encuesta trimestral Tankan) se deterioró fuertemente en el primer trimestre del año y el mercado de trabajo empeoró en febrero, con un menor crecimiento interanual de la creación de empleo y un aumento hasta el 4,7% de la tasa de paro. Por su parte, las presiones deflacionistas se acentuaron en febrero, con descensos de los precios al consumo del 0,3% en el índice general y del 0,4% en el índice subyacente (tasas interanuales).

En el Reino Unido, los indicadores de actividad disponibles, índice de gestores de compras y producción industrial, apuntan al mantenimiento del ritmo de crecimiento del último trimestre de 2004, que fue del 0,7% intertrimestral. Aunque también se han observado algunos datos relativamente débiles, como la desaceleración del consumo en el cuarto trimestre de 2004 y el inesperado incremento del número de desempleados en marzo, estos contrastan con el



FUENTE: Banco de España.

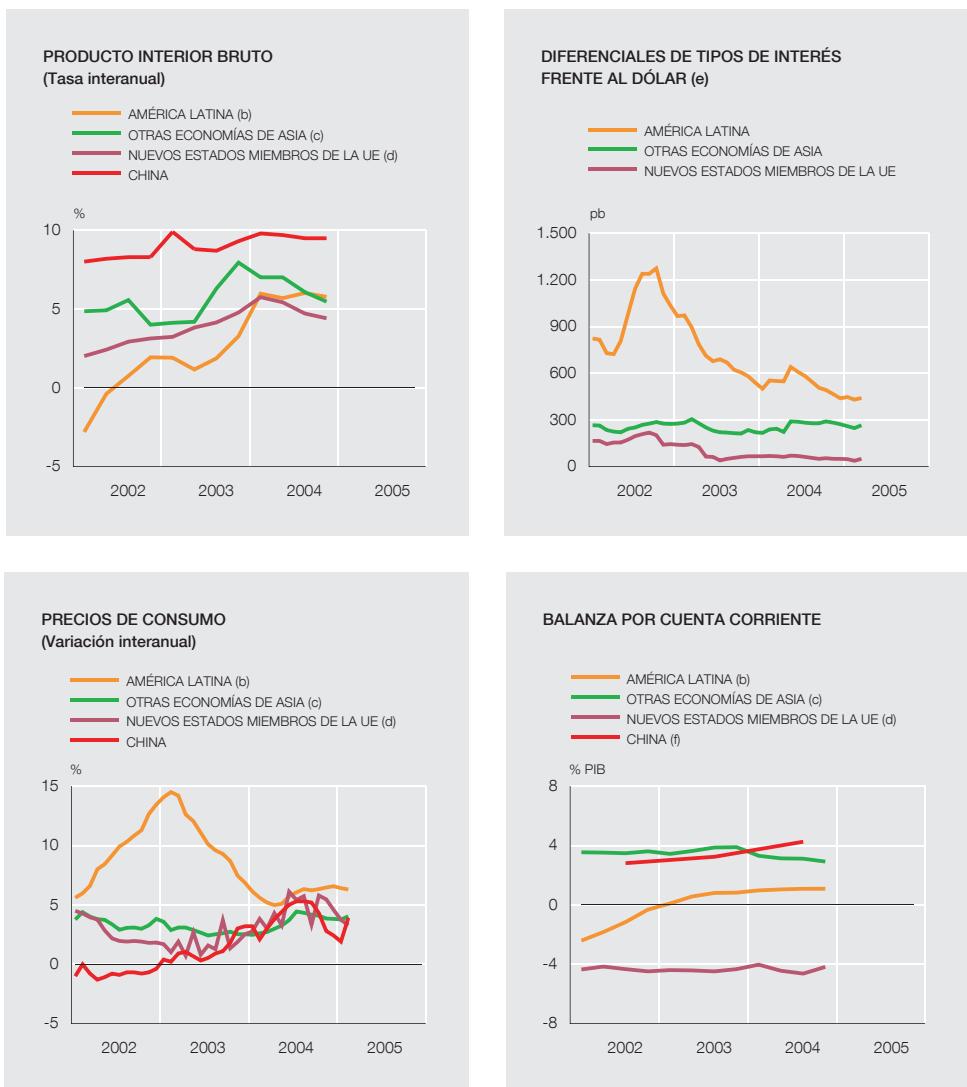
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

aumento de la tasa de empleo hasta el 7,5% (el nivel más alto desde 1975) o el mayor crecimiento de los salarios, en tres décimas, hasta el 4,7% interanual. Por su parte, los precios al consumo registraron en marzo un incremento interanual del 1,9%, frente al 1,6% anterior, y los precios de producción incrementaron una décima, hasta el 2,8%. El aspecto más positivo fue la desaceleración de los precios de la vivienda hasta tasas interanuales por debajo del 10% en marzo.

En los *nuevos Estados miembros de la UE*, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2004 se mantuvo robusto, aunque en algunos países fue ligeramente inferior al de trimestres anteriores, especialmente en Polonia y en los países Bálticos. La situación de las finanzas públicas parece haber mejorado en 2004, aunque desde niveles de déficit muy elevados, pues en cinco de los diez nuevos miembros siguen por encima del 3% del PIB. Los indicadores de actividad y consumo relativos al primer trimestre de 2005 apuntaron una cierta desaceleración en estos países, con tasas de crecimiento de la producción industrial, las exportaciones y las ventas al por menor más reducidas que el año anterior. En cuanto a los precios, se mantuvo la tendencia de moderación, en buena parte debido a las caídas de los precios de los alimentos,

ECONOMÍAS EMERGENTES:
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- Datos anuales.

por el efecto base que supuso la subida de impuestos indirectos del año pasado, para armonizarlos con los de la UE. Este contexto de buen comportamiento de la inflación, así como la fuerte apreciación de las principales monedas de la región en 2004, permitieron seguir reduciendo los tipos de interés oficiales en países como Hungría, Polonia, la República Checa y Eslovaquia. Por último, las monedas de los nuevos Estados miembros que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II), el tólar esloveno, la corona estona y el litas lituano, se mantuvieron estables en torno a su paridad central, sin tensiones significativas.

En las *principales economías emergentes de Asia*, destacó el fuerte crecimiento en China, cuyo PIB creció en el primer trimestre un 9,5% en tasa interanual, cifra idéntica a la del último trimestre de 2004. Este dato se vio favorecido por el dinamismo del comercio exterior, ya que

las exportaciones crecieron en los tres primeros meses de 2005 a una tasa del 35%, mientras que las importaciones lo hicieron en torno a un 12%. Por su parte, la producción industrial se desaceleró ligeramente en marzo (de 16,5% hasta 15,1%), al tiempo que se mantuvo la fortaleza de las ventas al por menor. En el resto de las principales economías del Sudeste de Asia prosiguió, asimismo, un ritmo de actividad robusto en los meses de enero y febrero. Es destacable la evolución de los mercados en la región, que tendió a ser más estable que la de otras áreas emergentes, sin que se apreciasen pérdidas significativas en los tipos de cambio o en las bolsas. Además, el deterioro de los diferenciales de los bonos se produjo con menor intensidad y con retraso respecto a otras regiones emergentes.

En *América Latina*, se alcanzó en 2004 un crecimiento del PIB del 5,9%, cifra muy similar a la tasa interanual del último trimestre. Además, en el primer trimestre de este año se ha mantenido la fortaleza de los indicadores de actividad, aunque se observa una cierta desaceleración de las exportaciones en la mayoría de los países. La evolución de los precios fue divergente entre países. Por un lado, en Argentina subió la inflación hasta el 9,1% en marzo, desde algo más del 6% a final del año pasado, y en Brasil se aceleró marginalmente en marzo, hasta el 7,5%, lo que propició la continuación del ciclo alcista de tipos de interés oficiales. Por otro lado, en México se observaron indicios de menores presiones inflacionistas, aunque la tasa interanual en marzo, de 4,4%, se mantiene por encima del rango objetivo del banco central. Los mercados financieros de la región mostraron un comportamiento volátil a partir de mediados de marzo, con incrementos pronunciados de los diferenciales soberanos y fuertes depreciaciones cambiarias, particularmente en Brasil. No obstante, en ambos aspectos el deterioro comenzó a revertirse a partir del 15 de abril.

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

La información disponible acerca de la evolución económica en el área del euro en los primeros meses de 2005 apunta a un moderado avance de la actividad, apoyado en el dinamismo de la demanda mundial y en la recuperación de la inversión en equipo, en un contexto de condiciones financieras expansivas. No obstante, la trayectoria vacilante que todavía muestran algunos indicadores económicos y el mantenimiento del precio del petróleo en niveles próximos a los 50 dólares por barril arrojan dudas sobre la incorporación del área a una senda de crecimiento sostenido en los trimestres siguientes. En cuanto a la evolución de los precios en los primeros meses del año, la tasa de crecimiento del IAPC ha descendido hasta el 2,1% en marzo. Esto es el resultado, sobre todo, de factores específicos, como la desaparición de los efectos de los aumentos de algunos precios administrados e impuestos indirectos acordados un año antes, aunque la moderación de los costes laborales y la fortaleza del tipo de cambio del euro también han podido contribuir a la reducción de las tensiones inflacionistas. En cualquier caso, la permanencia del precio del petróleo en niveles altos está retrasando la reducción de la inflación por debajo de la referencia del 2% contenida en la definición de estabilidad de precios del BCE.

La falta de dinamismo que experimenta el área del euro en términos de crecimiento, en un contexto en el que las condiciones financieras son muy favorables y la demanda exterior se mantiene vigorosa, subraya la necesidad de acometer reformas estructurales que aumenten la capacidad de crecimiento potencial de la economía europea. En este sentido, el Consejo Europeo del pasado mes de marzo propuso una actualización de la estrategia a seguir en los próximos años para agilizar la aplicación de reformas estructurales en el área del euro, cuyo contenido se desarrolla en el recuadro 2. Al mismo tiempo, el Consejo Europeo aprobó un conjunto de cambios en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de reforzar su racionalidad, sin afectar al grado de disciplina presupuestaria que debe imponer. Aunque los resultados alcanzados en ambos casos contienen algunos elementos positivos, no parecen señalar una mayor determinación de las autoridades europeas para afrontar los problemas estructurales y fortalecer la disciplina fiscal.

3.1 Evolución económica

Según la segunda estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM relativa al cuarto trimestre de 2004, el PIB del área del euro creció un 0,2% en términos intertrimestrales, tasa inferior en una décima de punto porcentual a la del trimestre anterior y por debajo del incremento registrado en la primera parte del año pasado (véase cuadro 1). En términos interanuales, el producto aumentó un 1,6%, de forma que en el conjunto del año 2004 experimentó una tasa de variación del 1,8% (véase gráfico 8). Por lo que se refiere a la composición del crecimiento, la demanda interna, excluidas las existencias, elevó su aportación al aumento del PIB hasta cinco décimas de punto porcentual en el cuarto trimestre, gracias a la significativa recuperación del consumo privado, tras la atonía registrada en los dos trimestres anteriores. La formación bruta de capital fijo siguió evolucionando en el último trimestre de 2004 a un ritmo relativamente robusto, del 0,6%, pues la menor pujanza de los bienes de equipo fue contrarrestada por un mayor dinamismo de la construcción. La aportación de la demanda exterior neta al producto fue negativa, aunque menos que el trimestre anterior, como consecuencia de una ralentización de las importaciones más acusada que la que experimentaron las exportaciones. Por último, la variación de existencias restó 0,2 puntos al crecimiento del PIB, después de la fuerte acumulación de inventarios que tuvo lugar en el trimestre precedente.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países del cuarto trimestre muestra una gran disparidad entre las tasas de crecimiento intertrimestral. Mientras que Alemania e Italia registraron

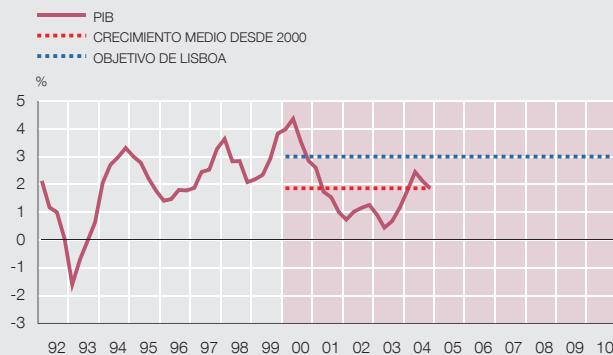
A la vista de los modestos resultados cosechados por la UE en términos de crecimiento económico y de creación de empleo en la década de los noventa, se fue fraguando un amplio consenso acerca de la necesidad de acometer reformas estructurales en los mercados de productos y de factores, y en los sistemas de protección social que fomentaran un entorno más propicio para la innovación, el empleo, el ahorro y la inversión. Este consenso se plasmó en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, que acordó promover un ambicioso programa de reformas, para transformar la UE en la «economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo». La estrategia estimaba que la aplicación de políticas orientadas a impulsar la productividad y a elevar la tasa de empleo permitiría lograr tasas medias de crecimiento del PIB del 3%.

Los objetivos de la denominada *Agenda de Lisboa* exigen medidas en áreas de política económica que son, sobre todo, competencia de los Estados miembros, por lo que se optó por abordar las reformas de una forma coordinada entre países. En un área geográfica con un nivel de integración elevado, esta coordinación se justifica porque las políticas realizadas por un país afectan al resto y porque un cierto impulso supranacional puede facilitar la adopción de las reformas, que normalmente tropieza a nivel nacional con la resistencia de los grupos de interés afectados y con la dificultad de que las autoridades afronten sus costes, pues estos son inmediatos, mientras que los

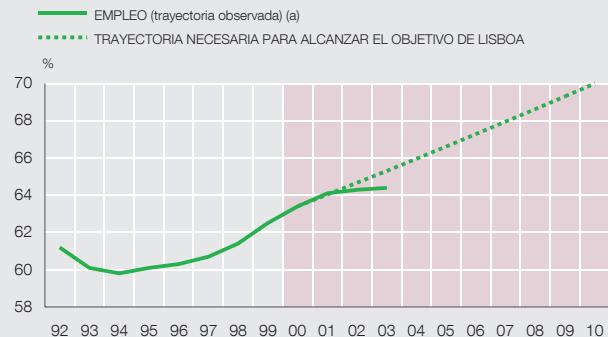
beneficios tienden a manifestarse a más largo plazo. En particular, se adoptó el llamado *método abierto de coordinación*, que suponía un mecanismo de cooperación voluntaria, que descansaba sobre la evaluación de los progresos alcanzados por cada Estado miembro con relación a un conjunto de indicadores estructurales (de carácter tanto cualitativo como cuantitativo), que guardan relación con los objetivos últimos. El Consejo Europeo acordó dedicar su reunión de primavera a la evaluación del avance hacia los objetivos, con lo que se aspiraba a que la presión colectiva de esa revisión anual fomentara la adopción de las reformas. En este contexto, el papel de la Comisión se circunscribía a la difusión de información acerca de los progresos realizados por cada Estado y a la actuación en sus áreas de competencia, en particular, los aspectos de la liberalización de los mercados de bienes y servicios relacionados con la culminación del mercado único.

Es difícil evaluar el impacto de la adopción de esta estrategia de reformas sobre los objetivos últimos, tanto porque no es posible conocer cuáles hubieran sido las políticas aplicadas en ausencia de la estrategia, como porque los efectos de las reformas pueden tardar en materializarse. No obstante, existe un amplio consenso en que los progresos realizados hasta la fecha han sido insuficientes. Como se observa en los gráficos, el crecimiento medio de la UE 15 desde la puesta en marcha de la estrategia se ha situado casi un punto porcentual por debajo del objetivo del 3%, lo que ha impedido reducir la

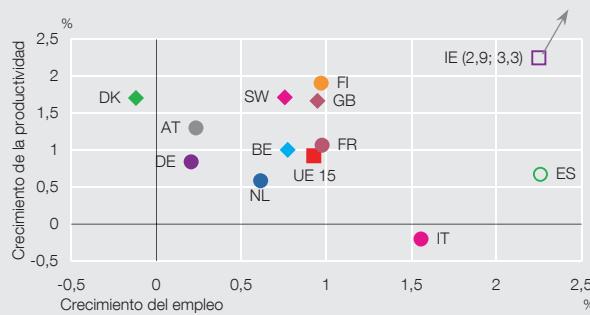
1. CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



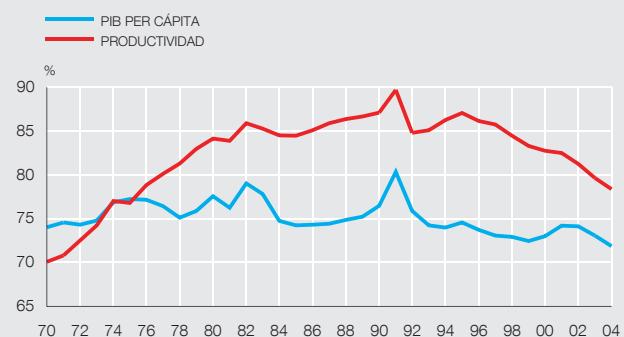
2. TASA DE EMPLEO



3. CRECIMIENTO INTERANUAL MEDIO DEL EMPLEO Y LA PRODUCTIVIDAD 2000-2004



4. PIB PER CÁPITA Y PRODUCTIVIDAD DE LA UE CON RESPECTO A EEUU



FUENTES: EUROSTAT y Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, Total Economy Database, enero 2005, <http://www.ggdc.net>.

a. A fecha de hoy aún no hay datos de 2004

brecha de PIB per cápita con respecto a Estados Unidos. El cierre de esta brecha requiere una aceleración tanto del aumento de la tasa de empleo como de la productividad del trabajo. En términos de la primera de estas variables se han registrado algunos avances, pero tanto el objetivo intermedio del 67% en 2005 como el objetivo del 70% en 2010 parecen lejanos. Además, en algunos países se detecta una relación inversa entre la tasa de empleo y los incrementos de la productividad del trabajo. Sin embargo, los ejemplos de Irlanda, Reino Unido y algunos países nórdicos muestran cómo es posible compatibilizar un crecimiento sólido de ambas magnitudes a través de políticas encaminadas a favorecer la creación y difusión de innovaciones y, en general, todas aquellas que permitan acelerar el crecimiento de la productividad total de los factores, lo que hace más evidente, si cabe, la necesidad de políticas orientadas a fomentar la sociedad del conocimiento.

El Consejo Europeo de marzo de 2005 ha examinado los resultados alcanzados en los cinco años transcurridos desde el lanzamiento de la estrategia de Lisboa, teniendo en cuenta un informe elaborado por un grupo de expertos encabezado por Wim Kok y una Comunicación de la Comisión Europea. Ambos documentos son bastante críticos sobre el estado de las reformas, atribuyendo el escaso impulso reformador a la ausencia de una delimitación clara de las prioridades en la estrategia, a una falta de coordinación de agentes y políticas y, por último, a un compromiso insuficiente por parte de los Estados miembros para llevar a cabo las reformas. El Consejo Europeo ha reafirmado la importancia de los objetivos de la Agenda de Lisboa, por lo que se proponen medidas para intensificar el ritmo de adopción de las reformas, simplificar la estrategia y facilitar su seguimiento y coordi-

nación. Así, la nueva estrategia se centrará en la dimensión económica y, dentro de esta, en las áreas con un impacto mayor sobre el empleo y la productividad. Para acrecentar el grado de compromiso de los Estados miembros con los objetivos, se establece que los Gobiernos deberán preparar *programas de acción nacional* antes del final de 2005, que deben ser objeto de debate con los agentes sociales para lograr el mayor consenso posible en torno a las reformas. Sin embargo, se han suavizado las exigencias a los Estados miembros respecto a plazos y objetivos concretos que sugerían tanto el Informe Kok como la Comisión Europea. De forma paralela, la Comisión Europea desempeñará un mayor papel en el diseño de las políticas y en el seguimiento de su aplicación, lo que, entre otros aspectos, se traducirá en la elaboración de un informe que recoja las medidas necesarias a nivel supranacional. Finalmente, con el fin de simplificar los actuales mecanismos de coordinación de políticas y lograr una valoración más integrada de los distintos procesos en marcha, se refundirán en un solo documento los actuales informes nacionales y de la Comisión sobre reformas en los mercados de bienes y de capitales, pensiones y cohesión social.

Aunque esta reformulación de la Agenda de Lisboa pretende acelerar el ritmo de reformas estructurales en la UE, resulta incierto hasta qué punto será suficiente para que los Gobiernos actúen de forma más decidida, dado que el Consejo Europeo ha adoptado un enfoque menos ambicioso que el inicialmente propuesto por los informes anteriores mencionados. A este respecto, la experiencia reciente sobre la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento siembra algunas dudas acerca de la firmeza de la voluntad de las autoridades nacionales en la puesta en marcha de las medidas necesarias.

una contracción del producto del -0,2% y -0,4%, respectivamente, en Francia y España el PIB se expandió con vigor, a ritmos del 0,9% y 0,8%. En los dos primeros, el consumo privado tuvo un comportamiento muy débil y en Italia, además, se observó una notable contracción de la inversión y de las exportaciones. En el segundo grupo de países, en cambio, tanto el consumo como la inversión mostraron bastante dinamismo.

Por ramas de producción, el menor crecimiento del valor añadido de la economía del área en el cuarto trimestre fue el resultado de la fuerte desaceleración de la industria, ya que se produjo una clara recuperación del valor añadido en la construcción y, en menor medida, en los servicios. En el mercado de trabajo se mantuvo un ritmo débil de creación de empleo, de manera que la tasa interanual se situó en el 0,7%, por lo que la variación interanual de la productividad aparente del trabajo disminuyó en medio punto respecto al trimestre precedente, hasta el 0,9%.

La evolución de los indicadores más recientes denota, en su conjunto, un ligero repunte del ritmo de expansión del PIB en el primer trimestre del año 2005. Por lo que se refiere a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial aumentó un 0,2% en enero y febrero respecto a la media del cuarto trimestre de 2004, y la tasa de variación interanual se situó en el 0,6% en febrero. Por su parte, los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de opinión relativos a las actividades de servicios y construcción mostraron, en media del

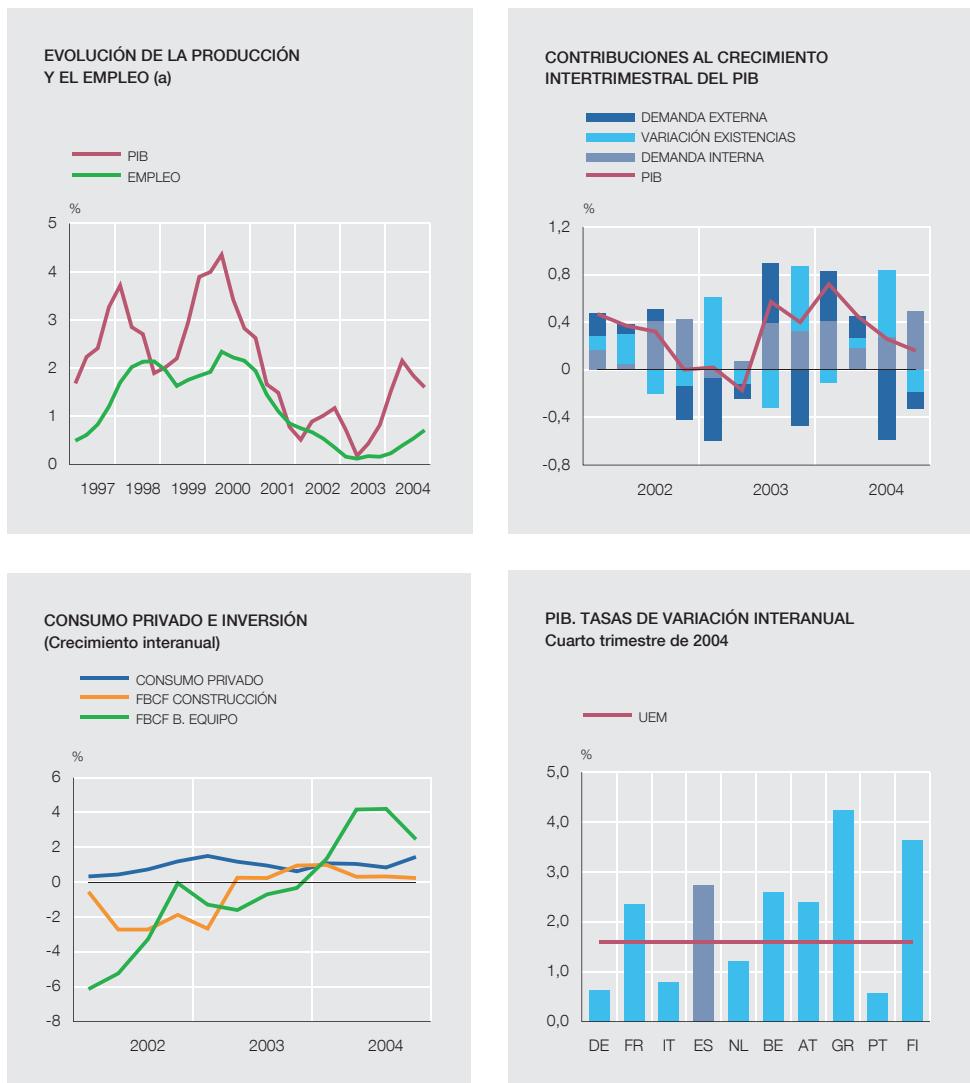
	2003		2004		2005		I TR (a)	II TR (b)
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR		
PIB								
Crecimiento interanual	0,4	0,8	1,5	2,2	1,8	1,6		
Crecimiento intertrimestral	0,6	0,4	0,7	0,5	0,3	0,2		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,2; 0,6)	(0,3; 0,7)
IPI (d)	-0,4	1,4	1,1	2,9	2,6	1,0	1,4	
Sentimiento económico	94,1	97,6	98,6	99,9	100,6	100,9	99,0	
Confianza industrial	-11,0	-8,0	-7,0	-5,0	-3,7	-3,3	-6,3	
PMI manufacturas	49,1	52,0	52,8	54,4	53,9	51,4	51,4	
Confianza servicios	5,3	10,7	11,3	11,7	12,0	11,0	10,7	
PMI servicios	51,9	56,7	56,0	55,2	54,4	52,9	53,1	
Tasa de paro	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	
Confianza consumidores	-17,3	-16,0	-14,3	-14,3	-13,7	-13,0	-13,3	
IAPC (d) (e)	2,2	2,0	1,7	2,4	2,1	2,4	2,1	
IPRI (d) (e)	0,9	0,9	0,4	2,4	3,3	3,6	4,2	
Precio del petróleo en \$ (e)	27,1	29,9	33,8	35,3	43,3	39,7	53,3	51,3
Préstamos al sector privado (d) (e)	4,9	5,5	5,3	6,0	6,5	7,1	7,6	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,2	4,4	4,2	4,4	4,2	3,8	3,7	3,6
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,09	-0,05	-0,11	0,28	0,14	0,36	0,67	0,87
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,165	1,263	1,222	1,216	1,241	1,362	1,296	1,297
Apreciación / Depreciación del euro (e)	11,1	20,4	-3,2	-3,8	-1,7	7,8	-4,8	-4,8
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	4,1	18,1	1,9	3,7	1,5	9,9	4,3	1,1

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
- b. Información disponible hasta el día 19 de abril de 2005.
- c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.
- d. Crecimiento interanual.
- e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

trimestre, niveles similares a los del cuarto trimestre de 2004. El índice de confianza de las encuestas de la Comisión Europea en la industria, sin embargo, experimentó un notable empeoramiento, discrepando de la evolución del indicador procedente de las encuestas de Reuters a los directores de compras referidas al sector manufacturero, que se mantuvo constante en el período analizado (véase cuadro 1). No obstante, tras la relativa estabilidad de los indicadores de confianza se esconde un deterioro gradual a lo largo del trimestre, especialmente marcado en marzo, lo que plantea dudas sobre la evolución de la actividad en los próximos meses.

Los indicadores disponibles por el lado de la demanda no muestran avances sustanciales en ningún agregado, aunque son coherentes con el mantenimiento de las tasas de crecimiento observadas del consumo privado y la inversión. Así, las ventas minoristas, que es el indicador mensual más correlacionado con el consumo privado, mejoraron en enero y febrero, y los indicadores de confianza de los consumidores y de los minoristas de la Comisión Europea permanecieron estables en los primeros meses del año (véase gráfico 9). Por el contrario, la matriculación de automóviles, que supone algo menos del 5% del consumo privado, empeoró de forma notable respecto al trimestre anterior. Aunque la información derivada de los indicadores de coyuntura es más imprecisa en el caso de la demanda de bienes de equipo, el deterioro en la valoración de los empresarios de sus carteras de pedidos podría señalar una cierta retención del dinamismo mostrado en trimestres anteriores por este componente de la inversión. Sin embargo, la evolución de otros indicadores también relacionados con esos bienes es más favorable. Así, el grado de utilización de la capacidad productiva se mantiene desde el

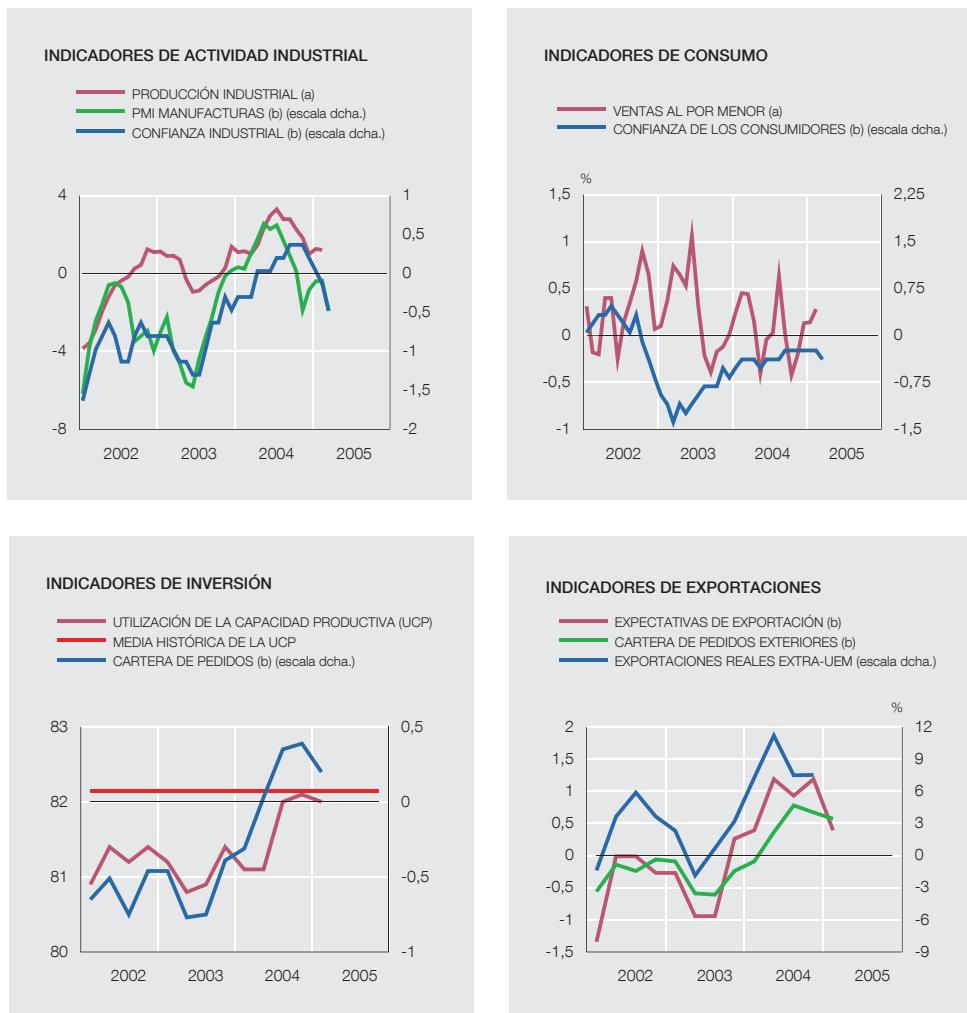


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

verano de 2004 en niveles superiores a los registrados en los trimestres precedentes y en línea con su valor medio histórico; a su vez, el crédito concedido a sociedades no financieras prolongó en los primeros meses del año la suave tendencia ascendente iniciada a mediados de 2004. En relación con las ventas al exterior, según la información provisional de Eurostat, las exportaciones dirigidas fuera del área valoradas en términos nominales mostraron en enero y febrero una evolución similar a la del trimestre previo. No obstante, la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior y las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la Comisión Europea empeoraron en relación con el cuarto trimestre de 2004. Finalmente, los indicadores de empleo en el primer trimestre provenientes de las encuestas de opinión y la tasa de paro hasta el mes de febrero mantienen una relativa estabilidad, por lo que es previsible que el avance de la ocupación prosiga a un ritmo relativamente débil.

En síntesis, parece probable que el producto del área continúe expandiéndose en el primer trimestre del año a un ritmo moderado, pero algo más alto que el observado en la última parte de 2004. Ello estaría en línea con el intervalo estimado por la Comisión Europea, que sitúa el incremento del PIB en el primer trimestre entre el 0,2% y el 0,6%. No obstante, a raíz del



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

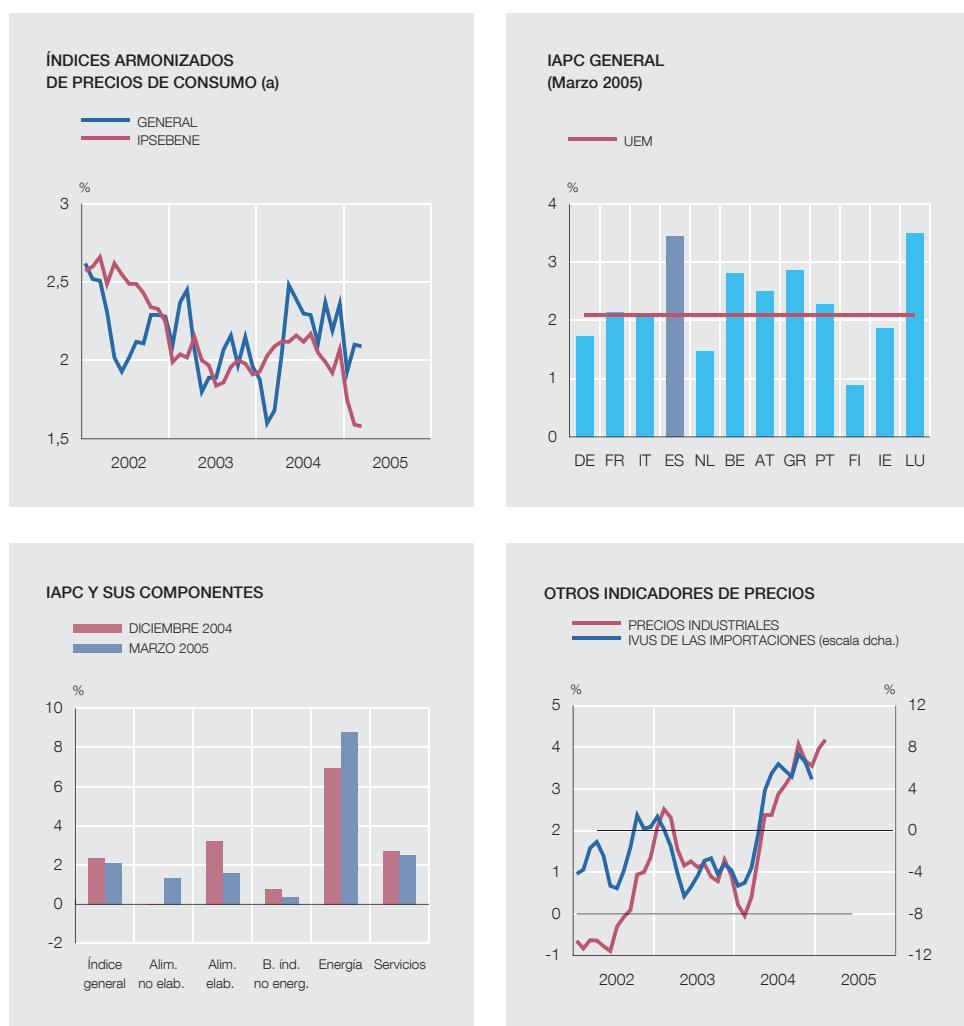
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Series normalizadas.

menor crecimiento registrado en la segunda mitad de 2004 y de la información tan poco definida de los indicadores de corto plazo, este organismo ha revisado cuatro décimas a la baja el crecimiento del producto esperado para el conjunto de 2005 respecto a la previsión que realizó en otoño de 2004, cifrándolo en un 1,6%.

En este sentido, el deterioro de los indicadores de confianza en marzo, la facilante trayectoria del gasto interno, la incertidumbre sobre el tipo de cambio del euro y la posibilidad de que los efectos de la apreciación acumulada todavía no se hayan manifestado completamente en los flujos de comercio, junto con el elevado precio que mantiene el petróleo, plantean dudas sobre el grado de fortaleza que va a exhibir la expansión económica del área en los próximos meses. Además de los efectos directos que supone el encarecimiento de un *input* de producción sobre la actividad de las economías, es posible que el aumento de los precios de la energía también esté afectando negativamente a la confianza de los agentes, retrasando o desanimando sus decisiones de gasto y reduciendo —a través de su impacto sobre la inflación— el poder adquisitivo de las rentas de las familias. No obstante, en un contexto en el que se mantienen condiciones financieras muy favorables y en el que los márgenes empresariales han crecido como consecuencia de la moderada evolución de los costes laborales unitarios,

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10

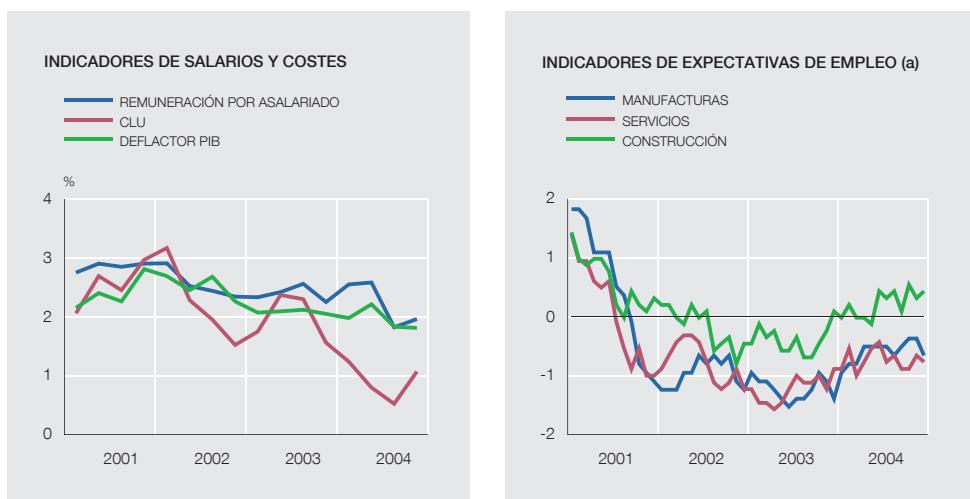


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001.

cabría esperar una mayor pujanza de la inversión y de la creación de empleo, que contribuiría a fortalecer el consumo de los hogares.

Desde diciembre de 2004, la inflación en el área del euro, medida en términos de la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), se ha desacelerado tres décimas de punto porcentual, hasta situarse en el mes de marzo en un 2,1% (véase gráfico 10). Esto se explica por la evolución de los alimentos elaborados, y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, debido a la desaparición de los efectos de base derivados de algunas medidas introducidas un año antes en determinados países, tales como la subida de los impuestos indirectos sobre el tabaco en Francia y en Alemania en enero y marzo de 2004, respectivamente, o la derivada de la reforma de la financiación de la sanidad en este último país. Por ello, el índice que agrupa los componentes más estables (el IPSEBENE) redujo su tasa de variación en cinco décimas a lo largo de los tres primeros meses del año, con lo que se situó en el 1,6% en marzo, que es el nivel más bajo alcanzado por este índice en los últimos cuatro años. Por su parte, los precios de los componentes más volátiles repuntaron en el primer trimestre, debido, en el caso de los alimentos no elaborados, a las condiciones meteorológicas adversas, mientras que el precio de la energía sufrió el im-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea.
Series normalizadas.

pacto de la escalada de la cotización del barril del petróleo. En lo concerniente a los precios industriales, la tasa de crecimiento interanual en febrero fue del 4,2%, siete décimas más que en diciembre de 2004, como resultado, en gran medida, del alza de los precios del crudo.

Desde el punto de vista de la formación de los precios interiores, en el cuarto trimestre de 2004 los costes laborales unitarios crecieron por debajo del deflactor del PIB, lo que supuso una nueva ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 11). A pesar del fuerte aumento de los precios de la energía, los riesgos inflacionarios no parecen elevados, dados el exceso de capacidad que presentan algunos países, la moderación salarial que se espera prosiga en los próximos meses a la luz del escaso dinamismo del mercado de trabajo, y la recuperación de los beneficios de las empresas, que favorece la transmisión limitada a precios de los costes de producción. Sin embargo, la posibilidad de que el precio del petróleo permanezca en los niveles actuales durante un período largo introduce un riesgo al alza en el curso futuro de los precios, ya que arroja alguna duda sobre si la evolución moderada de los salarios seguirá manteniéndose, lo que es clave para limitar los efectos de segunda vuelta sobre la inflación.

En el ámbito de la política fiscal, el Consejo Europeo de marzo acordó los contenidos de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, culminando así el proceso de discusión iniciado tras el verano del año pasado. En el recuadro 3 se detallan las modificaciones introducidas y se realiza una evaluación de sus posibles consecuencias. No obstante, tanto la descripción de las nuevas reglas como su valoración tienen un carácter tentativo, a falta de la concreción definitiva del acuerdo en una nueva redacción de los textos legales que conforman el Pacto.

En 2004, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de los países del área se situó en el 2,7% del PIB, esto es, una décima menos que en 2003. Esta pequeña mejoría fue posible gracias al descenso de los pagos por intereses, de forma que el superávit primario se mantuvo inalterado en el 0,6% del PIB. Cuando se ajusta por los efectos del ciclo económico, esta última magnitud tampoco registró apenas variaciones, por lo que cabe concluir que, en el pasado año, la política fiscal fue aproximadamente neutral en la UEM. Por países, el déficit superó el valor de referencia establecido en el Tratado en Grecia (6,1% del PIB) y

En el otoño de 2004, la Comisión Europea inició un proceso de revisión del marco institucional que gobierna las políticas fiscales de los Estados miembros del área del euro y del conjunto de la UE. Esta revisión, inspirada por la experiencia acumulada en la aplicación de las reglas hasta ahora existentes y, en particular, por los problemas institucionales surgidos en el curso de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos a Alemania y Francia, ha culminado con la ratificación en el Consejo Europeo de 22 y 23 de marzo del acuerdo alcanzado unos días antes por el Consejo ECOFIN para modificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En primer lugar, el texto aprobado postula una serie de acciones para estimular el compromiso institucional con la disciplina fiscal, lo que incluye la mejora de la fiabilidad de las estadísticas presupuestarias, el uso de previsiones macroeconómicas realistas en la elaboración de los programas de estabilidad, la puesta en marcha de reglas presupuestarias nacionales que complementen las disposiciones del Pacto y el compromiso de los Gobiernos entrantes con los objetivos presupuestarios de los Gobiernos salientes. Además, la reforma introduce una serie de cambios tanto en la parte del Pacto que se ocupa de fomentar el mantenimiento de políticas saneadas en coyunturas cíclicas favorables, a fin de limitar el riesgo de que se registre un grave deterioro presupuestario en la fase baja del ciclo (lo que se ha dado en llamar «brazo preventivo»), como en la parte que trata de la corrección de los déficit excesivos, «brazo correctivo». Así, en la vertiente preventiva se han decidido los siguientes cambios:

1. Definición del objetivo de medio plazo. Hasta ahora, se requería que cada Estado miembro mantuviera una posición próxima al equilibrio presupuestario, por término medio, a lo largo del ciclo económico. La reforma introduce objetivos de medio plazo diferenciados por países, que, en todo caso, deben proporcionar un margen de maniobra suficiente para evitar violaciones del límite de déficit del 3% del PIB. Así, los países con deuda reducida y elevado crecimiento potencial tendrán por objetivo de medio plazo un déficit ajustado por el ciclo y neto de medidas temporales del 1% del PIB. Para los países que se encuentren en la situación opuesta, este objetivo será un superávit o un saldo equilibrado. Además, en el futuro, en la definición de estos objetivos se tendrán en cuenta los pasivos implícitos (esto es, los derivados del coste presupuestario del envejecimiento de la población), una vez que el Consejo haya acordado una metodología que lo haga posible.
2. Senda de ajuste al objetivo de medio plazo. Por regla general, la mejora anual del saldo ajustado de ciclo y neto de medidas temporales deberá ser del 0,5% del PIB. No obstante, la velocidad de aproximación al objetivo deberá ser mayor en coyunturas cíclicas favorables, y viceversa.
3. Papel de las reformas estructurales en relación con los objetivos de medio plazo. Las reformas estructurales con efectos positivos claros sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo justificarán desviaciones transitorias respecto de los objetivos de medio plazo, así como un ritmo más lento de aproximación hacia ellos.

Por lo que hace referencia a la vertiente correctiva, las principales modificaciones son:

1. Clarificación de las circunstancias bajo las cuales un déficit que supera el valor de referencia por un estrecho margen y de manera transitoria puede ser considerado como «excepcional». Hasta la fecha se requería, como norma general, que el PIB descendiera al menos un 2% en un año dado. A partir de ahora será suficiente con que se registre una tasa negativa de aumento del producto.
2. Consideración de «otros factores relevantes» en los distintos pasos del procedimiento. Estos factores, que deberán ser tenidos en cuenta a la hora de valorar excesos transitorios y reducidos sobre el valor de referencia, incluirán, en particular, la tasa de crecimiento potencial, las condiciones cíclicas prevalecientes, la aplicación de reformas estructurales y de políticas para fomentar la innovación tecnológica, la inversión pública, los esfuerzos de consolidación en la fase alta del ciclo y el nivel de gasto en ayuda internacional y cualquier carga fiscal relacionada con el proceso de Unión Europea.
3. Reformas de los sistemas de pensiones. Los costes relacionados con la introducción de un sistema público de capitalización serán tenidos en cuenta al enjuiciar una situación de déficit excesivo.
4. Deuda pública. Se juzgará cualitativamente si un país con una ratio de deuda superior al 60% ha hecho suficientes progresos para su reducción.
5. Plazos para la corrección de un déficit excesivo. Por regla general, un déficit excesivo deberá corregirse en el año posterior a su identificación. Sin embargo, este plazo podrá alargarse un año en función de los otros factores relevantes antes enunciados y revisarse de nuevo posteriormente si tuvieran lugar acontecimientos adversos con un claro impacto presupuestario.

Un aspecto de las nuevas reglas que merece una valoración positiva es el aumento de la racionalidad económica sobre la que descansa el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que se manifiesta, en particular, en tres aspectos: en primer lugar, la diferenciación de los objetivos de medio plazo por países, así como el hecho de que se utilicen los saldos ajustados de ciclo netos de medidas temporales para valorar el cumplimiento con los objetivos y con la senda de ajuste hacia ellos; en segundo lugar, la relajación del requisito de que solo una caída del producto superior al 2% del PIB exima a un déficit transitoriamente por encima del 3% del PIB de la consideración de excesivo; y, finalmente, la posibilidad de que el plazo para la corrección de un déficit excesivo se alargue en el caso de que, tras haber tomado medidas efectivas, el país sufra una evolución económica desfavorable. Como contrapartida, la complejidad de las reglas es ahora mayor y su aplicación es menos automática, al incrementarse el número de factores que deben ser considerados tanto en la parte preventiva como en la correctiva y la capacidad discrecional del Consejo para enjuiciarlos. Como consecuencia, a partir de ahora será más difícil

asegurar una aplicación transparente de las nuevas normas y un tratamiento equitativo entre países.

Las modificaciones más preocupantes de las normas son las que atañen al procedimiento de déficit excesivo. En particular, la probabilidad de que un déficit mayor del 3% del PIB no sea juzgado como excesivo ha aumentado con la inclusión en el acuerdo de una larga lista de factores eximentes no plenamente determinados. Además, también es ahora mayor la posibilidad de que estos mismos factores puedan ser esgrimidos para justificar un alargamiento del plazo para la corrección del déficit excesivo. Solo el hecho de que, para la consideración de estos eximidos, el exceso debe ser transitorio y pequeño contribuye a mitigar los aspectos negativos de este aspecto del acuerdo. Adicionalmente, aunque el mayor peso otorgado a las consideraciones relativas a la ratio de deuda y a la sostenibilidad de las finanzas públicas constituye un aspecto positivo de la reforma, es muy probable que su falta de concreción en objetivos cuantitativos no contribuya a acrecentar los incentivos a mejorar la posición patrimonial de las Administraciones Públicas.

En suma, consideradas en su conjunto, las nuevas reglas, aunque tienen elementos positivos, plantean dudas sobre su capacidad para garantizar la disciplina presupuestaria en el área. No obstante, cualquier valoración realizada tiene, por el momento, un carácter provisional, pues se desconoce todavía la plasmación legal de la reforma, terreno en el que cabe esperar un acuerdo definitivo en las próximas semanas, tras la invitación del Consejo Europeo a la Comisión para que formule con prontitud propuestas al respecto. En todo caso, resulta crucial que el nuevo marco sea aplicado del modo más estricto posible y que los países muestren un mayor compromiso con su cumplimiento que en el pasado. A este respecto, la delicada situación presupuestaria por la que atraviesan algunos Estados, que no solo presentan déficit elevados, sino que, además, han recurrido intensivamente, con el fin de presentar saldos menos desequilibrados, a medidas temporales o a operaciones cuya conformidad con los estándares contables vigentes está siendo analizada, constituye una nueva prueba de fuego para el marco de disciplina fiscal vigente.

Alemania y Francia (el 3,7% en ambos casos), mientras que en Italia alcanzó exactamente esa cota y en Portugal y Holanda se quedó muy cerca de ella. No obstante, tanto en Italia como en Portugal se acometieron operaciones ad hoc para contener el déficit, cuyos efectos son meramente transitorios. Adicionalmente, en su nota de prensa acerca de las notificaciones del Protocolo de Déficit Excesivo, Eurostat ha expresado reservas sobre la conformidad de las cifras proporcionadas por Grecia, Italia y Portugal en los últimos años con las normas contables vigentes, por lo que los déficits de estos tres Estados miembros podrían ser revisados próximamente.

Según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, el déficit observado disminuirá en una décima del PIB en 2005, mientras que, en términos del superávit primario ajustado de ciclo, la mejora será de dos décimas, lo que apunta a una orientación moderadamente contractiva de la política fiscal en el presente ejercicio. Por países, se estima que Portugal, Grecia, Italia y Alemania presentarán un déficit superior al 3% del PIB.

En el caso italiano, a la luz de estas previsiones y de la elevada probabilidad de que la cifra de déficit de 2004 sea revisada, hasta situarse claramente por encima del 3% del PIB, la Comisión anunció, a mediados de abril, la apertura de un Procedimiento de Déficit Excesivo antes del final de junio. A pesar de esta evolución desfavorable, el Gobierno italiano había mostrado, antes de su disolución, su intención de introducir próximamente una rebaja en el impuesto sobre la renta. En Portugal, la evolución desfavorable de las cuentas públicas podría traducirse asimismo en el inicio de un Procedimiento de Déficit Excesivo, a expensas del contenido del programa de estabilidad actualizado que las autoridades presentarán próximamente. Por su parte, Grecia presentó a finales de marzo un nuevo programa de estabilidad, con medidas de consolidación para 2005, que contemplan tanto una reducción del gasto público como un aumento de los ingresos. De acuerdo con el programa, el déficit se situará en 2006 en el 2,9% del PIB, con lo que cumpliría con la decisión adoptada en febrero por el Consejo de solicitar a las autoridades griegas la adopción de medidas que permitan que el déficit descienda por debajo del 3% del PIB en 2006. Finalmente, en Alemania, el cumplimiento del compromiso de

	% del PIB					
	2002	2003	2004 (b)	2004 (c)	2005 (b)	2005 (d)
Bélgica	0,1	0,4	0,1	0,0	-0,2	0,0
Alemania	-3,7	-3,8	-3,7	-3,3	-3,3	-3,0
Grecia	-4,1	-5,2	-6,1	-1,2	-4,5	-3,7
España	-0,3	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1
Francia	-3,2	-4,2	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9
Irlanda	-0,4	0,2	1,3	-1,1	-0,6	-0,8
Italia	-2,6	-2,9	-3,0	-2,2	-3,6	-2,7
Luxemburgo	2,3	0,5	-1,1	-1,8	-1,5	-1,0
Holanda	-1,9	-3,2	-2,5	-2,3	-2,0	-2,6
Austria	-0,2	-1,1	-1,3	-0,7	-2,0	-1,9
Portugal	-2,7	-2,9	-2,9	-2,8	-4,9	-2,8
Finlandia	4,3	2,5	2,1	1,7	1,7	1,8
PRO MEMORIA: UEM						
Saldo primario	1,2	0,6	0,6		0,6	
Saldo total	-2,4	-2,8	-2,7	-2,3	-2,6	
Deuda pública	69,5	70,8	71,3		71,7	

FUENTES: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y Banco de España.

a. En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Previsiones de primavera de 2005 de la Comisión Europea.

c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y marzo de 2005.

obtener un déficit del 2,9% del PIB en 2005 puede verse dificultado por la evolución desfavorable de la actividad económica.

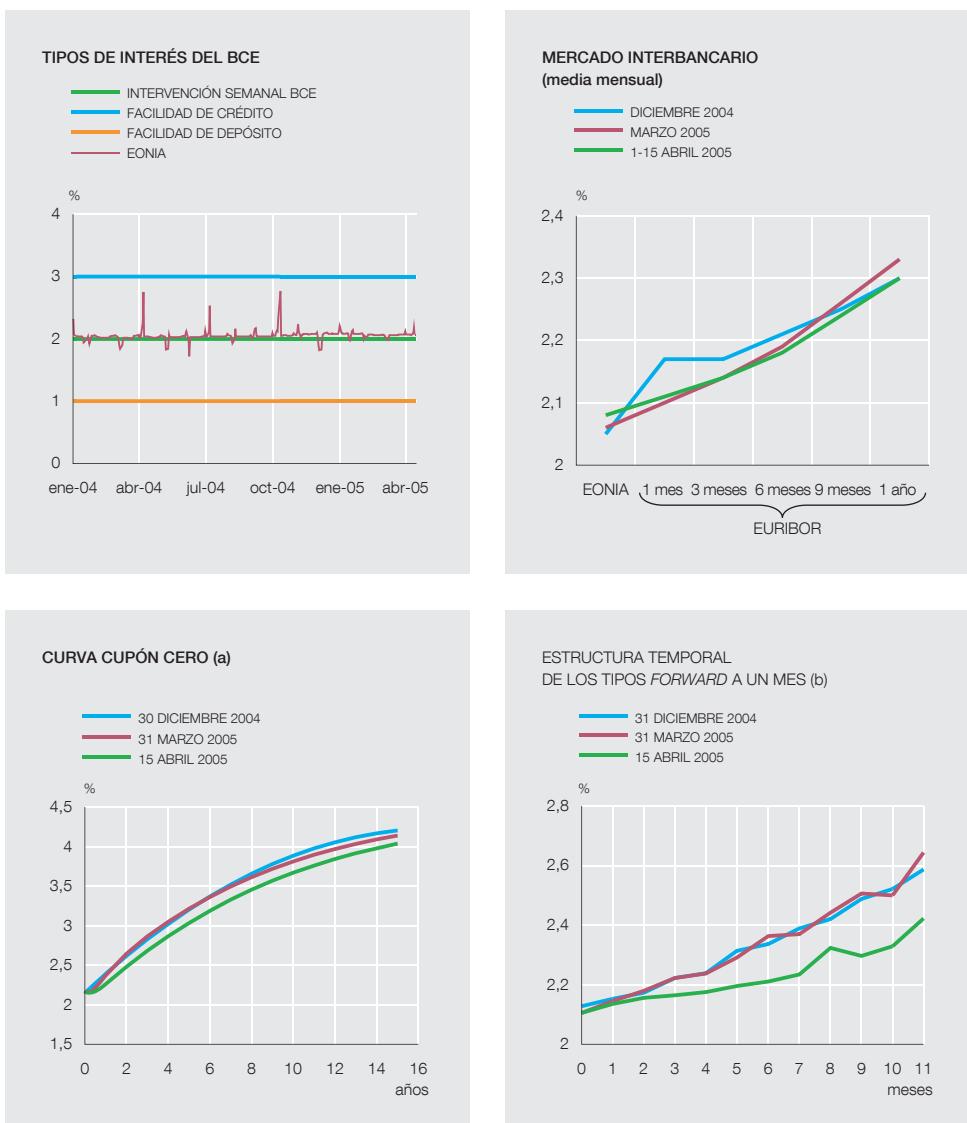
3.2 Evolución monetaria y financiera

En las reuniones celebradas a lo largo de los primeros cuatro meses del año, el Consejo de Gobierno del BCE ha valorado que el tono vigente de política monetaria resultaba compatible con unas perspectivas favorables para la estabilidad de precios y se ajustaba al avance lento de la actividad. En consecuencia, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron invariados en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente.

A lo largo de los tres primeros meses del año, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables. No obstante, a mediados de abril la curva de rendimientos experimentó un moderado desplazamiento a la baja, que indica una contención de las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales prevalecientes en los primeros meses del año (véase gráfico 11). Por su parte, en los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años siguieron mostrando niveles históricamente reducidos, por debajo del 4%. De acuerdo con la información disponible hasta febrero, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y pasivo también permanecieron estables en términos generales. Así, por ejemplo, el tipo de interés de los créditos otorgados a las familias para la adquisición de vivienda se situaba en febrero en el 4%, ligeramente por debajo del registrado tres meses antes. Por último, en los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos corporativos han tendido, en general, a reducirse, de forma que en marzo alcanzaron niveles históricamente bajos (véase gráfico 13). No obstante, en los últimos días, se ha

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



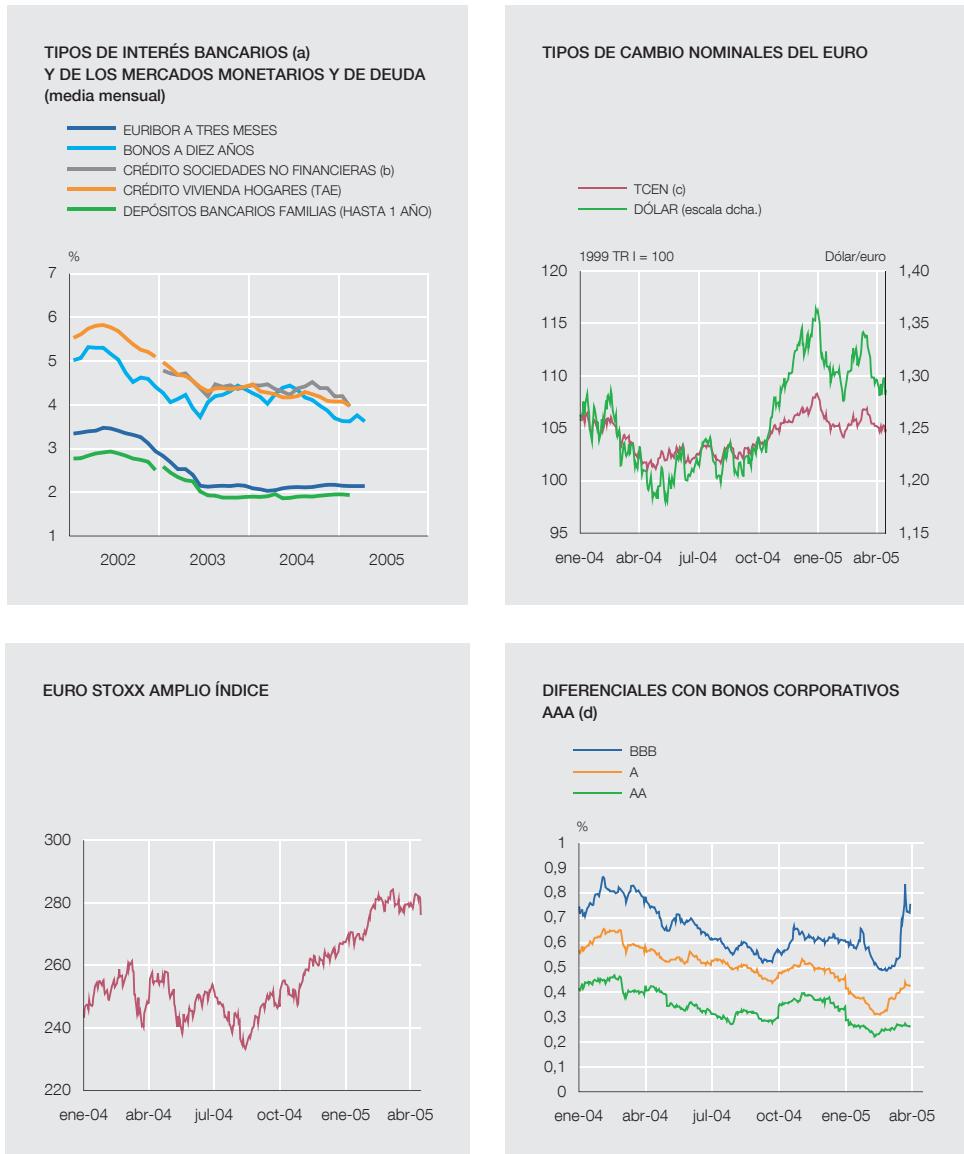
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Estimación con datos del mercado de swaps.
- Estimados con datos del EURIBOR.

observado en las categorías de bonos con menor calificación una ampliación de estos diferenciales, hasta los niveles vigentes al inicio del año.

La recuperación que venían experimentando los mercados de renta variable de la UEM desde mediados de 2004 se detuvo a comienzos de marzo y en abril se han producido descensos en las cotizaciones, de forma que, en los últimos días del mes, se sitúan en niveles comparables a los vigentes a comienzos de año. Tras esta evolución se encuentran, muy probablemente, los aumentos en los precios del petróleo, en la medida en que suponen la anticipación de mayores costes de producción para las empresas y, por lo tanto, menores beneficios, así como la incertidumbre acerca de las repercusiones que podría generar un menor crecimiento en Estados Unidos sobre la UEM.

En los primeros meses de 2005, el euro se ha depreciado frente a las principales monedas desde los máximos alcanzados a finales del año anterior, momento en el que su cotización frente al dólar llegó a situarse en 1,36. En el primer trimestre y los días transcurridos de abril,

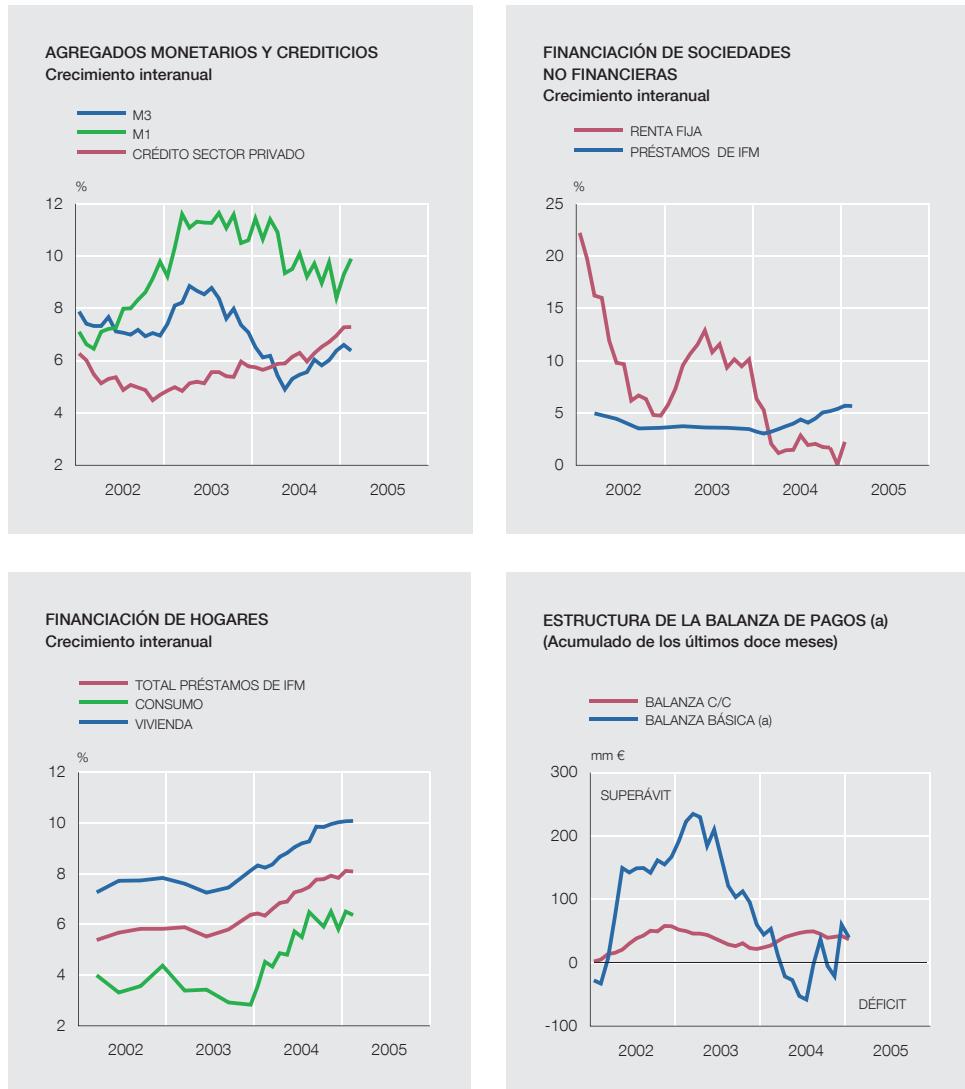


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
- Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
- Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

el euro se depreció un 5,5% frente al dólar, lo que puede estar motivado por el retraso en las expectativas de recuperación de la economía europea o por el aumento de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la UEM. En términos efectivos nominales, la pérdida de valor del euro respecto al dólar —y a las monedas asiáticas ligadas a este— fue parcialmente compensada por la apreciación frente a las monedas de varios de los nuevos países miembros de la Unión Económica Europea, de manera que el tipo de cambio efectivo nominal se situó, a finales de abril, en torno a un 3% por debajo de su nivel de finales de diciembre de 2004.

En marzo, la tasa interanual del crecimiento del agregado monetario M3 alcanzó el 6,5%, algo por encima del crecimiento del cuarto trimestre de 2004. M1 fue el componente más dinámico,



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

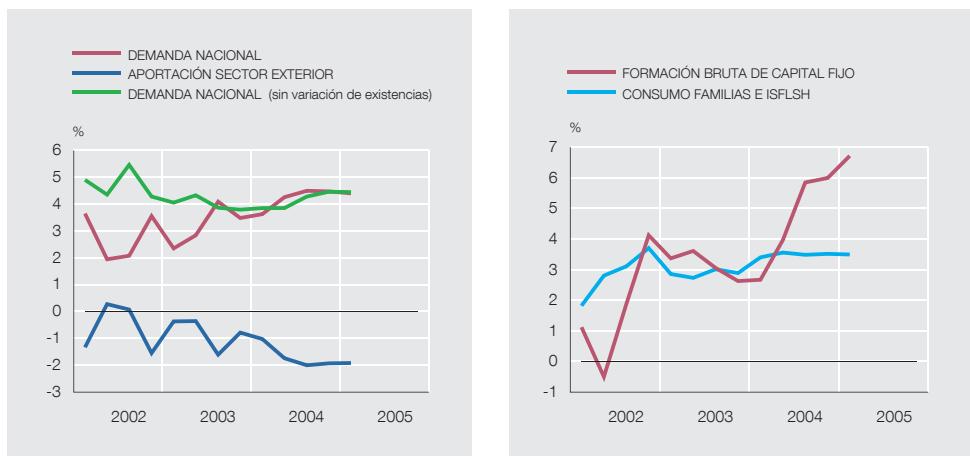
con un crecimiento interanual en torno al 9,3%, por el vigor tanto de la demanda de efectivo como de los depósitos a la vista. En los primeros meses de 2005, el crédito al sector privado siguió expandiéndose gradualmente, con una tasa interanual del 7,5% en marzo, lo que fue el reflejo de un comportamiento más dinámico del crédito concedido a familias —que aumentó un 8%— que del otorgado a las empresas —que creció un 6%—. Los préstamos a hogares destinados a financiar la compra de vivienda continuaron mostrando una tasa de crecimiento interanual relativamente elevada, un 10%. Finalmente, en España, el crédito al sector privado siguió aumentando a un ritmo mucho más alto, superior al 18%.

Antes de abordar el análisis en profundidad del comportamiento de la economía española en el primer trimestre de 2005, es necesario recordar la nota de cautela con la que se iniciaba el primer epígrafe de este Informe. Este análisis está basado en las cifras de la CNTR actualmente disponibles, correspondientes a la base 1995 de la CNE. Sin embargo, el INE tiene previsto efectuar el cambio de la CNE a la base 2000 a lo largo del próximo mes de mayo, de forma que, cuando publique las estimaciones oficiales del primer trimestre de 2005, estas estarán ya referidas a la CNTR en la nueva base. La CNE base 2000 incorporará las nuevas estimaciones de la EPA, que acaban de ser publicadas, en las que se utilizan ya las proyecciones de población elaboradas con el censo 2001 y el padrón continuo. La magnitud de las diferencias en las tasas de crecimiento de la población y del empleo entre estas nuevas estimaciones y la antigua EPA, para el período 2001-2004, hace suponer que las revisiones al alza en las cifras de crecimiento del producto y del empleo de los últimos años que aparezcan en la CNE base 2000 pueden ser significativas. En definitiva, el análisis y la valoración de la situación económica española realizados en este informe, que son coherentes con los últimos datos publicados por el INE en la base 1995, solo pueden aproximar de forma cualitativa el sentido de las estimaciones oficiales que se publiquen para el primer trimestre.

A partir de la información disponible, se estima que en el primer trimestre del año la economía española prolongó la senda de suave recuperación observada en la segunda mitad de 2004, alcanzando un crecimiento interanual del PIB del 2,8%, en términos reales, y aportaciones de la demanda nacional y del sector exterior en línea también con las observadas en ese período, de 4,7 pp y -1,9 pp, respectivamente (véase gráfico 15). No obstante, la composición de la demanda nacional habría sido algo distinta de la de finales de 2004, con una desaceleración del consumo público, tras el notable repunte que experimentó el pasado año, y una expansión adicional de la inversión en bienes de equipo, que habría alcanzado tasas de crecimiento interanual del orden del 11%. Por su parte, tanto la construcción como el consumo privado estabilizaron sus altos ritmos de variación, en torno a tasas del 5% y del 3,5%, respectivamente. La demanda exterior siguió teniendo una intensa contribución negativa al crecimiento, en un contexto de desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios y de aumento vigoroso de las importaciones.

Desde la perspectiva de la producción, en los primeros meses del año 2005 el avance del valor añadido de la economía de mercado se basó en el continuado dinamismo de la construcción, mientras que la actividad industrial y los servicios de mercado han mantenido ritmos de avance moderados y la agricultura ha experimentado un nuevo retroceso. Los indicadores coyunturales de empleo del primer trimestre —en particular, las cifras de la EPA— han proporcionado señales compatibles con un reforzamiento del ritmo de generación de puestos de trabajo. De esta forma, el ritmo de avance de la productividad en el primer trimestre se ha mantenido dentro de la senda de reducidos valores que vienen siendo habituales para esta variable.

Se estima que, en el entorno de bajas ganancias de productividad que se acaba de describir, los costes laborales unitarios registraron una cierta aceleración al comienzo de 2005, debida al impacto de las cláusulas de revisión salarial sobre el crecimiento de la remuneración por asalariado. Dichas cláusulas se han activado como consecuencia de la desviación de inflación observada en 2004, respecto de la referencia del 2%. En este entorno de aumentos de los CLU próximos al 4%, el encarecimiento del petróleo ha incidido adicionalmente sobre la evo-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

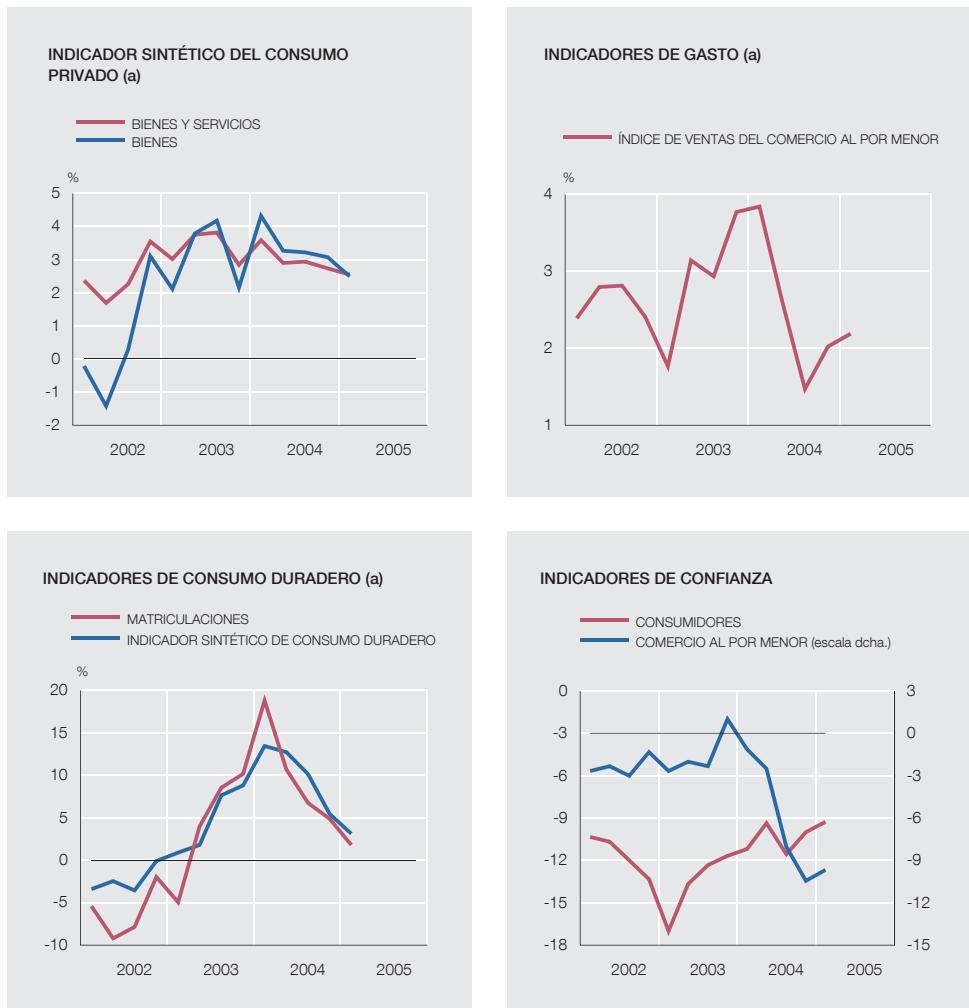
lución de los precios, llevando la tasa de inflación, medida en términos del IPC, hasta tasas interanuales del 3,4% en marzo.

4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles, en términos reales, finalizó el año 2004 con un crecimiento interanual del 3,5%, en línea con el perfil de notable crecimiento registrado a lo largo de todo el año (véase gráfico 15). Según la información coyuntural más actualizada, esta fortaleza se habría prolongado a lo largo del primer trimestre de 2005, en un entorno de suave desaceleración de la renta disponible, apoyada en las ganancias de riqueza real neta de este sector y en unas condiciones de financiación holgadas, que llevarían a un descenso adicional de la tasa de ahorro de las familias.

Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2005 apuntan hacia el mantenimiento del importante ritmo de avance con el que el consumo privado cerró el año 2004 (véase el gráfico 16). El indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios muestra un perfil de crecimiento estable, en el que la desaceleración del componente de consumo de bienes duraderos ha tendido a compensarse con una aceleración del componente de bienes no duraderos y una estabilidad en el crecimiento del consumo de servicios. Además, cabe pensar que el consumo de energía se habría incrementado, dadas las bajas temperaturas que han afectado a este período. Por su parte, la desaceleración del consumo de bienes duraderos ha venido determinada por la pérdida de dinamismo registrada por las matriculaciones de automóviles, que, no obstante, siguen situadas en máximos históricos. Entre los restantes indicadores relacionados con el gasto de las familias, en el conjunto del primer trimestre se ha observado un avance del índice general de ventas del comercio minorista, acompañado por un movimiento similar del indicador de confianza del comercio al por menor, que continuó elevándose en abril. En el mismo sentido, el indicador de confianza de los consumidores mejoró levemente en el primer trimestre, si bien en el mes de abril retrocedió.

Entre los determinantes del consumo privado, las estimaciones disponibles apuntan hacia una desaceleración de la renta real disponible, tras el notable crecimiento que se estima que registró en 2004. Esta evolución se explicaría, fundamentalmente, por una menor aportación de las transferencias netas de las Administraciones Públicas a los hogares, ligada al agotamiento del impacto de la reforma fiscal introducida en 2003 y a un menor crecimiento de las prestaciones sociales, que en 2004 se vieron impulsadas por una revisión importante de las pensiones,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

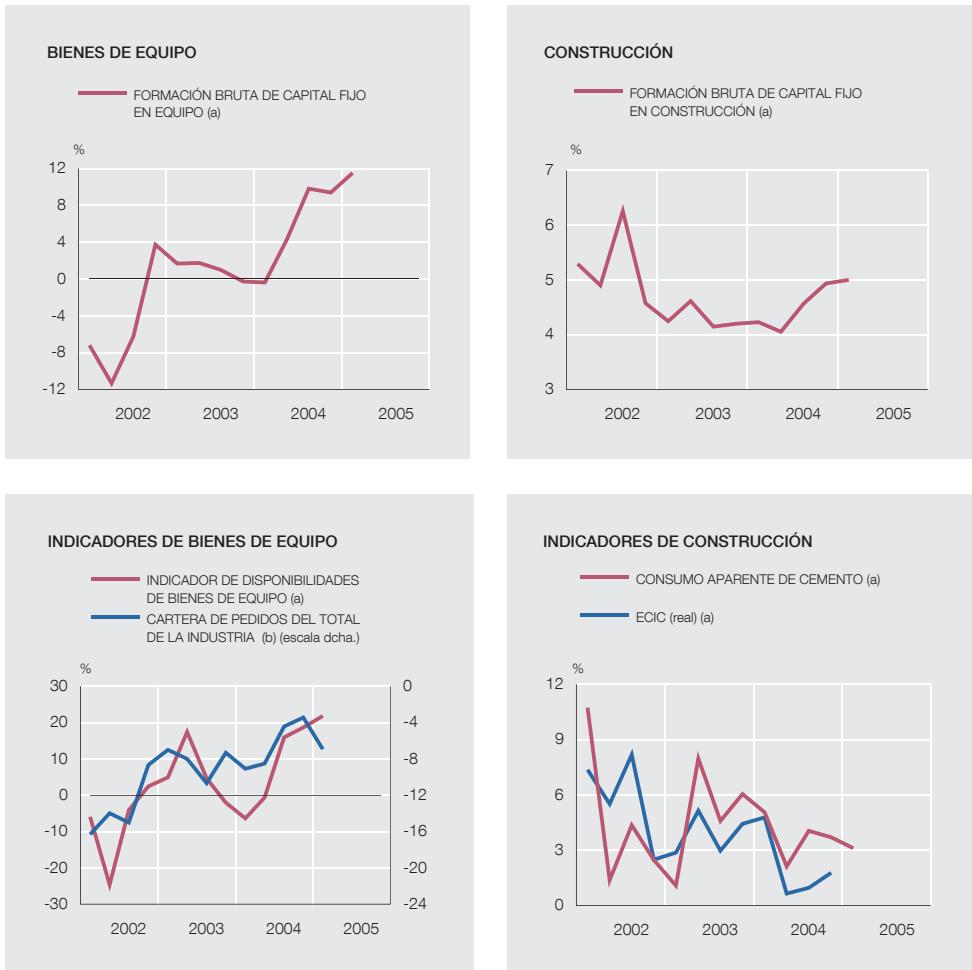
a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

debida a la desviación de inflación, y por un aumento significativo de la tasa de cobertura. En cualquier caso, se espera que el crecimiento del empleo siga siendo el sostén principal de la renta disponible. Por su parte, la riqueza de las familias continúa aumentando a través de la significativa revalorización de los activos inmobiliarios y del incremento de su riqueza financiera, ya que las cotizaciones bursátiles que se han mantenido altas. Aunque el impacto positivo de la riqueza sobre el consumo podría atenuarse en el futuro, los efectos asociados a su notable incremento en el período más reciente son todavía elevados.

Según los datos disponibles de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2004 el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 5,4% interanual, en términos reales, seis décimas más que en el trimestre anterior. Las cuentas de las AAPP para el año 2004, disponibles ya en la nueva base 2000, en términos nominales, indican que el avance del consumo público en el conjunto de ese año reflejó el notable crecimiento de las compras de bienes y servicios, en tanto que la remuneración de asalariados creció a un ritmo similar al de 2003, si bien es cierto que el número de asalariados del sector se desaceleró. La información proporcionada por los datos de ejecución presupuestaria del Estado en 2005, todavía muy parcial, apunta hacia una desaceleración de este agregado.

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
b. Nivel, serie original.

La formación bruta de capital fijo creció un 6% en el cuarto trimestre de 2004, afianzándose el notable fortalecimiento registrado en el semestre anterior. Este avance interanual de la inversión, que superó en dos décimas al del trimestre previo, reflejó el mayor dinamismo de la inversión en construcción y en otros productos, que alcanzaron tasas del 4,9% y del 3,8%, respectivamente, mientras que la inversión en bienes de equipo se incrementó un 9,4%, algo por debajo de la tasa registrada en el tercer trimestre. Los indicadores coyunturales disponibles para los primeros meses de 2005 apuntan hacia una nueva aceleración de la inversión, consecuencia tanto de un ligero reforzamiento adicional de la construcción como del mayor avance de la inversión en equipo.

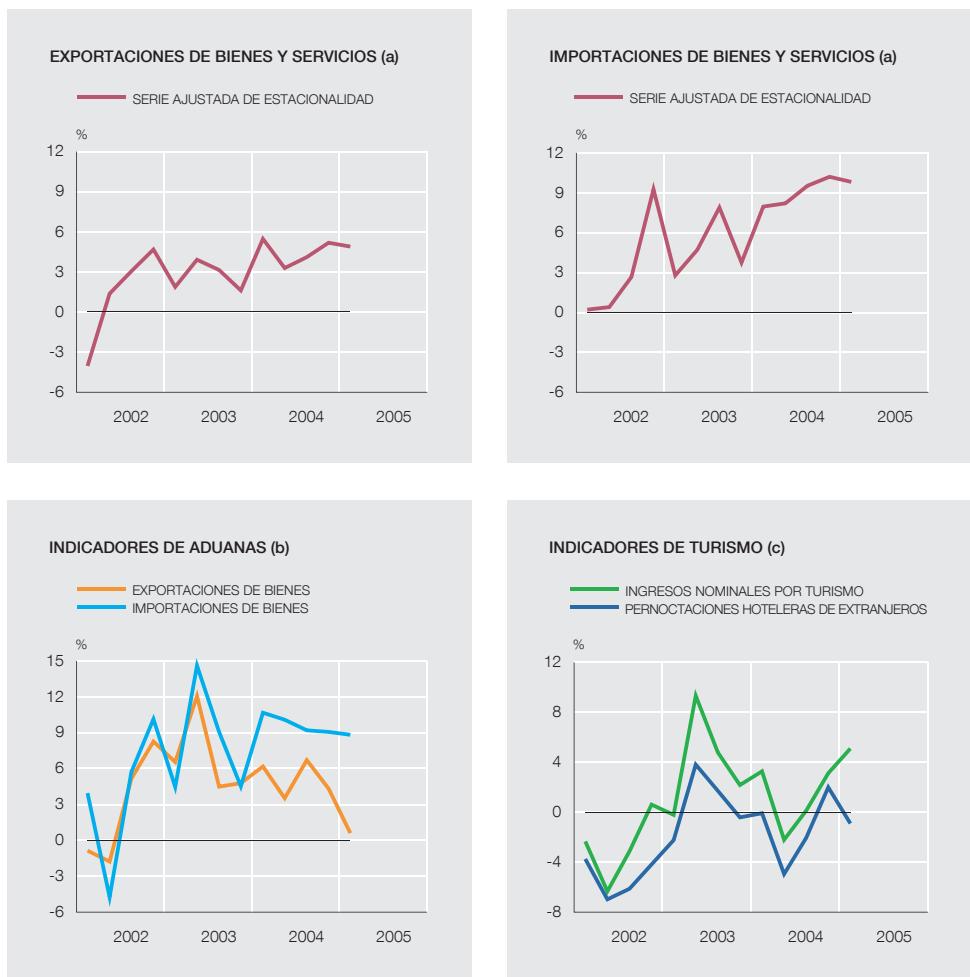
Con la información aparecida para el primer trimestre de 2005, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo habría registrado una suave aceleración en ese período (véase gráfico 17), debida a una contribución muy positiva del comercio exterior de estos bienes. El deterioro experimentado por el indicador de clima industrial del sector de bienes de equipo y su cartera de pedidos en el mes de marzo estarían señalando que la producción interior se ha beneficiado en menor medida del tirón de la inversión. Por otra parte, la utilización de la capacidad productiva en el total de la industria aumentó en el primer trimestre hasta alcanzar un 80%, cifra no registrada desde el año 2001, aunque el porcentaje de empresas que considera excesiva su capacidad instalada también se ha elevado.

En cualquier caso, la recuperación de la inversión en bienes de equipo está en consonancia con el dinamismo de la demanda final y el mantenimiento de unas condiciones financieras muy favorables para las empresas. La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances Trimestral hasta el cuarto trimestre de 2004 mostró un panorama de crecimiento sostenido de la actividad empresarial, en el conjunto del pasado año, centrado en el buen comportamiento de la actividad en el comercio, los transportes y las telecomunicaciones, así como en la reactivación del sector industrial. Entre las empresas de la CBT, la evolución contenida de los gastos de personal favoreció el buen comportamiento de los resultados ordinarios, que, junto con el descenso de los gastos financieros, se tradujo en el mantenimiento de rentabilidades elevadas. Los indicadores de presión financiera, que incorporan también la evolución del endeudamiento, mejoraron a lo largo del año. Los buenos resultados alcanzados en 2004 deberían sustentar el dinamismo de la inversión en equipo en los próximos trimestres, aunque este escenario positivo podría verse afectado por el encarecimiento de los precios del crudo o por un menor crecimiento de los mercados exteriores más próximos.

En el cuarto trimestre de 2004, la inversión en construcción creció un 4,9% interanual, alcanzando un crecimiento medio del 4,4% en el conjunto del año. A la vista de la información coyuntural más reciente, este dinamismo habría continuado en el primer trimestre de 2005, período en el que el indicador de confianza mantuvo la elevada valoración alcanzada en el trimestre precedente. El consumo aparente de cemento mostró una trayectoria ligeramente ascendente en los primeros meses de 2005, y el paro registrado y las afiliaciones a la Seguridad Social del sector reflejaron un gran dinamismo, aunque con un perfil de ligera desaceleración. De acuerdo con la Encuesta de Coyuntura de la Industria de la Construcción (ECIC), el valor real de los trabajos realizados por las empresas constructoras se recuperó suavemente en el último trimestre de 2004, tras los bajos crecimientos registrados en los trimestres anteriores.

Entre los indicadores adelantados, los relativos a la edificación residencial, convenientemente desfasados, señalan un punto de inflexión para este componente en torno al cambio de año, proyectándose una desaceleración de la superficie a construir a lo largo de 2005, a partir de los visados de dirección de obra. Por otra parte, la información sobre inversión extranjera en inmuebles ha mostrado un retroceso en la última parte del año 2004, que continuó en el mes de enero de 2005, según la estadística de Balanza de Pagos. En cualquier caso, el componente de edificación residencial sigue siendo el más dinámico de la construcción, como lo indica el valor real de los trabajos realizados de la ECIC, que creció un 5,2% en el cuarto trimestre de 2004. En el caso de la obra civil, la licitación oficial aumentó en el cuarto trimestre de 2004, cerrando el año con un crecimiento medio del 24%. Los efectos de esta expansión sobre la actividad constructora empezarían a ser visibles en el año 2005 y, principalmente, en 2006. En este sentido, la ECIC correspondiente a la obra civil ya reflejó una cierta mejora en el cuarto trimestre de 2004, con una estabilización de la obra realizada, tras los registros negativos de trimestres anteriores. Por último, respecto a la edificación no residencial, tanto la licitación oficial como los visados continuaron mostrando registros negativos en el cuarto trimestre de 2004.

Según los últimos datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2004 la demanda exterior neta detrajo 1,9 pp al crecimiento del producto, estrechando en una décima su contribución negativa. En ese período, las exportaciones reales de bienes y servicios crecieron un 5,2% interanual, a la vez que los flujos reales de importaciones elevaron su tasa interanual hasta el 10,2%. Ese resultado se produjo en un contexto de notable dinamismo de los intercambios comerciales mundiales, si bien el incremento de las exportaciones españolas se situó —por



FUENTES: INE, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.

- Datos de la CNTR a precios constantes.
- Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- Serie ajustadas de estacionalidad.

tercer trimestre consecutivo — por debajo del crecimiento de los mercados de exportación, acusando la intensa pérdida de competitividad acumulada desde el ejercicio anterior frente al conjunto de países desarrollados, en un contexto de elevada fortaleza del euro. En la vertiente importadora, el mayor dinamismo se sustentó en la evolución ascendente de la demanda final, lo que se tradujo en un repunte de las compras exteriores de bienes de equipo y, en menor medida, de bienes de consumo, impulsadas asimismo por la ganancia de competitividad de las importaciones en el mercado interior. La información correspondiente al primer trimestre de 2005 apunta a que la demanda exterior neta ha continuado mostrando un tono bastante contractivo en ese período, en el que las exportaciones han mantenido un ritmo de avance muy inferior al de las importaciones.

Según las cifras de Aduanas, las exportaciones de bienes, deflactadas por los IVU correspondientes, crecieron un 4,3% en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2004, cerrando el año con un incremento del 5,2% (véase gráfico 18). Los datos disponibles para los dos primeros meses de 2005 indican que las exportaciones de bienes acentuaron su desaceleración en ese período, al registrar un retroceso del 1,5% en términos reales. Esta evolución es coherente con la ralentización de la actividad que se ha observado en la zona del euro, principal merca-

do de exportación español, y con la pérdida de competitividad precio acumulada tanto frente a esta zona como, en mayor medida, frente al resto de países desarrollados, a pesar de que ese deterioro se detuvo durante los primeros meses de 2005, en un contexto de moderación de los precios relativos y de menor vigor del euro. Por áreas geográficas, las ventas al conjunto de la UE ampliada descendieron un 0,8% en enero y febrero, en términos reales, siendo el incremento estimado de sus precios del 6,9%. Las exportaciones extracomunitarias, con un aumento de precios del 2,5%, reflejaron un descenso mayor (-3,6%), en términos reales, en contraste con el dinamismo que mantuvieron durante el año 2004; destaca la evolución negativa que experimentaron las ventas a Japón y a América Latina.

Según la CNTR, en el cuarto trimestre de 2004 los ingresos reales por turismo disminuyeron un 2% en tasa interanual, de tal forma que en el conjunto del año se registró un retroceso del 1,8%. Estas cifras no reflejan el perfil de recuperación que registraron los principales indicadores reales de turismo en el segundo semestre de 2004, lo que en parte es atribuible al progresivo recorte que está registrando el gasto por turista (véase gráfico 18). En el primer trimestre de 2005, los viajeros extranjeros alojados en hoteles registraron un avance del 2,2%, mientras que sus pernoctaciones hoteleras avanzaron un 0,8%. Debe tenerse en cuenta que estas tasas están afectadas por la diferente ubicación de la Semana Santa en 2005 (marzo) y en 2004 (abril), de forma que recogen un comportamiento negativo de la ocupación hotelera. El indicador de turistas entrados por fronteras ha reflejado una evolución más sostenida, al aumentar un 7,4% entre enero y marzo; la discrepancia con los indicadores de ocupación hotelera se debe al progresivo desplazamiento del turismo hacia la ocupación de viviendas de alquiler o privadas. En el primer trimestre el turismo británico, principal mercado emisor de turistas hacia España, ha registrado un aumento moderado, mientras que el mercado alemán mostró incrementos positivos y los turistas franceses, terceros en importancia, reflejaron un notable repunte. En cuanto al turismo extraeuropeo, se registró una fuerte caída de los turistas norteamericanos, mientras que crecieron notablemente los procedentes del resto del continente americano.

En relación con las exportaciones del resto de servicios, los datos de la CNTR indicaron que, en el cuarto trimestre de 2004, se truncó el perfil de caída que les venía caracterizando, hasta alcanzar una tasa de crecimiento ligeramente positiva (1,7%), acorde con la evolución alcista de balanza de pagos. En ese trimestre, se produjo un impulso de los ingresos por servicios prestados a las empresas y servicios de transporte.

Según los datos de Aduanas, las importaciones de bienes conservaron un notable vigor durante el cuarto trimestre de 2004, al crecer un 8,8% en tasa real interanual, muy próxima a la que habían mostrado en el trimestre anterior. Este dinamismo se ha prolongado durante los dos primeros meses del ejercicio actual, con un crecimiento real del 7,8% (véase gráfico 18). Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo prolongaron el notable vigor que les caracteriza desde la segunda mitad de 2004, al crecer un 20% interanual en enero y febrero, mientras que las importaciones reales de bienes de consumo, tras recobrar cierto vigor en febrero, aumentaron un 7,8%; no obstante, las compras de alimentos retrocedieron un 6,4% en los dos meses analizados. Las importaciones de bienes intermedios, que mantienen un perfil de progresiva moderación desde el comienzo de 2004, redujeron su tasa de variación real al 3,7%, en los dos últimos meses. Finalmente, las compras de bienes intermedios energéticos repuntaron notablemente en febrero, creciendo un 14,3% en el período transcurrido de 2005.

Por último, las importaciones de servicios continuaron acelerándose en el cuarto trimestre de 2004, al crecer un 5,4% interanual, en términos de la CNTR. Las compras de servicios no turís-

ticos ralentizaron su ya moderado avance, al 0,5%, mientras que los pagos por servicios turísticos se incrementaron un 25,7%, en términos reales, cifra coherente con el vigor que reflejaron los pagos nominales por turismo de balanza de pagos en esas fechas; los datos de la balanza de pagos de enero apuntan a un dinamismo similar al comienzo del año. La recuperación de la confianza de los consumidores y la fortaleza del euro estarían propiciando el comportamiento tan expansivo de esta rúbrica.

4.2 Producción y empleo

El valor añadido de la economía de mercado registró un crecimiento del 2,4% en 2004, con un perfil de ligera desaceleración en el segundo semestre del año, de forma que en el último trimestre su aumento interanual fue del 2,2%. En la última parte del año se desaceleraron todas las ramas, excepto la construcción, que mantuvo un gran dinamismo durante todo el ejercicio (véase gráfico 19). En el primer trimestre de 2005, el valor añadido de la economía de mercado habría evolucionado en línea con la segunda mitad de 2004.

Las ramas pesquera y agraria finalizaron el año 2004 sometidas a una apreciable contracción en su actividad, alcanzando una tasa de variación del -2,1%, según la CNTR. Esta caída en la producción se concentró en la producción vegetal, sobre todo en el olivar y las frutas, con tasas negativas de dos dígitos, mientras que la producción animal mantuvo su nivel. La tendencia negativa de la producción agraria se ha prolongado al comienzo de 2005, dado el escaso régimen de lluvias registrado en el período invernal, muy inferior a su nivel histórico, y las bajas temperaturas que han afectado sensiblemente a una parte significativa de los cultivos.

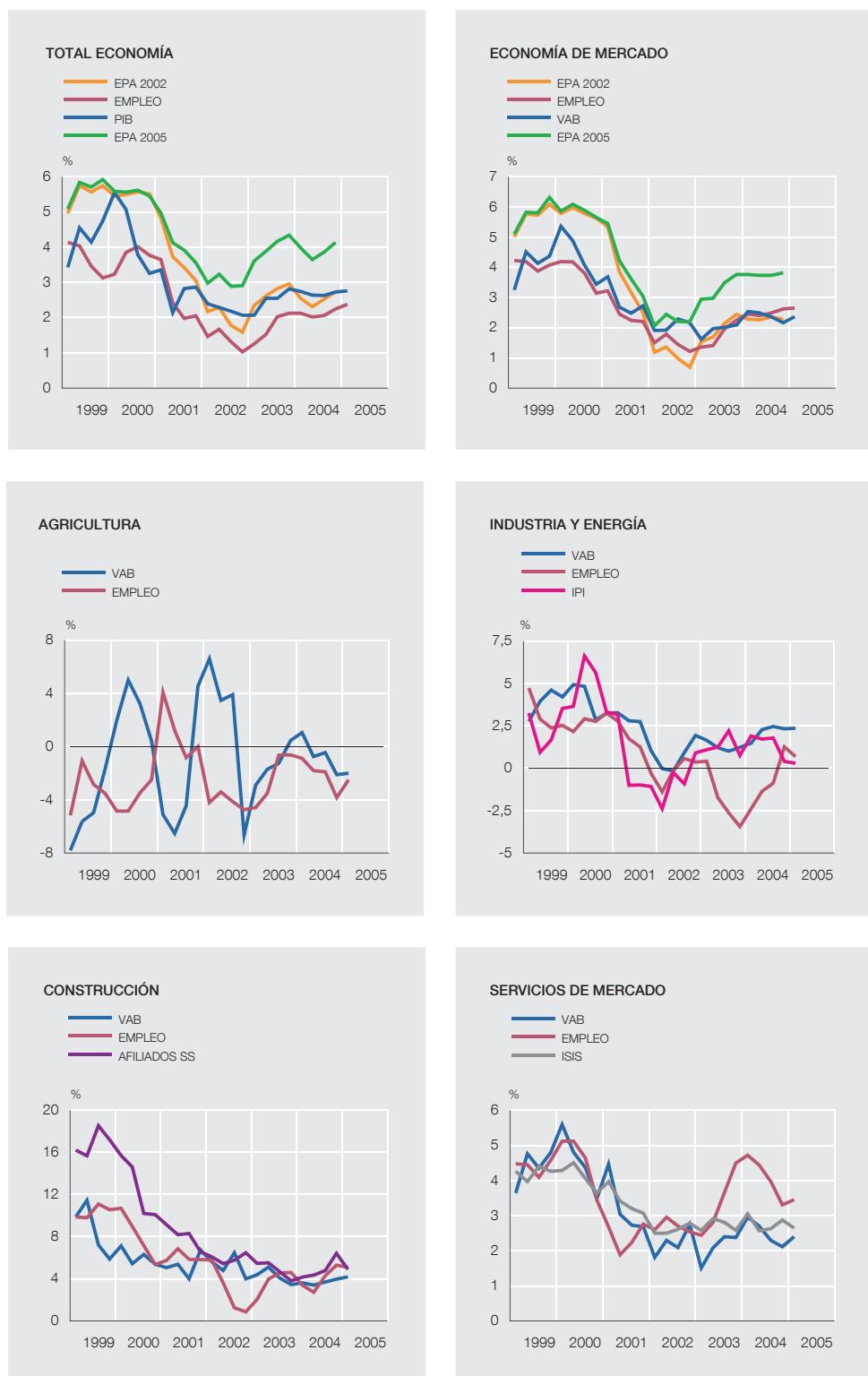
En los meses finales de 2004, la rama de industria y energía moderó su ritmo de crecimiento, tras el impulso experimentado en el tercer trimestre del año. El valor añadido bruto aumentó un 2,3%, dos décimas menos que en el trimestre anterior, a pesar de que la producción energética alcanzó un crecimiento del 3%, siete décimas más que en el tercer trimestre. En el primer trimestre de 2005 se estima que la producción de energía experimentó una aceleración adicional, debido, entre otros factores, a las bajas temperaturas registradas el pasado invierno; por el contrario, la información coyuntural muestra, en general, un menor dinamismo en las ramas industriales. Entre los indicadores más relevantes, en el conjunto de enero y febrero, el componente no energético del IPI recortó su tasa de avance interanual en más de medio punto porcentual en relación con el cuarto trimestre de 2004, la cifra de negocios presentó una apreciable pérdida de ritmo y las importaciones de bienes intermedios se desaceleraron; el indicador de confianza del sector experimentó una caída en el conjunto del primer trimestre, provocada, principalmente, por el deterioro de la cartera de pedidos, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en ese mismo período a un ritmo ligeramente superior al de finales de año. Frente a ello, únicamente el índice de entrada de pedidos, deflactado, experimentó un impulso al alza en enero y febrero.

Como ya se ha señalado, la rama de construcción siguió dando muestras de firmeza en su dinamismo, registrando —de nuevo— un impulso en el cuarto trimestre de 2004, que situó la tasa de crecimiento del sector en el 4%, frente al 3,7% observado tres meses antes. El mayor dinamismo continuó correspondiendo a la construcción de viviendas. Como se ha comentado al hablar del gasto, la información coyuntural disponible muestra una prolongación de ese mayor dinamismo en el primer trimestre de 2005.

La actividad en los servicios finalizó el año 2004 recuperando parte del dinamismo que perdió en el tercer trimestre del año, y aumentando un 2,7% en el cuarto trimestre. No obstante, este mayor vigor se concentró exclusivamente en los servicios no orientados al mercado, que alcanzaron una tasa de avance interanual del 4,6%. Los servicios de mercado, por su parte,

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 19



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y Banco de España.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

continuaron en la senda de la desaceleración iniciada en los primeros meses de 2004, con una pérdida de dos décimas en su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 2,1%. La información coyuntural disponible sobre este sector, referida a los primeros meses de 2005, muy parcial todavía, apuntaría a un cierto freno de ese deterioro. Los indicadores de opinión han sido coincidentes, al presentar un ligero perfil de crecimiento en el conjunto del primer trimestre, tanto en el caso del indicador de confianza de la Comisión Europea —que ha recogido unas mejores expectativas de demanda— como en el índice de gestores de compras, aunque este último experimentó una apreciable corrección a la baja en marzo; la afiliación a la Seguridad Social también mejoró su tasa de variación en ese período. No obstante, otros indicadores muestran una evolución menos favorable, como el indicador sintético integral de los servicios de mercado (ISIS), que se desaceleró en los tres primeros meses del año, o el índice deflactado de indicadores de actividad del sector servicios, que registró una pérdida de ritmo en enero y febrero.

Entre los distintos sectores encuadrados en los servicios de mercado, las actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales experimentaron un impulso en el primer trimestre del año, según se desprende de la evolución de sus afiliaciones a la Seguridad Social. Las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones tendieron a estabilizarse, y el sector de comercio y reparación se desaceleró. Finalmente, el sector de hostelería ha mantenido el dinamismo de finales de 2004; en particular, la cifra de pernoctaciones de residentes en el mes de marzo fue muy positiva, lo que permitió corregir la desaceleración observada en los dos meses anteriores.

Según las estimaciones de la CNTR, base 1995, el empleo mantuvo en 2004 el ritmo de crecimiento sostenido que había alcanzado en el segundo semestre de 2003, registrando un crecimiento medio del 2,1% (véase gráfico 19). En el último trimestre del año, los ocupados experimentaron un aumento del 2,2%, en tasa interanual, prolongando la senda de suave aceleración del trimestre anterior. Esta evolución del empleo, enmarcada en un contexto de relativa estabilidad del crecimiento del producto, supone que la productividad aparente del trabajo continuó registrando ritmos de crecimientos reducidos (0,6% en media del año). En la economía de mercado, el empleo mostró un mayor empuje, estimándose que el número de ocupados creció un 2,5% en media anual y con un perfil de relativa estabilidad a lo largo del mismo, de forma que la productividad aparente del trabajo se redujo un 0,4%, en tasa interanual, en el último trimestre. La persistencia de las bajas ganancias de la productividad aparente del trabajo —o incluso de pérdidas— pone de manifiesto la necesidad de instrumentar políticas orientadas al fomento de la productividad. En este sentido, el recuadro 4 hace una primera aproximación al conjunto de medidas incluidas en el plan de dinamización y fomento de la productividad, recientemente aprobado por el Gobierno.

Como ya se ha señalado al comienzo del Informe y al inicio de esta sección, las nuevas cifras de empleo proporcionadas por la EPA, una vez incorporados los cambios demográficos ocurridos en los últimos años —en particular, el rápido aumento de la población inmigrante—, apuntan a tasas de crecimiento del empleo muy superiores a las estimadas anteriormente, tanto por esta encuesta como por la CNTR base 1995, para el período 2002-2004. En el gráfico 19, donde se han representado las nuevas series junto con las anteriores, se puede apreciar la magnitud de la revisión, que se explica con mayor detalle en el recuadro 1, en «Rasgos básicos». Respecto a la creación de empleo en 2004, las nuevas cifras de la EPA indican un crecimiento del 3,9% (2,5%, según las cifras publicadas anteriormente), similar al registrado en 2003 (4%) y con un perfil trimestral de recuperación en la segunda mitad del año, que finalizó con un crecimiento interanual del 4,1%. Lógicamente, las series de empleo de la nueva base 2000 de la CNE, que se publicarán en mayo, incorporarán, en una medida

El Gobierno presentó el 1 de marzo el Plan de dinamización de la economía y de impulso a la productividad, diseñado con el objetivo de lograr que el patrón de crecimiento de la economía española sea equilibrado y duradero, y que se sustente en incrementos de la productividad y del empleo. El Gobierno se ha comprometido a realizar una evaluación anual del Plan, informar de sus resultados e introducir periódicamente mejoras en el mismo.

El primer paquete de medidas del Plan comprende un conjunto de actuaciones dirigidas a un número amplio de sectores (telecomunicaciones y sociedad de la información, energía, transporte, distribución comercial, servicios postales, mercado de tabacos, mercado de vivienda de alquiler¹, mercados financieros y sector público), así como a incidir sobre el marco regulatorio y tributario. A pesar de la ambición con la que se han definido los objetivos de este programa, el primer paquete de medidas tiene un enfoque parcial y un alcance limitado. El paquete de medidas no está acompañado de una memoria económica, aunque cabe pensar que el coste fiscal de su instrumentación sea reducido.

Las medidas del primer paquete se han agrupado en un Real Decreto-Ley, tres anteproyectos de Ley y un buen número de mandatos a diversos Ministerios. El Real Decreto-Ley 5/2005, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (en adelante, RDL), entró en vigor el 15 de marzo. Por su parte, la puesta en marcha de las leyes propuestas puede dilatarse algo más en el tiempo y su contenido final es más incierto, puesto que depende del curso de los trámites parlamentarios establecidos. El grado de concreción es inferior en el caso de los mandatos, dado que, en la mayoría de los casos, estos suponen la realización de estudios previos a la introducción de reformas, que tendrán que ser diseñadas y aprobadas con posterioridad por alguno de los procedimientos legales en vigor. Por estas razones, el recuadro solo hace una valoración muy general del primer paquete, pero se comentan con más detalle las medidas contenidas en el RDL, agrupándolas según incidan sobre los mercados energéticos, los mercados financieros o la Administración Pública.

La mayor parte de las medidas del primer paquete tratan de incrementar el nivel de competencia en los sectores afectados y de introducir mejoras de eficiencia en la formación de costes y precios. En algunos casos, las actuaciones propuestas intentan incidir en las actividades en las que, tras varios años de liberalización, la concurrencia efectiva no ha avanzado suficientemente (sector eléctrico, de hidrocarburos sólidos y gaseosos, servicio postal) y, por otro lado, en los sectores en los que la liberalización es más reciente (como el de transporte ferroviario), con el fin de facilitar el desarrollo de los mismos en sus etapas iniciales. Por lo que respecta a la Administración Pública, se quiere incrementar la transparencia y la eficiencia de sus actuaciones. Se han adoptado también algunas medidas en respuesta a la obligación de trasponer un conjunto de directivas comunitarias, que probablemente contribuyan a ampliar la competencia en los mercados afectados. El paquete también recoge una serie de

reformas tributarias de poca entidad. Entre ellas, únicamente las que pretenden fomentar el uso de las tecnologías de la información y las comunicaciones en pequeñas y medianas empresas podrían tener un cierto impacto sobre la productividad.

Por lo que se refiere al RDL, una proporción importante de las medidas corresponden al sector energético y, dentro de este, al eléctrico, y se dirigen principalmente a incrementar la competencia y la eficiencia en la formación de costes y precios. Entre estas, cabe reseñar, en primer lugar, la exclusión de los operadores de los sistemas² de la lista de operadores principales, lo que permite ampliar el número de empresas que quedan sometidas a restricciones en cuanto a su participación en el capital de otras empresas del sector. En segundo lugar, se crea la figura del operador dominante (todo aquel que supere el 10% de cuota de mercado), con el fin de que las empresas que detienen esa condición queden sujetas a determinadas obligaciones que favorezcan la competencia, si bien estas últimas solo se han concretado para los operadores dominantes en el sector de energía eléctrica, como se señala más adelante.

En relación con las medidas que inciden específicamente sobre el sector eléctrico, cabe destacar la reducción hasta un máximo del 1% (actualmente el límite se establece en un 3%) en la participación de las empresas del sector en REE, con lo que se refuerza la independencia entre el operador técnico del sistema y el resto de empresas del sector. Se prohíbe a los operadores dominantes que puedan importar energía eléctrica de mercados distintos del Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL), con el objetivo de reservar un segmento del mercado para los operadores más pequeños e impulsar por esta vía un recorte en el grado de concentración del sector. Se pospone la fecha de liquidación de los costes de transición a la competencia (CTC) correspondientes al ejercicio 2004, hasta que el Gobierno disponga de criterios objetivos para su determinación. Este es un aspecto del RDL que puede contribuir a reducir las distorsiones entre las distintas compañías del sector. Se eliminan de la tarifa eléctrica los costes vinculados al desmantelamiento de centrales nucleares, a la gestión del combustible gastado y a los residuos radiactivos, lo que debería incentivar una mejor gestión de estos costes por las empresas eléctricas. Se regula la obligación de aportar información sobre los hechos que puedan afectar a la formación de precios en el mercado, lo que puede contribuir a dotar de mayor transparencia al proceso de formación de los mismos.

En resumen, las medidas comentadas se han diseñado para facilitar la desintegración vertical de actividades y para propiciar la entrada de nuevos operadores que reduzca el elevado grado de concentración que todavía presenta el sector eléctrico, aunque existen dudas sobre su capacidad para generar un efecto significativo de forma inmediata. El resto de medidas se han encaminado a aumentar la transparencia en la fijación de precios y tarifas, con el objetivo de

1. El Gobierno ha anunciado recientemente la creación de la Sociedad Pública del Alquiler.

2. REE en el sector eléctrico, CLH en el de hidrocarburos líquidos y ENAGAS en el de hidrocarburos gaseosos. Hay que recordar que los operadores principales son las cinco empresas del sector con mayores cuotas de mercado y su condición implica que no pueden tener una participación superior al 3% en el capital o en los derechos de votos de otra empresa que también tenga la condición de operador principal.

detectar la posible existencia de distorsiones y de alcanzar una asignación más eficiente de recursos, lo que puede impulsar la competencia en el sector.

En cuanto al resto de sectores energéticos, se crea un registro sobre los puntos de suministro de productos petrolíferos, con lo que se sientan las bases para analizar el grado de competencia en el sector. Por su parte, en el sector de hidrocarburos gaseosos las principales medidas tratan de impulsar una mayor racionalidad en la construcción de infraestructuras de distribución de gas y se regula el cambio de suministrador de gas natural, exigiéndose a los grandes consumidores que permanezcan como mínimo tres años en el mercado liberalizado antes de solicitar su vuelta al mercado a tarifa.

Por lo que se refiere a los mercados financieros (véase el artículo de regulación financiera en este Boletín Económico), se ha modificado la Ley del mercado de valores, en relación con la aprobación de los folletos de las emisiones de valores negociables y con el régimen de las ofertas públicas y de su admisión a cotización, con el objetivo de adaptar la Directiva de folletos a la legislación española, antes de la fecha límite del 1 de julio de 2005. El retraso en la adaptación de esta Directiva podría derivar en la pérdida de competitividad de los mercados primarios españoles, dado que plantea dos cuestiones cruciales: *a)* Las ofertas de valores autorizadas en cualquier Estado de la UE podrán comercializarse en España sin necesidad de información adicional ni autorización por parte de la CNMV; *b)* las ofertas de ciertas categorías de valores (valores distintos de acciones con nominal superior a 1.000 euros, es decir, el grueso de los mercados de renta fija) tendrán libertad de elección de la autoridad competente.

Esto supone que las emisiones de renta fija españolas podrán ser autorizadas en cualquiera de los Estados de la UE y comercializarse posteriormente en España. Resulta particularmente relevante, y se podría añadir que oportuna, la reforma del mercado primario de emisiones, que tradicionalmente ha estado poco desarrollado en España y que recientemente ha mostrado una ralentización en el segmento de la renta fija privada. En efecto, la desregulación administrativa puede ser un acicate para el relanzamiento de los mercados financieros de renta fija, en un contexto en el que se va a intensificar la competencia entre los centros financieros de la UE.

Asimismo, se traspone a la legislación española la Directiva sobre acuerdos de garantías financieras mediante una modificación en la Ley del mercado de valores, para facilitar determinadas operaciones financieras que necesiten de constitución de garantías, reduciendo de manera sustancial los requisitos para la constitución y ejecución de esas garantías.

En otro ámbito de cosas, se modifica la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas para mejorar la contratación pública, incluyendo determinados aspectos de la actividad de las fundaciones y de los convenios firmados con otras Administraciones.

Las medidas del Plan tendrán un impacto positivo sobre la productividad, en la medida en que las actuaciones que se dirigen a aumentar una asignación más eficiente de recursos y a fomentar la competencia generen un entorno más competitivo, que favorezca la innovación e introduzca mejoras adicionales de eficiencia en los procesos productivos.

que no se puede concretar, este nivel más elevado de crecimiento del empleo. No es posible, por tanto, realizar una estimación ni siquiera aproximada de cuál habrá sido el crecimiento de la ocupación en el primer trimestre, según la Contabilidad Nacional. Entre la información coyuntural relativa a la parte transcurrida del año, las afiliaciones a la Seguridad Social han mostrado un crecimiento estable, en los tres primeros meses del año, con una tasa del 2,8%, similar al crecimiento medio del año anterior, mientras que se aprecia una cierta atonía en los contratos registrados en el período de enero-marzo, tras el fuerte impulso observado en 2004. Los datos de la nueva EPA 2005 correspondientes al primer trimestre apuntan, sin embargo, a un mayor dinamismo del empleo, que habría crecido un 5,1% en ese período, claramente por encima del registrado a finales de 2004 (4,1%). No obstante, conviene resaltar que la EPA 2005 ha incorporado en este primer trimestre una serie de cambios metodológicos que dificultan el cálculo de tasas de variación homogéneas respecto a trimestres anteriores. Por ello, el INE ha llevado a cabo, en paralelo, una encuesta homogénea con la metodología anterior, que permite estimar que, sin los cambios introducidos en la EPA 2005, el crecimiento del empleo en el primer trimestre del año se habría situado en el 4,3%, tasa que supone, en cualquier caso, una aceleración del empleo en los primeros meses del año.

Por ramas de actividad, y según las cifras disponibles de la CNTR, en la agricultura se destruyó empleo en 2004, aunque a un ritmo inferior al del ejercicio precedente, intensificándose la caída durante el año (véase gráfico 19); las nuevas series de la EPA muestran también una

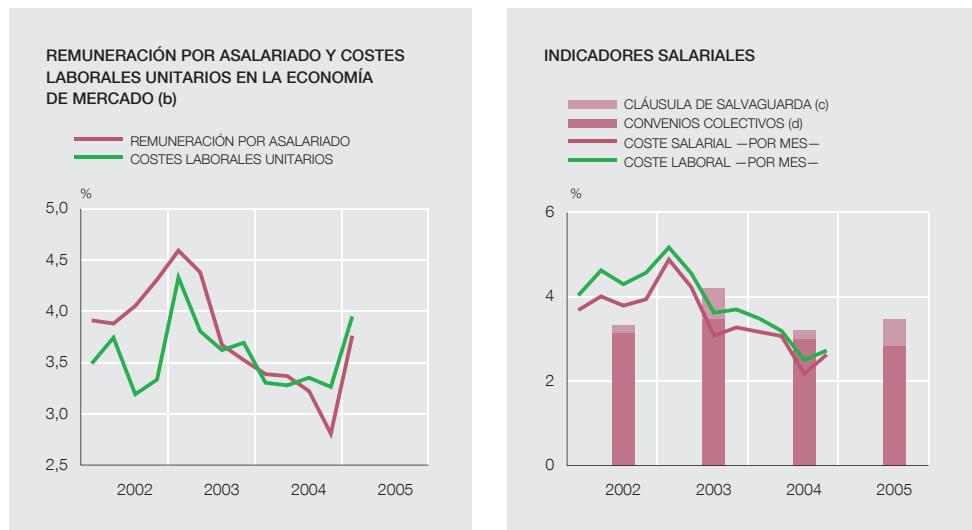
caída en 2004, aunque menos intensa, que, sin embargo, se profundiza, en mayor medida, en el trimestre final. En la industria, la recuperación del empleo en 2004 fue progresiva, pasando a observarse un incremento de los ocupados en el cuarto trimestre, después de año y medio de continuas caídas; de nuevo, este perfil lo reproduce la EPA, apuntando asimismo una recuperación en el cuarto trimestre, hasta un 2,6% en tasa interanual (1,3%, según la CNTR). La CNTR ya recogía una creación de empleo muy dinámica en la construcción, especialmente hacia el final del año 2004, con una aceleración hasta el 5,3% en ese período; según la EPA, el crecimiento medio del empleo en la construcción, en 2004, fue del 7,2%. En el sector de los servicios de mercado, el empleo registró una ralentización a medida que avanzaba el año 2004, que finalizó con un aumento del 3,3% en el último trimestre (3,5%, según la nueva EPA). Por último, en los servicios de no mercado, la atonía fue la característica fundamental en la creación de empleo durante el pasado año, observándose una moderación en su ritmo de avance de más de un punto porcentual, hasta un modesto 0,6%. En cuanto al primer trimestre de 2005, los datos de la EPA indican que el mayor dinamismo del empleo en los primeros meses del año se habría producido fundamentalmente en el sector servicios, donde los ocupados totales crecieron un 6,4% (5,1%, según la muestra homogénea). En la construcción, se habría producido una desaceleración en el primer trimestre del año, tras el fuerte incremento del empleo a finales de 2004 (9,8%), si bien la nueva EPA muestra una desaceleración notablemente más intensa que la muestra homogénea (5,1%, frente a 8,1%). La industria, por su parte, habría mantenido tasas positivas de creación de empleo (2,6%), aunque con una notable desaceleración según las estimaciones homogéneas (0,9%). Finalmente, aunque a menor ritmo, en la agricultura se habría continuado destruyendo empleo.

Según la Contabilidad Nacional, en el año 2004 la recuperación observada en la evolución del colectivo de trabajadores por cuenta propia fue el factor principal, detrás de la aceleración del empleo. El empleo no asalariado registró un incremento medio del 2,3%, frente a una caída de 1,4% en 2003, mientras que el empleo asalariado se desaceleró dos décimas, hasta el 2,1%. No obstante, los ocupados no asalariados registraron una ligera desaceleración, en el último trimestre, mientras que el empleo asalariado, que se moderó en el primer semestre, tendió a recuperarse en la última parte del año. En la estadística de afiliaciones, el mayor dinamismo mostrado por los autónomos se compensó sobradamente con la moderación en la creación del empleo por cuenta ajena, convergiendo las tasas de crecimiento interanual de ambos colectivos en el entorno del 3%, al finalizar el año. Los datos revisados de la EPA también recogen esta evolución, con un crecimiento significativo de los ocupados no asalariados del 2,6% en 2004 (0,3% en 2003) y una desaceleración de los no asalariados de 0,7 pp, hasta el 4,2%.

Sobre la duración de los contratos, conviene resaltar, en primer lugar, que la mayor creación de empleo estimada por la EPA en los últimos años, tras la revisión publicada por el INE para los datos 1996-2004, se ha trasladado con especial intensidad a la contratación temporal, aumentando ligeramente la ratio de temporalidad (32,5% en 2004, frente a 30,6% con datos antiguos). En el primer trimestre del año, la contratación temporal habría mantenido su dinamismo, aunque su tasa de variación se ha visto notablemente afectada por los cambios introducidos en la EPA. Así, según la nueva encuesta el número de asalariados temporales creció un 5% en los primeros meses del año, lo que supone una notable desaceleración respecto al crecimiento observado a finales de 2004 (7,4%) y lleva a una reducción de 1 pp en la ratio de temporalidad, hasta el 31,9%. Sin embargo, la muestra homogénea registra un crecimiento interanual de los asalariados temporales del 8,4%, en el trimestre, y una práctica estabilización de la ratio de temporalidad (32,8%). En ambos casos, no obstante, estos crecimientos son superiores a los estimados para el empleo indefinido (3,8% según la nueva encuesta y 3% con la metodología común). Desde la óptica de la duración de la jornada, los cambios introducidos en la EPA han afectado muy sensiblemente a la medición del número de trabajadores a tiem-

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS Y COSTES LABORALES (a)

GRÁFICO 20



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- d. Incremento acumulado.

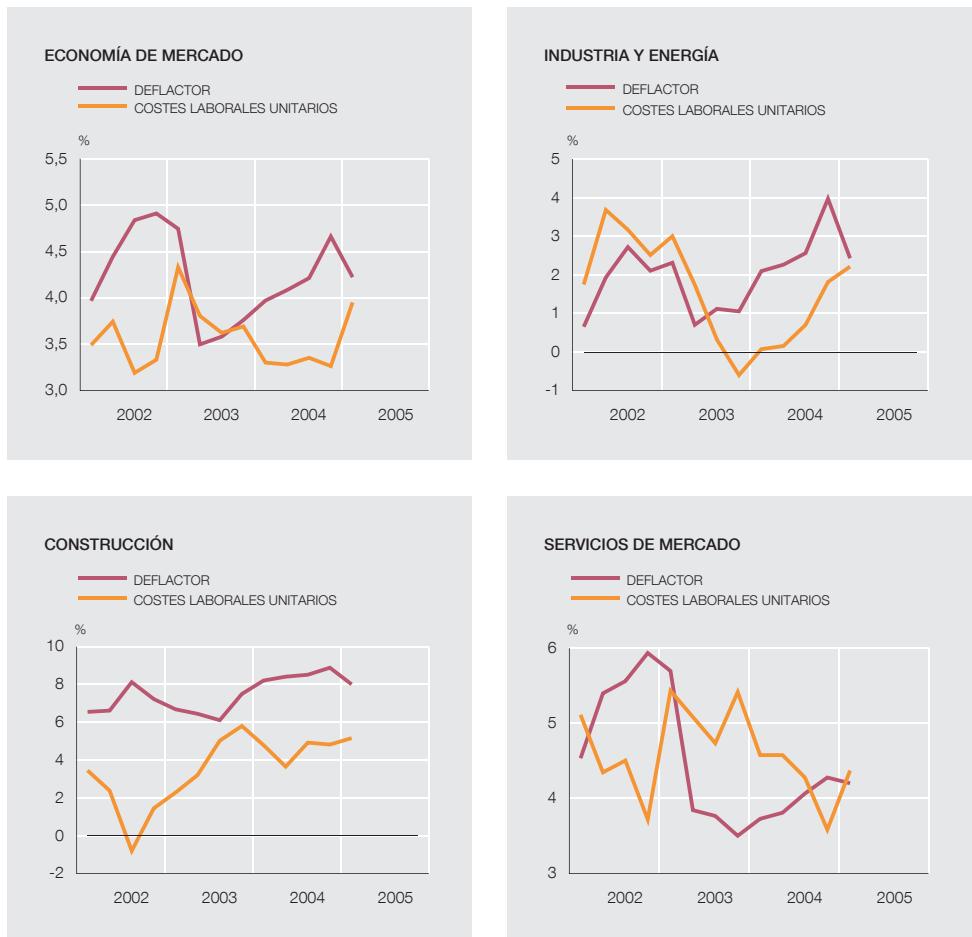
po parcial, de forma que la ratio de parcialidad se ha situado en el 13,1%, frente al 8,7% estimado previamente por la EPA para finales de 2004.

Por lo que respecta a la participación en el mercado de trabajo, la revisión de la base poblacional de la EPA supone un mayor crecimiento de la misma en los últimos años (3,3% en 2004, frente al 2% con datos antiguos), pero manteniendo un perfil similar. En el primer trimestre del año, la población activa habría incrementado su dinamismo, al crecer un 3,5% según la nueva EPA 2005. Este mayor dinamismo se observa asimismo si atendemos a la información proporcionada por el INE sobre la muestra homogénea con la anterior metodología, que registra un crecimiento de la población activa algo inferior (3,3%), pero también por encima del observado a finales de 2004. En cuanto al desempleo, se observó un significativo descenso en el primer trimestre del año (-8,2%, en tasa interanual) y la tasa de paro se redujo hasta el 10,2%, 0,4 pp por debajo de su nivel a finales de 2004. Sin embargo, esta evolución parece bastante afectada por los cambios introducidos por el INE en la encuesta, ya que, acudiendo a la información sobre la muestra homogénea, el desempleo se redujo en menor medida (-4,8%) y la tasa de desempleo se estabilizó en el 10,6%. Los datos del paro registrado muestran una tendencia similar, con un descenso del 1,5% en el último trimestre de 2004, que se prolongó en el primer trimestre de 2005, cuando el paro registrado disminuyó un 2,5%.

4.3 Costes y precios

La remuneración por asalariado, estimada en el marco de la CNTR, aumentó un 4% en 2004, por debajo del incremento registrado el año precedente (4,3%). Esta desaceleración fue mayor en la economía de mercado, donde la remuneración se incrementó un 3,2%, y a ella contribuyeron todas las ramas de este agregado, especialmente los servicios (2,7%) y la industria (3,7%). A lo largo del año, la remuneración por asalariado en la economía de mercado presentó una senda de suave moderación, que se intensificó en el cuarto trimestre, período en el se incrementó un 2,8% en tasa interanual (véase gráfico 20).

La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) ha reflejado la moderación salarial en el conjunto del año 2004 con mayor intensidad que la Contabilidad Nacional Trimestral. Así, el au-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

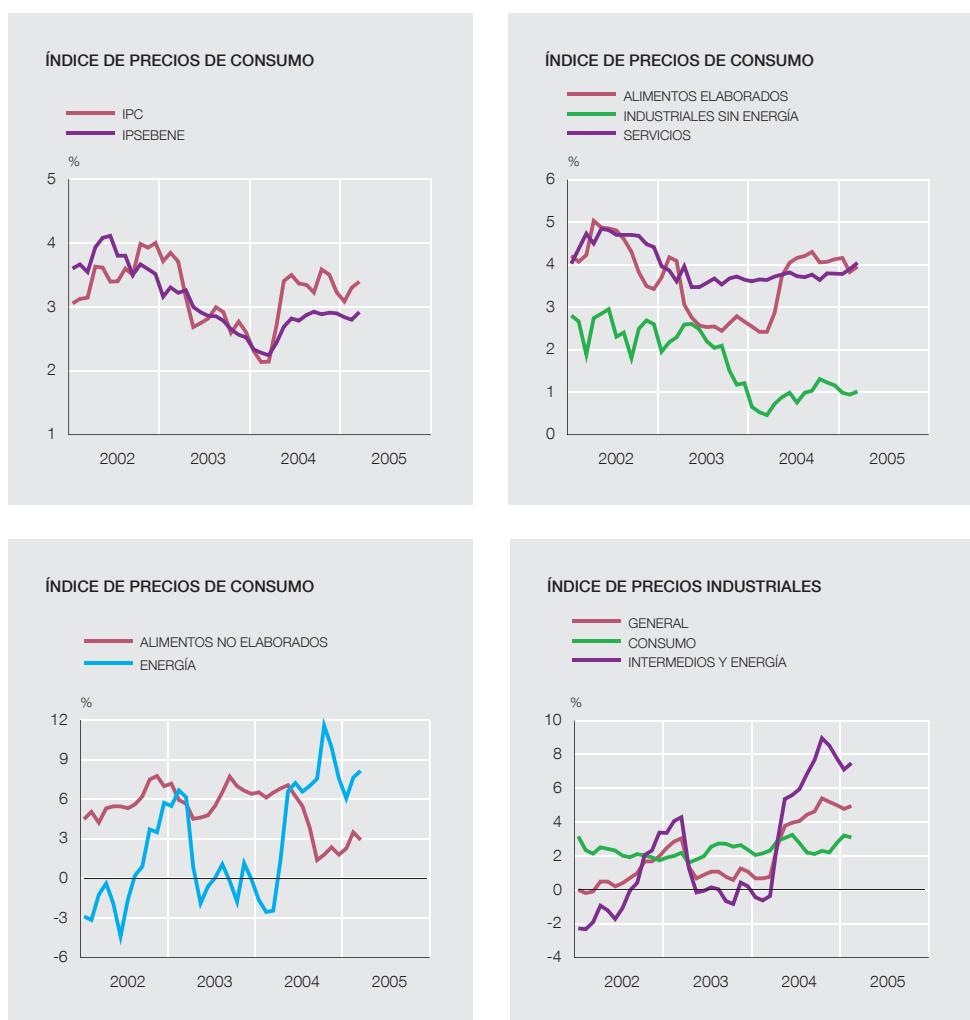
a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

mento de los costes laborales por mes fue del 3%, lo que supone una desaceleración respecto al año precedente de 1,2 pp. Por ramas de actividad, la desaceleración del coste laboral fue generalizada, con recortes de sus respectivas tasas de aumento de en torno a un punto, hasta el 2,6% en los servicios, el 3,4% en la industria y el 5,2% en la construcción. Por componentes, se observó una ralentización de los costes salariales, al crecer un 2,8%, y una notable desaceleración de los otros costes, que registraron un tasa del 3,6% (5,4% en 2003). Dentro del coste salarial, destaca el menor crecimiento del salario ordinario por segundo año consecutivo, que le llevó a crecer un 2,1% en 2004. Al comparar esta cifra con el aumento de las tarifas pactadas en convenios, se aprecia una deriva salarial negativa, que podría estar relacionada con la incorporación de trabajadores con niveles salariales más bajos o, también, con el significativo avance del empleo a tiempo parcial registrado en 2004, aunque resulta difícil de explicar en su totalidad a partir de estos fenómenos.

Por lo que se refiere a 2005, los convenios registrados hasta el 31 de marzo muestran un incremento salarial ligeramente inferior al observado el año precedente, un 2,85%. Estos convenios afectan casi a 4,8 millones de trabajadores, pero la práctica totalidad de los mismos son revisados, por lo que el incremento de las tarifas incorporado en los de nueva firma (3,6%) no puede considerarse indicativo del desarrollo futuro de la negociación colectiva. En marzo, los agentes sociales renovaron el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC) sin cambios con respecto al acuerdo del año anterior, por lo que no cabe esperar

INDICADORES DE PRECIOS (a)
España

GRÁFICO 22



FUENTE: INE.

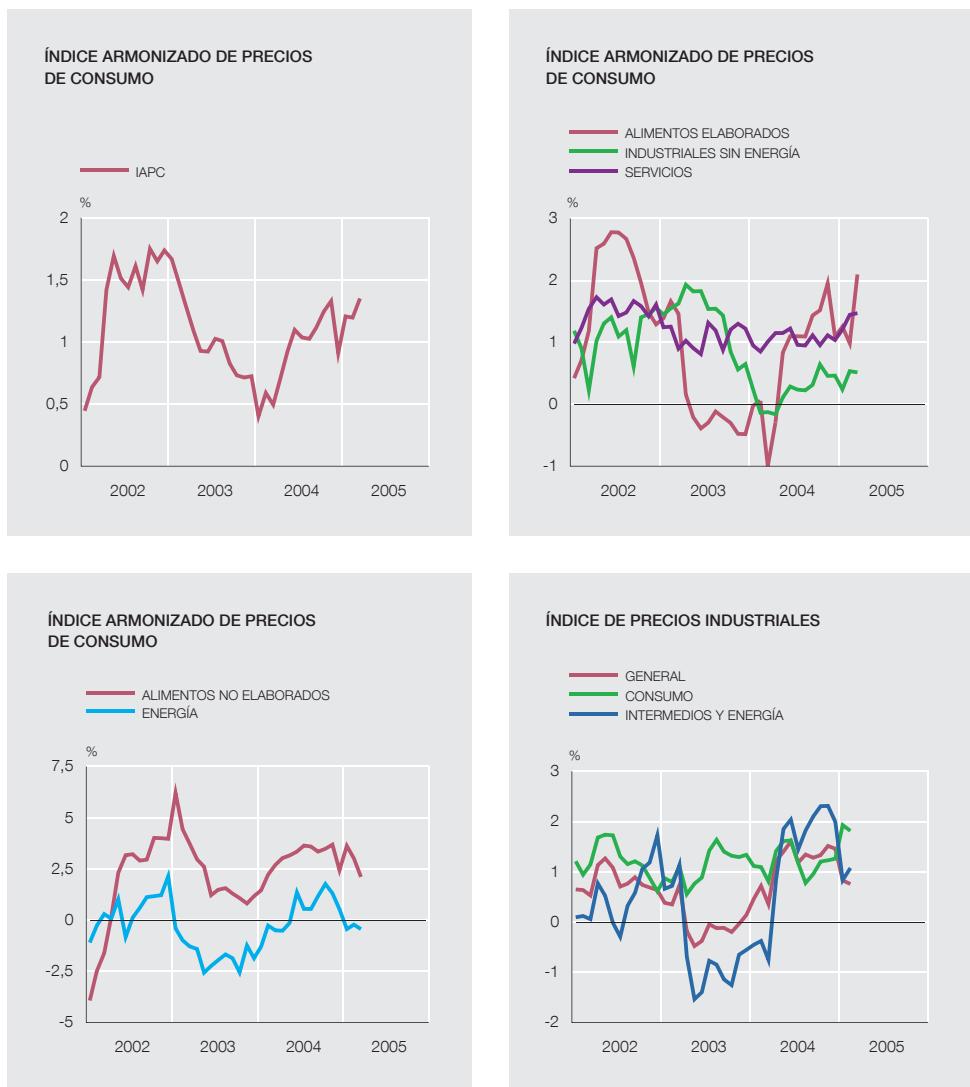
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

diferencias significativas con los resultados del año precedente. Este hecho, junto a un mayor efecto de la cláusula de salvaguarda correspondiente a 2004 (que podría alcanzar los 0,6 pp, frente a 0,2 pp en 2003), apuntaría hacia un repunte en los costes laborales para el año en curso.

La moderación en el crecimiento de la remuneración por asalariado en la parte final del año se trasladó al coste laboral por unidad de valor añadido, a pesar de la ligera reducción en el incremento de la productividad. En concreto, el coste laboral por unidad de valor añadido se desaceleró hasta el 3,5%, en el cuarto trimestre de 2004. En cambio, el deflactor del valor añadido intensificó su ritmo de crecimiento, hasta el 4,3%, de forma que el proceso de ampliación de márgenes, que ya se observaba en trimestres anteriores, se mantuvo. En la economía de mercado se observó una ampliación similar de los márgenes, ya que los precios evolucionaron de forma aún más expansiva. En el gráfico 21, se recoge el comportamiento del deflactor y del coste laboral unitario en la economía de mercado y en las principales ramas que la forman. Como en períodos anteriores, se observan en el cuarto trimestre del año ciertas diferencias en la evolución de estas variables entre las distintas ramas de actividad. Así, mientras que la aceleración del deflactor fue común a todas las

INDICADORES DE PRECIOS
Diferenciales con la UEM (a)

GRÁFICO 23



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

ramas no agrarias, el coste laboral unitario se aceleró en la industria y energía, aunque los márgenes continuaron ampliándose. En la construcción, se observó un proceso similar de ampliación de márgenes, en un contexto de estabilidad en el avance de los costes, mientras que en los servicios, tras varios trimestres consecutivos contrayéndose, los márgenes se ampliaron, debido a la fuerte desaceleración de los costes laborales por unidad de valor añadido.

En el cuarto trimestre del año, el deflactor de la demanda final mantuvo estable su ritmo de avance interanual en el 4%, al tiempo que se aceleraba el deflactor del PIB en dos décimas, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 4,7%, y se registraba una ligera desaceleración del deflactor de las importaciones, hasta el 2,8%. Todo ello, en un contexto en el que continúa aumentando el peso de las importaciones en la demanda final, en detrimento de la producción interna. Aunque los precios de importación energéticos se aceleraron en el cuarto trimestre, la revalorización del euro frente al dólar contribuyó al moderado comportamiento de los precios de importación de los bienes no energéticos.

Desde la óptica de la demanda, el deflactor del consumo registró el pasado año un crecimiento interanual del 3,3% en el cuarto trimestre, dentro de una trayectoria alcista durante el año. El IPC mostró un perfil similar y aumentó un 3,4% en el cuarto trimestre de 2004 (una décima más que en el trimestre anterior). En los tres primeros meses del año, el crecimiento medio del IPC retrocedió hasta el 3,3%, mientras que el IPSEBENE se mantuvo estable en el 2,9% (véase gráfico 22). El componente más inflacionista volvió a ser el de los precios energéticos, con un crecimiento medio del 7,3%, a lo que contribuyeron el incremento de la tarifa eléctrica a principios de año y la trayectoria alcista que mantienen los precios de combustibles y carburantes desde finales del mes de enero hasta la actualidad, en línea con la evolución del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, en el primer trimestre del año los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 1%, en tasa interanual, dos décimas menos que en el período anterior, debido, en parte, a la menor intensidad de las rebajas de invierno y a una reducción del precio de los medicamentos en marzo.

Los precios de los alimentos elaborados se desaceleraron una décima en el período enero-marzo, en relación con el trimestre anterior, hasta situar su crecimiento interanual medio en el 4%. Los precios del pan y los cereales, así como de los aceites, moderaron su ritmo de avance, contrariamente a lo ocurrido con los correspondientes a los derivados de las carnes. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados repuntaron en el primer trimestre, hasta una tasa del 2,9%, tras el mínimo alcanzado en el trimestre; algunas partidas como la de carne de ave y las de hortalizas y frutas se encarecieron, estas últimas como consecuencia de las heladas ocurridas en el mes de febrero. Por último, los precios de los servicios se aceleraron dos décimas en el primer trimestre, hasta una tasa interanual media del 3,7%, debido a que en los primeros meses del año tuvieron lugar aumentos de las tarifas de transporte superiores a las del pasado año; también la ubicación de la Semana Santa en marzo, y no en abril, como en 2004, ha contribuido a esa aceleración, si bien este efecto será pasajero.

En el primer trimestre del presente año, la inflación española medida por el IAPC disminuyó dos décimas, hasta el 3,3%. En el conjunto de la UEM, la inflación se redujo tres décimas, situándose en el 2% en el período enero-marzo. Por consiguiente, el diferencial se amplió en una décima, hasta alcanzar 1,3 pp (véase gráfico 23). La ampliación del diferencial en los servicios reflejó la desaceleración de estos precios en la zona del euro. En el caso de los bienes, el diferencial se estrechó por la favorable evolución de los mismos en todos sus componentes. La reducción fue especialmente intensa en el caso de los bienes industriales energéticos, ya que la desaceleración en España fue mayor que en la UEM, situándose el diferencial en valores negativos desde enero del presente año. Según el indicador adelantado del IAPC, la inflación habría aumentado una décima en abril, hasta el 3,5%, mientras que se habría mantenido constante en la UEM, dando lugar a una nueva ampliación del diferencial.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) experimentó una nueva aceleración en el mes de marzo, retomando la trayectoria alcista que siguió a lo largo del año 2004 y que abandonó temporalmente al comienzo de 2005. Su tasa de crecimiento interanual se situó en el 5,1% en ese mes, frente al 4,9% del mes anterior y al 5,2% registrado en media, en el cuarto trimestre del pasado año. El origen del repunte fueron los precios de producción de la energía, cuya tasa interanual alcanzó el 13,1% en marzo, así como, en menor medida, una cierta aceleración de los precios de producción de los bienes de equipo. Por el contrario, los precios de los bienes de consumo y de los intermedios se desaceleraron. El diferencial de crecimiento con los precios de producción de la zona del euro se redujo hasta el 0,8 pp en febrero, último dato disponible, frente al 1,5 pp de finales del año pasado (véase gráfico 23). Entre los restantes indicadores de precios, los precios percibidos por los agricultores mantuvieron comportamientos

	me y %						
	Liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Presupuesto inicial 2005	Variación porcentual 2005/2004	Liquidación		
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	115.270	5,1	117.592	2,0	27.259	31.019	13,8
Impuestos directos	58.668	3,8	63.689	8,6	10.138	12.466	23,0
IRPF	30.405	-7,4	33.703	10,8	9.513	11.091	16,6
Sociedades	26.019	18,7	27.901	7,2	115	854	--
Otros (a)	2.244	26,5	2.085	-7,1	510	520	2,0
Impuestos indirectos	41.350	5,8	43.051	4,1	13.179	15.638	18,7
IVA	29.108	7,3	30.015	3,1	10.394	12.683	22,0
Especiales	9.751	-0,4	10.413	6,8	2.203	2.289	3,9
Otros (b)	2.491	14,9	2.623	5,3	582	666	14,5
Otros ingresos	15.252	8,5	10.852	-28,9	3.942	2.915	-26,1
2 PAGOS NO FINANCIEROS	114.743	0,8	124.527	8,5	29.556	34.030	15,1
Personal	19.488	5,6	20.447	4,9	4.371	4.507	3,1
Compras	3.510	17,2	2.905	-17,2	965	813	-15,8
Intereses	16.760	-15,3	19.293	15,1	6.003	8.209	36,7
Transferencias corrientes	61.006	5,0	63.565	4,2	14.531	16.426	13,0
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.104	-5,7	8.841	24,5	2.012	2.455	22,0
Transferencias de capital	6.875	-0,9	6.986	1,6	1.673	1.621	-3,1
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	527	...	-6.935	...	-2.297	-3.011	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL							
Recursos no financieros	115.683	4,6	118.145	2,1	26.771	30.168	12,7
Empleos no financieros	125.546	11,6	121.538	-3,2	25.690	27.028	5,2
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN							
	-9.863	...	-3.392	...	1.081	3.140	...
(en porcentajes del PIB)	-1,2		-0,4		0,1	0,4	

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

muy moderados en los últimos meses, mientras que los precios hoteleros se desaceleraron en enero y febrero, de forma similar a lo ocurrido en el último trimestre del pasado año.

4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran una mejora del superávit, que pasó de los 1.081 millones de euros en el primer trimestre del año 2004 a los 3.140 millones de este año 2005. Esta evolución se debió al aumento de los recursos en un 12,7%, frente al incremento del 5,2% en los empleos.

Estas cifras contrastan con el resultado de caja, tanto por el signo como por su evolución. En efecto, siguiendo el criterio de caja, el Estado registró un déficit de 3.011 millones de euros en el primer trimestre de 2005, frente al déficit algo menor, de 2.297 millones, registrado en los primeros meses del año anterior (véase cuadro 3). La diferente evolución de ambos saldos responde principalmente al ajuste debido al distinto criterio de contabilización de los intereses pagados. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado en los próximos meses.

En cuanto a los ingresos de caja, estos aumentaron un 13,8% en el primer trimestre, por la fortaleza de las principales figuras impositivas, lo que contrasta vivamente con la previsión presupuestaria de un aumento del 2% para el conjunto del año 2005. La recaudación de los impuestos directos se vio impulsada tanto por el IRPF, que aumentó un 16,6% (en particular, las retenciones del trabajo se incrementaron un 15,7%) en estos primeros meses, como por el impuesto sobre sociedades¹ (en este caso, debido, en parte, a la caída en las devoluciones realizadas). El IVA avivó el ritmo de crecimiento mostrado en los últimos meses del año anterior y alcanzó un crecimiento del 22%, mientras que, por el contrario, los impuestos especiales, debido al estancamiento en la recaudación del impuesto sobre hidrocarburos por la congelación del tipo impositivo y por la moderación del consumo, tuvieron un crecimiento más débil. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, la caída registrada vino determinada por las fuertes reducciones en los ingresos procedentes del Banco de España y de los Organismos autónomos, así como por la reducción, en cerca de un 70%, de los Fondos procedentes de la Unión Europea (aunque estas transferencias tienen una evolución muy errática).

Los pagos de caja, por su parte, mantuvieron un crecimiento extraordinariamente elevado comparado con la previsión presupuestaria, debido a los pagos por intereses y por transferencias corrientes. En el primer caso, los pagos están condicionados por el calendario de vencimientos de la deuda pública y por el efecto de la asunción de deuda de RENFE por parte del Estado en el año 2004², aunque este último se compensa con un menor gasto por subvenciones a dicha empresa. En las transferencias hay que tener en cuenta el fuerte aumento del recurso PNB destinado a la Unión Europea por el adelanto de un mes en los pagos realizados. Es de esperar que, en estos dos capítulos, las tasas converjan en los próximos meses hacia cifras más acordes con las presupuestadas. Hay que destacar, por otra parte, que los pagos de personal registraron un crecimiento muy moderado hasta marzo (un 3,1%), en tanto que las compras disminuyeron notablemente. Por el contrario, las inversiones reales registraron un aumento del 22%, debido, en parte, a los gastos asociados a la red ferroviaria convencional, cuya gestión es responsabilidad del Estado a partir de enero de 2005. No obstante, estos mayores pagos se compensan con el descenso de las transferencias de capital que, con el modelo ferroviario anterior, se destinaban a RENFE.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, se cuenta con información del Sistema, relativamente retrasada, pues se refiere al mes de enero. Las cotizaciones sociales experimentaron un aumento del 7,1% respecto a enero del año anterior, lo que supone un ritmo de crecimiento similar al registrado al final de 2004, aunque inferior al 8,9% de incremento previsto en el presupuesto, respecto al presupuesto del año anterior. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,8% en el primer trimestre del año 2005, igual que en el conjunto del año 2004. Por el lado del gasto, las pensiones aumentaron un 6,7% en enero, algo por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 0,8% en el primer trimestre. El gasto en prestaciones por desempleo aumentó un 5,9% hasta febrero, frente al incremento del 9,6% en el conjunto del año 2004. Esta desaceleración estuvo determinada por la caída del paro registrado, que se redujo un 1,4% en el primer trimestre de 2005, frente al 1,8% de crecimiento en el conjunto del año anterior. Por el contrario, la tasa de cobertura se situó en el 75,9% en enero de 2005, bastante por encima del nivel con que terminó 2004. Como resultado de estos dos factores contrapuestos, el número de beneficiarios creció un 2,7% en enero, frente al 5,6% de crecimiento medio en 2003.

1. Este impuesto no presentará tasas de variación relevantes hasta el ingreso a cuenta del mes de abril. 2. Esta operación está ligada al proceso de reestructuración del sistema ferroviario y no tuvo efectos en el saldo de caja de 2004.

		Millones de euros	
		ENERO	
		2004	2005
INGRESOS	Cuenta corriente	20.173	20.599
	Mercancías	10.814	10.932
	Servicios	4.583	4.942
	Turismo	2.214	2.379
	Otros servicios	2.369	2.563
	Rentas	1.563	1.800
	Transferencias corrientes	3.213	2.925
	Cuenta de capital	270	568
	Cuentas corriente + capital	20.443	21.166
PAGOS	Cuenta corriente	20.982	24.753
	Mercancías	13.803	15.607
	Servicios	3.291	3.511
	Turismo	632	784
	Otros servicios	2.659	2.727
	Rentas	2.203	3.024
	Transferencias corrientes	1.685	2.612
	Cuenta de capital	95	132
	Cuentas corriente + capital	21.077	24.885
SALDOS	Cuenta corriente	-809	-4.155
	Mercancías	-2.989	-4.675
	Servicios	1.292	1.431
	Turismo	1.582	1.595
	Otros servicios	-290	-164
	Rentas	-640	-1.223
	Transferencias corrientes	1.528	313
	Cuenta de capital	176	436
	Cuentas corriente + capital	-633	-3.719

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

4.5 La balanza de pagos y la cuenta de capital en la economía

En el primer mes de 2005, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 3.719 millones de euros, superior en 3.086 millones de euros al contabilizado un año antes. Este resultado se explica por el notable deterioro que acusó el saldo de la cuenta corriente, que amplió su déficit en 3.346 millones de euros, ya que el superávit por operaciones de capital se incrementó en 260 millones de euros, en relación con el alcanzado en el mismo mes de 2004. La negativa evolución de la cuenta corriente vino determinada, fundamentalmente, por la nueva ampliación del déficit de mercancías, el notable descenso del superávit por transferencias corrientes y, en menor medida, el deterioro del déficit de rentas, mientras que el saldo positivo de servicios experimentó cierta mejora (véase cuadro 4).

En enero de 2005 el déficit de la balanza comercial reflejó un empeoramiento de 1.686 millones de euros sobre el nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 56,4%, intensificando el notable deterioro que le caracterizó en el ejercicio anterior. El vigor que mantuvieron en enero los flujos reales de importaciones, frente al retroceso de las ventas exteriores reales, unido al fuerte encarecimiento que continuó experimentando la factura energética, en línea con la escalada de los precios del crudo en los mercados internacionales, propiciaron esta importante ampliación del déficit comercial.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo en enero de 2005 se situó en 1.431 millones de euros, 139 millones por encima del contabilizado en igual mes del año anterior, lo que supone un incremento interanual del 10,8%. Esta mejora se explica por el tímido aumento del 0,8% que experimentó el superávit turístico, y, en mayor medida, por la corrección del 43,5% que mostró el déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos aumentaron un 7,4% en enero, acentuando la tónica de recuperación que iniciaron en el último trimestre de 2004, en línea con el tono positivo que mantuvieron en ese mes tanto las entradas de turistas extranjeros como, especialmente, sus pernoctaciones hoteleras, si bien en febrero reflejaron cierta debilidad. Por su parte, los pagos turísticos prolongaron en enero el notable dinamismo que les caracterizó en el ejercicio anterior, con un aumento del 24,1%, en un contexto de notable apreciación de nuestra divisa.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró un deterioro de 584 millones de euros en enero de 2005, en relación con el observado en idéntico mes del ejercicio anterior, situando su déficit en 1.223 millones de euros. Los ingresos aumentaron un 15,1%, reflejando el dinamismo que adquirieron los percibidos por las instituciones financieras residentes, mientras que retrocedieron notablemente los ingresos recibidos por el sector privado no financiero. Los pagos, por su parte, reflejaron un aumento superior, del 37,2%, derivado, en buena medida, del impulso que mostraron también los pagos realizados por el sector financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 313 millones de euros, en el primer mes del año, lo que supone un notable descenso, de 1.215 millones de euros, en relación con el nivel observado en enero de 2004. Los ingresos cayeron un 9%, fruto del retroceso que experimentaron en enero los flujos procedentes de la UE, tanto los destinados al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía como los dirigidos al sector público en concepto de Fondo Social Europeo, afectados, en parte, por los retrasos en la percepción de estos fondos que suelen producirse a principios de ejercicio —no obstante, en el conjunto del primer trimestre acumulan cierto aumento—. Los pagos, por el contrario, aumentaron un 55%, reflejando, fundamentalmente, el notable incremento que registraron los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso PNB y, en menor medida, de Recurso IVA, aunque también se impulsaron los pagos realizados por el sector privado.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 436 millones de euros en enero de 2005, reflejando un aumento de 260 millones de euros en relación con idéntico mes del año anterior, que se explica por el incremento que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al FEDER.

5.1 Rasgos más destacados

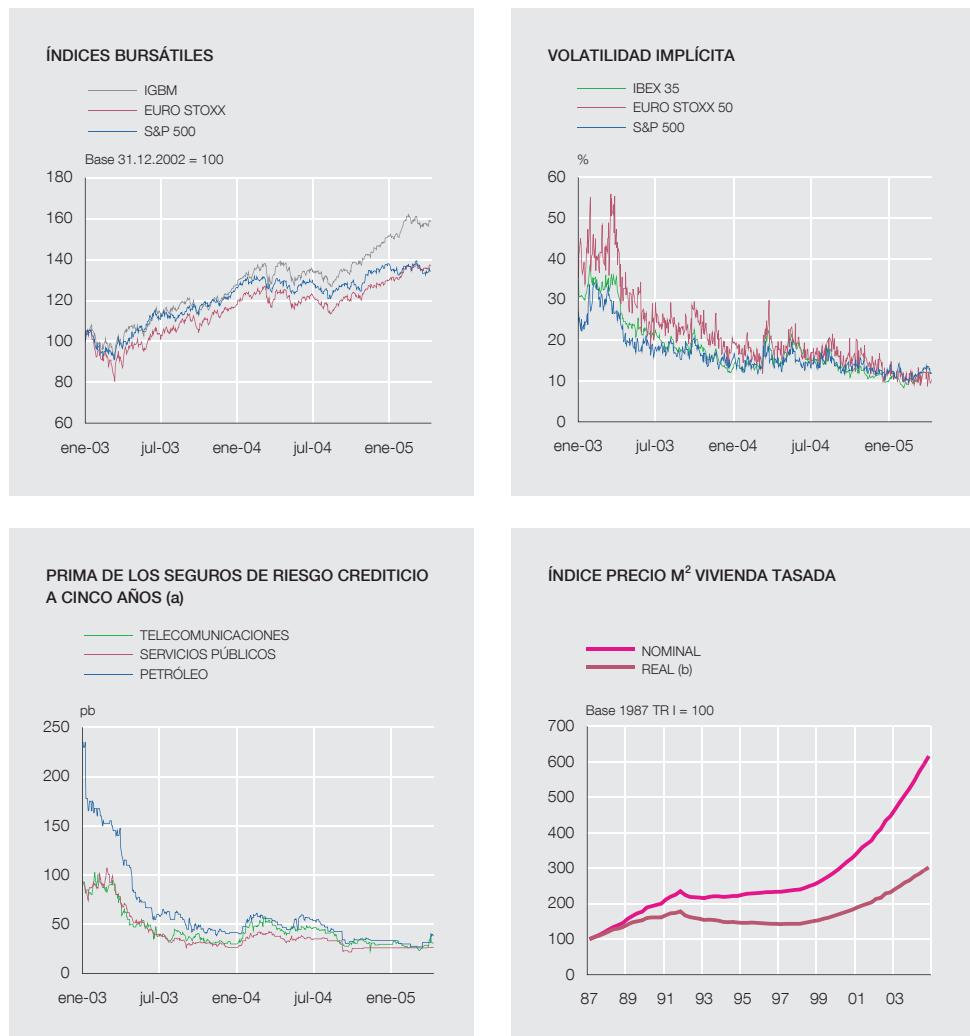
Durante el primer trimestre de 2005, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables y la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo experimentó descensos en enero y la primera mitad de febrero, que fueron posteriormente corregidos. De este modo, en marzo el EURIBOR medio a un año fue del 2,3%, cifra similar a la registrada en diciembre, mientras que la rentabilidad media del bono español a diez años acumulaba a lo largo del ejercicio un incremento de 10 puntos básicos (pb), hasta situarse en el 3,7%. Según la información disponible hasta febrero, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito al sector privado no experimentaron, en general, variaciones significativas, por lo que siguen próximos a los mínimos registrados en 2003. Asimismo, el coste de financiación de las empresas con valores de renta fija continuó siendo reducido, como consecuencia de las bajas rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública y del mantenimiento de las primas de riesgo en torno a los moderados niveles de finales de 2004 (véase gráfico 24).

En los mercados bursátiles nacionales y europeos las cotizaciones continuaron mostrando la trayectoria ascendente de los últimos meses de 2004, acompañada del mantenimiento de una reducida volatilidad, si bien durante el mes de marzo se produjeron algunas correcciones, que han continuado en abril en un contexto de nuevo tensionamiento de los precios del petróleo. De este modo, a finales del primer trimestre, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización durante este año del 3,7%, cifra similar a la registrada durante el mismo período por el EURO STOXX amplio (4,3%) y que contrasta con los descensos que recogía el S&P 500 de las bolsas americanas (-2,6%).

De acuerdo con los datos más recientes, los precios en el mercado de la vivienda han continuado aumentando a ritmos elevados. Así, según la información oficial del Ministerio de la Vivienda correspondiente al cuarto trimestre de 2004, la tasa de expansión interanual de dicho precio avanzó 0,3 pp respecto a septiembre y se situó en el 17,5%. Esta ligera aceleración se observó tanto en los municipios pequeños como en los medianos, mientras que, en las localidades de más de 500.000 habitantes, que venían registrando un crecimiento superior al de la media, se produjo cierta moderación.

En este contexto, durante el cuarto trimestre de 2004 la financiación al sector privado siguió expandiéndose a tasas elevadas, en el entorno del 16%. Por componentes, la información disponible muestra que el grueso de los recursos continuó destinándose al sector inmobiliario, aunque resulta significativo el mayor dinamismo que mostró el crédito al sector industrial, en línea con la recuperación de la inversión productiva. La información provisional de los primeros meses de 2005 no apunta síntomas de desaceleración de los fondos captados por los hogares y las empresas españolas.

Los indicadores de presión financiera de las familias mostraron un nuevo deterioro durante el último trimestre del pasado año, evolución que, según la información provisional más reciente, habría continuado durante los primeros meses de 2005. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) volvieron a incrementarse, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda continuó descendiendo y, de acuerdo con las Cuentas Financieras, el ahorro financiero del sector se redujo en 2004, hasta alcanzar un valor negativo equivalente al 0,1% del PIB (véase cuadro 5). En cambio, la riqueza neta de los hogares mantuvo su perfil creciente entre octubre y diciembre del mismo ejercicio,



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade y Banco de España.

- a. Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociado unas primas menores (en torno al 10%).
- b. Deflactado con el IPC.

gracias fundamentalmente a la revalorización de los inmuebles, principales activos del patrimonio de la mayoría de las familias españolas (véase recuadro 5).

En el caso de las sociedades, la ratio agregada de endeudamiento sobre resultados siguió incrementándose entre octubre y diciembre de 2004, mientras que la carga financiera por intereses se mantuvo en los niveles del trimestre anterior. Los avances para la parte transcurrida de 2005 apuntan a nuevos aumentos en el primer estadístico y a un ligero repunte en el segundo, que, no obstante, se situaría todavía por debajo de los valores máximos observados en períodos recientes. Por otra parte, la brecha de financiación, que mide los recursos netos necesarios para acometer la formación bruta de capital y la inversión con carácter permanente en el exterior, volvió a reducirse durante los últimos tres meses del año pasado. Por lo que se refiere a los beneficios, la información de la Central de Balances Trimestral (CBT) muestra un comportamiento muy favorable de los resultados ordinarios durante 2004, que fue bastante generalizado por sectores, aunque la recuperación fue más intensa en el caso de la industria. Esta evolución permitió que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y, especialmente, sobre la inversión descendieran, a pesar del avance del endeudamiento.

	% del PIB								
	1999	2000	2001	2002	2003		2004		
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-2,4	-3,0	-3,6	-4,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-0,3	-2,4	-3,4	-2,9	-4,0	-3,8	-4,7	-5,6	-4,8
Sociedades no financieras	-2,3	-3,4	-4,5	-4,4	-4,5	-4,7	-5,4	-5,7	-4,7
Hogares e ISFLSH	2,0	1,1	1,1	1,4	0,6	0,9	0,7	0,2	-0,1
Instituciones financieras	0,5	0,8	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4	0,8
Administraciones Públicas	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,2	0,6	-0,3

FUENTE: Banco de España.

Las condiciones holgadas de financiación y la revalorización de la riqueza de los hogares han seguido contribuyendo a sostener el vigor del consumo y la inversión residencial y, previsiblemente, lo seguirán haciendo durante los próximos meses. No obstante, se está incrementando el grado de presión financiera que soporta el sector, al tiempo que su comportamiento descansa, en parte, en incrementos en los precios de la vivienda superiores a lo que indican sus determinantes de largo plazo. Cuanto más tarde se empiecen a corregir estas tendencias, mayor será la probabilidad de que se terminen materializando los riesgos para el dinamismo del gasto de las familias que se han venido señalando en anteriores informes.

Por el contrario, en el caso de las sociedades, aunque también se detecta una pauta creciente en el endeudamiento, la carga financiera se sitúa en niveles inferiores a los observados en períodos recientes. Además, la mejoría de los indicadores sintéticos de presión financiera, la situación más saneada de las grandes empresas y la confirmación de los indicios de recuperación en la rama industrial sugieren que los riesgos para la evolución del gasto en inversión y de la contratación del sector asociados a su posición patrimonial son menos relevantes.

5.2 El sector hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo holgadas durante el primer trimestre de 2005. Así, en febrero los costes de los créditos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines situaron, respectivamente, en el 3,44% (5 pb más que en diciembre del pasado año) y el 5,84% (43 pb menos). En el primer caso, la cifra se sitúa algo por encima del valor mínimo alcanzado en 2004, mientras que en el segundo supone el registro más reducido observado en dicha serie. Del mismo modo, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) disponible, las entidades preveían, durante el mismo período, cierto endurecimiento de los criterios de concesión de créditos para la adquisición de vivienda y una ligera relajación de los correspondientes a los préstamos destinados al consumo y otros fines.

Durante el cuarto trimestre de 2004, la deuda de los hogares siguió incrementándose a ritmos elevados, cercanos al 20% en términos interanuales. Por modalidades, el grueso de los fondos continuó dirigiéndose a la financiación de la vivienda, que presentó tasas de expansión por encima del 23%, mientras que los préstamos para consumo y otros fines moderaron su dinamismo y crecieron alrededor del 11%, en relación con el mismo período del año anterior, más de dos puntos porcentuales por debajo del dato del pasado mes de septiembre. La información provisional de los primeros meses de 2005 apunta a cierta aceleración en los recursos recibidos por los hogares para la adquisición de inmuebles, junto con un moderado descenso del avance de aquellos destinados a otras finalidades.

La inversión financiera realizada por los hogares (medida en términos acumulados durante los últimos doce meses) continuó desacelerándose y supuso, a finales de 2004, el 10,6% del PIB, 0,6 pp por debajo del dato de septiembre del mismo año (véase cuadro 6). Por instrumentos, se acentuó la preferencia por los activos más líquidos y de menor riesgo (efectivo, depósitos, valores de renta fija y FIAMM), cuyo flujo se incrementó en 0,3 pp en relación con el PIB, hasta suponer el 5,7%. Por el contrario, tanto la suscripción neta de FIM como las compras directas de acciones se moderaron, hasta situarse en el 1,9% y el 0,4% del PIB, respectivamente. Por último, las adquisiciones de seguros —que incluyen a los fondos de pensiones— se mantuvieron en niveles similares a los del trimestre anterior.

Los pasivos de los hogares continuaron creciendo de forma más intensa que las rentas del sector, por lo que la ratio de deuda sobre RBD siguió aumentando, hasta superar, al cierre de 2004, el 103%, nivel que se aleja del valor promedio de la UEM (90%) y que se acerca al de Estados Unidos (115%). Asimismo, la carga financiera asociada mantuvo el perfil creciente y se situó, en el mismo período, próxima al 14%, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda experimentó nuevos descensos, hasta alcanzar valores equivalentes a tan solo el 0,5% de la RBD de las familias (véase gráfico 25). Del mismo modo, las Cuentas Financieras muestran que, en términos acumulados de doce meses, el saldo de las operaciones financieras netas volvió a reducirse, llegando a alcanzar incluso un valor negativo, que supuso el 0,1% del PIB. Sin embargo, según la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, durante el mismo período, el porcentaje de familias que pudo dedicar dinero al ahorro se incrementó hasta el 40%. El contrapunto de esta evolución desfavorable de los indicadores de presión financiera fue, de nuevo, el aumento de la riqueza neta, gracias a la revalorización del precio de la vivienda y, en menor medida, al ascenso de las cotizaciones bursátiles.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Durante el primer trimestre de 2005, las condiciones de financiación de las sociedades continuaron siendo holgadas, incluso en mayor medida que a finales del año pasado. Así, los tipos de interés crediticios aplicados por parte de las entidades financieras se situaron en febrero en el 4,09% y el 2,91% para operaciones superiores e inferiores al millón de euros, respectivamente, lo que supone un descenso de 3 pb y 10 pb respecto a diciembre de 2004. Al mismo tiempo, según la última EPB disponible, las condiciones de oferta previstas por las entidades en la concesión de los préstamos en el mismo período eran menos restrictivas que durante los tres meses anteriores. Adicionalmente, el coste de la financiación en los mercados de renta fija se mantuvo en niveles reducidos, como consecuencia tanto de la baja rentabilidad de la deuda pública como del mantenimiento de las primas de riesgo crediticio en valores moderados. Por último, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable experimentaron cierta mejoría, como resultado del ligero incremento de las cotizaciones, en un contexto de reducida volatilidad.

De acuerdo con los últimos datos de las Cuentas Financieras, correspondientes al cuarto trimestre de 2004, el volumen de las operaciones de pasivo de las sociedades se moderó ligeramente (0,2 pp), hasta el 20,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6). Por instrumentos, los recursos obtenidos mediante fondos propios redujeron su importancia relativa, de modo que supusieron solamente el 2,6% del PIB, mientras que lo contrario sucedió con la financiación ajena con coste. En términos de tasas de variación, el avance interanual de la deuda se situó algo por encima del 13%, un nivel similar al del pasado septiembre, si bien la información provisional de los primeros meses de 2005 apunta a una aceleración. El desglose de este agregado muestra que el crédito de entidades residentes fue, durante los últimos tres meses del año, el componente más dinámico, registrando un crecimiento del 19% en relación con el mismo período de 2003, evolución que contrasta con la atonía de los préstamos exteriores y de la emisión doméstica de valores de renta fija.

El análisis de la composición del patrimonio de los hogares es importante, entre otros motivos, porque permite extraer conclusiones acerca de los efectos riqueza asociados a variaciones en los precios de los distintos activos. Utilizando la Encuesta Financiera de las Familias¹, que toma como referencia el año 2002, en este recuadro se analiza la estructura de la cartera de las familias españolas y cómo varía en función de los distintos niveles de renta o de riqueza.

Con este fin, en el cuadro 1 se muestra el porcentaje de hogares que poseen los distintos tipos de activos inmobiliarios y financieros, distinguiendo por niveles de renta y patrimonio neto (panel superior), así como también la proporción de la riqueza bruta total que representan

unos y otros (panel inferior). Estos datos confirman la elevada preferencia por la propiedad frente al alquiler que presentan las familias españolas, ya que un 82% de ellas son propietarias de la vivienda en la que residen. Aunque este porcentaje crece tanto con la renta como con la riqueza, es muy elevado incluso en la parte inferior de la distribución de ambas variables.

Como cabría esperar, en los hogares con menores recursos, medidos en función de la renta o del patrimonio neto, la vivienda principal supone el grueso de la riqueza inmobiliaria y, a su vez, de la total. A medida que aumentan los ingresos y la riqueza, el peso que tiene el valor de la vivienda principal en el patrimonio disminuye, pero en favor, en gran parte, de otros bienes inmuebles. De esta forma, la importancia relativa de la riqueza inmobiliaria se mantiene en niveles muy elevados, por encima del 75%, en la mayoría de los casos. Únicamente para las familias más acomodadas

1. Para mayor información sobre esta encuesta, véase Bover (2004), *Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta 2002*, Documento Ocasional n.º 0409, Banco de España.

TENENCIA DE ACTIVOS REALES Y FINANCIEROS Y COMPOSICIÓN DE LA RIQUEZA BRUTA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES
POR NIVELES DE RENTA Y RIQUEZA NETA

	Activos reales			
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Joyas, antigüedades y obras de arte	Negocios por trabajo por cuenta propia
A. Porcentaje de hogares que poseen el activo				
TODOS LOS HOGARES	81,9	30,1	18,2	12,4
PERCENTIL DE RENTA				
Menor de 40	76,4	20,7	12,7	6,2
Entre 40 y 60	80,8	27,4	16,4	12,8
Entre 60 y 80	85,1	33,5	20,7	15,3
Entre 80 y 90	89,6	42,7	26,8	19,9
Entre 90 y 100	92,3	53,7	29,9	22,6
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA				
Menor de 50	66,6	12,7	14,6	5,0
Entre 50 y 75	97,6	31,9	17,4	12,1
Entre 75 y 90	97,3	53,0	21,2	20,6
Entre 90 y 100	96,4	78,4	33,6	37,8
B. Contribución del valor de los distintos activos a la riqueza bruta				
TODOS LOS HOGARES	58,2	21,0	0,5	7,7
PERCENTIL DE RENTA				
Menor de 40	72,4	15,7	0,3	3,1
Entre 40 y 60	65,1	19,5	0,3	6,0
Entre 60 y 80	58,9	22,4	0,4	7,5
Entre 80 y 90	55,5	21,9	0,6	9,6
Entre 90 y 100	42,8	24,9	1,0	11,7
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA				
Menor de 50	80,3	7,5	0,5	1,7
Entre 50 y 75	77,3	11,4	0,3	2,7
Entre 75 y 90	63,3	20,8	0,5	4,9
Entre 90 y 100	36,2	31,7	0,7	14,3

FUENTE: Encuesta Financiera de las Familias (EFF).

se observan cifras inferiores, aunque todavía bastante altas (cerca-
nas al 70%).

Por otra parte, se observa que la contribución de las propiedades in-
mobiliarias distintas de la vivienda principal es, en la mayoría de estra-
tos de población, superior a la de los activos financieros, lo que refle-
ja la acusada preferencia de los hogares españoles por la inversión
residencial. Esto sucede incluso en las familias con mayores recursos
y que, por tanto, tienen mayores posibilidades de diversificación.

Por lo que se refiere a los activos financieros, su tenencia se incre-
menta tanto con la renta como con la riqueza (véase panel superior
del cuadro), al igual que sucede con los bienes inmobiliarios. Los
planes de pensiones son, después de las cuentas bancarias, los acti-
vos más extendidos. Por el contrario, la relevancia de los valores de
renta fija es bastante reducida (sólo un 1,9% de los hogares poseen
de manera directa este tipo de activos y en ninguno de los estratos de
población presentados en la tabla este porcentaje supera el 5%).
En todo caso, destaca el reducido peso que los activos financieros

tienen en el patrimonio de los hogares (12,6% para la familia repre-
sentativa). Aunque tiende a aumentar tanto con la renta como con la
riqueza, lo hace de forma poco importante, y únicamente para los
hogares en la decila extrema de la distribución se sitúa por encima
del 15%. Como cabría esperar, son estos últimos los que invierten
una mayor proporción de su riqueza en fondos de inversión y, sobre
todo, en acciones y participaciones, mientras que lo contrario suce-
de con las cuentas bancarias. Asimismo, se observa que, para un
porcentaje elevado de familias, la contribución de estos últimos ins-
trumentos al valor de la cartera financiera es superior al 50%.

Tomados en su conjunto, estos resultados ilustran la elevada impor-
tancia relativa de los activos inmobiliarios (no solo de la vivienda prin-
cipal) dentro de la cartera de las familias españolas, característica
que se observa en todos los estratos de población analizados. Además,
el porcentaje que representa la riqueza inmobiliaria de las familias
sobre el total de sus activos es uno de los mayores entre los países
de nuestro entorno y el peso de la inversión interna residencial en el
PIB se sitúa entre los más elevados de la UEM.

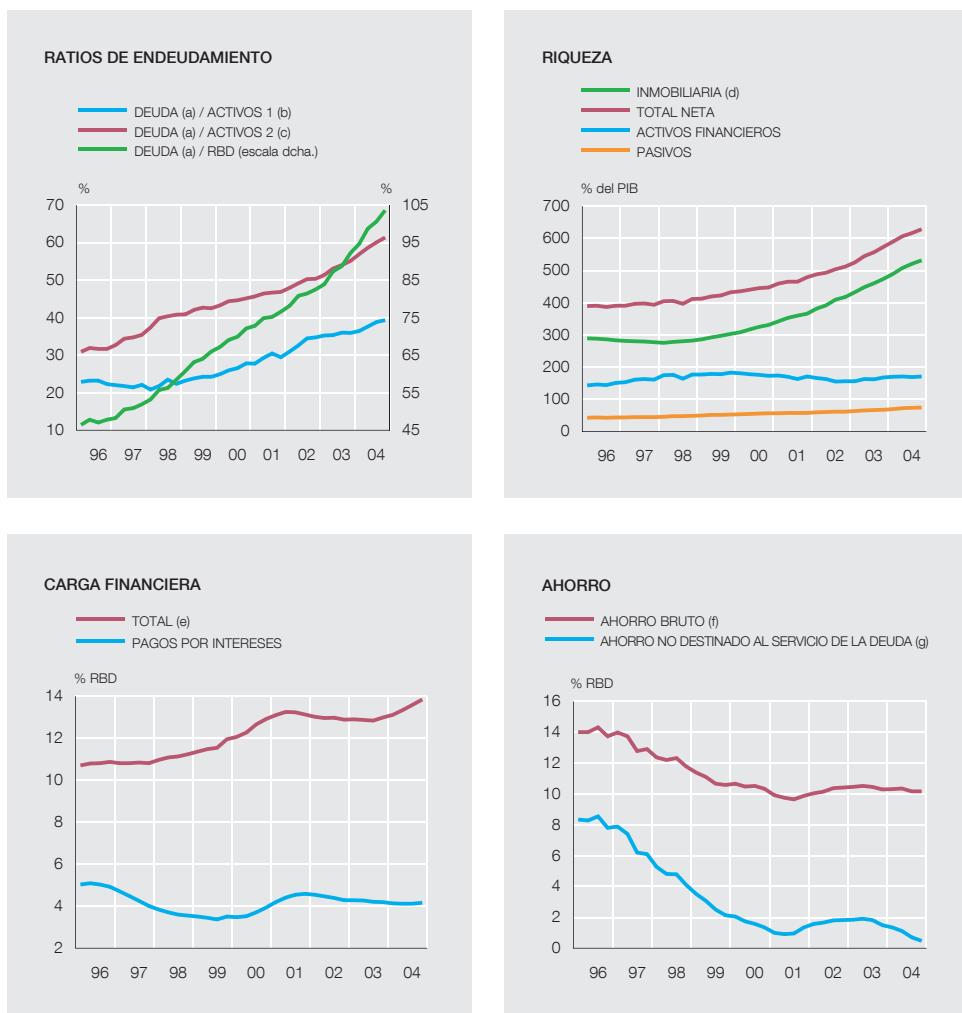
Activos financieros						
Cuentas bancarias	Acciones y participaciones	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones	Otros activos financieros	Total
A. Porcentaje de hogares que poseen el activo						
98,2	12,5	7,2	1,9	24,1	4,5	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
96,7	5,2	2,7	1,0	10,2	3,0	Menor de 40
98,7	8,9	5,4	2,2	22,0	4,6	Entre 40 y 60
99,3	14,9	9,5	2,3	30,5	4,3	Entre 60 y 80
99,4	19,3	11,9	2,6	39,1	5,3	Entre 80 y 90
99,8	37,1	19,9	3,4	55,6	9,9	Entre 90 y 100
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA						
97,3	4,1	2,1	0,7	12,6	3,6	Menor de 50
99,0	11,2	7,5	1,9	27,6	3,3	Entre 50 y 75
99,3	21,5	13,1	4,2	37,4	4,0	Entre 75 y 90
99,3	44,1	23,4	4,5	52,7	12,9	Entre 90 y 100
B. Contribución del valor de los distintos activos a la riqueza bruta						
5,0	3,3	1,2	0,3	2,2	0,6	100,0
						TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
5,6	0,8	0,6	0,3	1,0	0,2	100,0
5,2	1,1	0,7	0,3	1,2	0,6	Menor de 40
5,2	1,7	1,2	0,4	1,9	0,4	Entre 40 y 60
5,0	2,3	1,4	0,3	2,9	0,6	Entre 60 y 80
4,3	8,4	2,0	0,2	3,7	1,0	Entre 80 y 90
						Entre 90 y 100
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA						
7,1	0,5	0,4	0,1	1,3	0,5	Menor de 50
4,8	0,6	0,7	0,2	1,8	0,3	Entre 50 y 75
5,3	1,0	1,1	0,5	2,3	0,2	Entre 75 y 90
4,1	7,1	1,9	0,3	2,8	0,9	Entre 90 y 100

% del PIB	2001	2002	2003	2004		
				II TR	III TR	IV TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	7,9	8,8	10,1	11,5	11,2	10,6
Medios de pago	1,2	3,7	4,4	4,6	4,2	4,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,5	1,6	0,1	0,9	1,5	1,8
Acciones y otras participaciones (b)	-0,2	0,7	0,7	0,9	0,9	0,4
Fondos de inversión	0,8	0,2	2,3	2,2	1,6	1,4
FIAMM	1,3	0,7	0,6	0,0	-0,3	-0,2
FIM	-0,5	-0,5	1,8	2,2	2,0	1,7
Reservas técnicas de seguros	2,7	2,6	1,9	1,9	2,0	1,9
De las cuales:						
De vida	1,5	1,5	0,7	0,7	0,8	0,6
De jubilación	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0
Resto	0,0	-0,1	0,7	1,0	1,0	1,0
Operaciones financieras (pasivos)	6,8	7,3	9,5	10,8	11,0	10,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,4	7,2	9,3	10,6	10,9	10,9
Créditos para adquisición de vivienda (c)	4,8	5,1	7,2	8,3	8,7	8,9
Créditos para consumo y otros fines (c)	0,6	2,1	2,1	2,2	2,2	1,9
Resto	1,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	16,6	16,4	17,5	15,3	14,8	15,7
Medios de pago	1,7	1,7	0,9	1,3	1,2	1,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,8	1,8	1,3	-0,3	-0,3	0,9
Acciones y otras participaciones	6,1	6,9	7,5	6,2	5,0	4,1
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	4,6	5,2	4,6	3,6	3,0	2,6
Resto	8,0	6,1	7,9	8,1	9,0	9,6
Operaciones financieras (pasivos)	21,1	20,8	22,1	20,7	20,6	20,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,5	6,3	7,2	7,9	8,3	9,8
Préstamos exteriores	4,0	3,0	2,8	2,3	1,5	0,3
Valores de renta fija (a)	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Acciones y otras participaciones	5,2	5,9	4,9	3,5	3,5	2,6
Resto	5,4	6,0	7,3	7,1	7,3	7,7
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (d)	15,4	14,3	15,9	16,7	16,5	16,0
Hogares e ISFLSH	12,3	15,6	18,7	20,1	20,5	19,5
Sociedades no financieras	17,8	13,3	13,9	14,1	13,5	13,4

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados.
- d. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

Por ramas de producción, los fondos destinados a la construcción y la promoción inmobiliaria continuaron liderando, durante el último trimestre de 2004, la expansión de la financiación concedida por las entidades residentes, aunque las tasas de variación se redujeron alrededor de 3 pp y 1 pp, respectivamente, en relación con las del mes de septiembre. En el resto de los servicios los ritmos de avance también se moderaron, hasta situarse por debajo del 11%. Por su parte, en línea con la recuperación de la inversión productiva privada, se produjo una aceleración notable en la apelación al crédito por parte del sector industrial, que creció por encima del 5%, en términos interanuales.

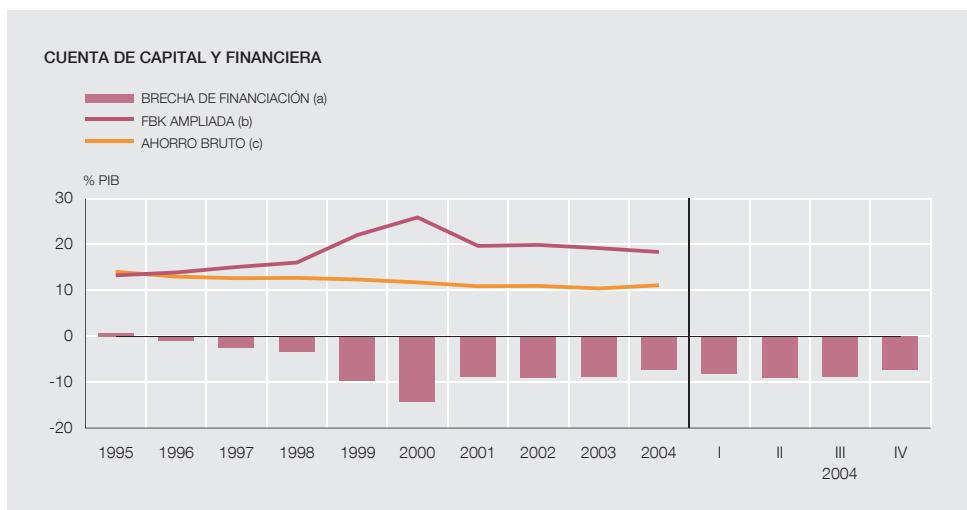


FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y titulización.
- b. Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica de «Otros».
- c. Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.
- d. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m².
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

Por el lado del activo, en términos acumulados de doce meses, los volúmenes invertidos en productos financieros por parte de las empresas se incrementaron y quedaron situados en diciembre de 2004 en el 15,7% del PIB, casi 1 pp por encima de la cifra de septiembre del mismo año. Por instrumentos, lo más destacable fue el ascenso en flujos materializados en depósitos y valores de renta fija y la reducción de las adquisiciones de acciones y otras participaciones.

Como resultado de la evolución de los activos financieros y pasivos, durante los tres últimos meses de 2004 se produjo una disminución de un punto porcentual en las necesidades de financiación del sector, hasta alcanzar, en términos acumulados de doce meses, el 4,7% del PIB. Por su parte, la brecha de financiación, que mide los recursos netos necesarios para acometer la formación bruta de capital y la inversión financiera con carácter permanente en el exterior, se contrajo por segundo trimestre consecutivo, hasta suponer el 7,2% del PIB (véase gráfico 26). No obstante, es preciso señalar que estas cifras están afectadas por una opera-



FUENTE: Banco de España.

- a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- b. Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
- c. Incluye las transferencias de capital.

ción puntual extraordinaria de reordenación del sector ferroviario, que tuvo lugar en el tramo final del pasado ejercicio y que supuso una reducción de las necesidades de financiación del sector de aproximadamente 7 décimas de PIB.

El dinamismo en la captación de fondos ajenos por parte de las sociedades durante el cuarto trimestre de 2004 se tradujo en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento agregada en relación con los resultados, si bien la evolución descendente de los costes de financiación ha evitado que aumentase la carga financiera por intereses asociada (véanse gráficos 27 y 28). Según los datos de la CBT, el comportamiento de estas variables para las empresas colaboradoras, junto con la mejoría de la rentabilidad, determinó un descenso de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y, sobre todo, sobre la inversión, que se sitúan en niveles históricamente reducidos, lo que evidencia unas condiciones financieras propicias para las decisiones de contratación y de gasto en capital (véase gráfico 29).

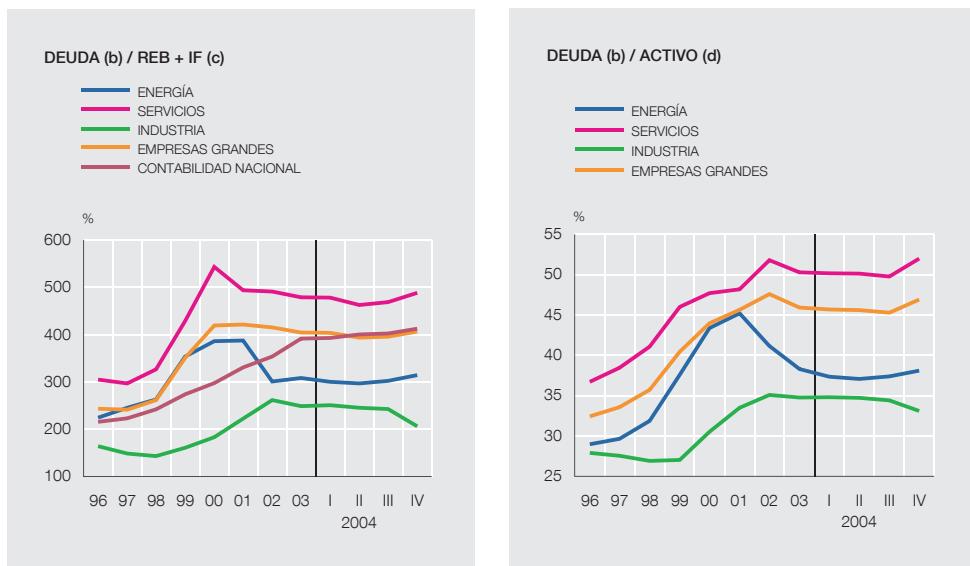
Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios a corto y a largo plazo de las empresas no financieras cotizadas apenas experimentaron variaciones, de modo que se situaban, en el primer trimestre de 2005, en niveles relativamente elevados en el primer caso, y por encima de los reducidos valores de principios de 2004 en el segundo.

5.4 Las Administraciones Públicas

Las operaciones financieras netas de las AAPP arrojaron, durante el cuarto trimestre de 2004, un saldo negativo, lo que contribuyó a que, en términos acumulados de doce meses, el ahorro financiero del sector disminuyese hasta alcanzar el -0,3% del PIB, casi 1 pp por debajo de la cifra observada tres meses antes (véase gráfico 30). Sin embargo, como en el caso de las sociedades no financieras, estos cambios estuvieron fuertemente influidos por la operación extraordinaria de reordenación del sector ferroviario. En ausencia de la misma, las AAPP habrían mostrado una capacidad de financiación (en términos acumulados de cuatro trimestres) próxima al 0,4% del PIB. La composición por instrumentos muestra que durante

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 27



FUENTE: Banco de España.

a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002, la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

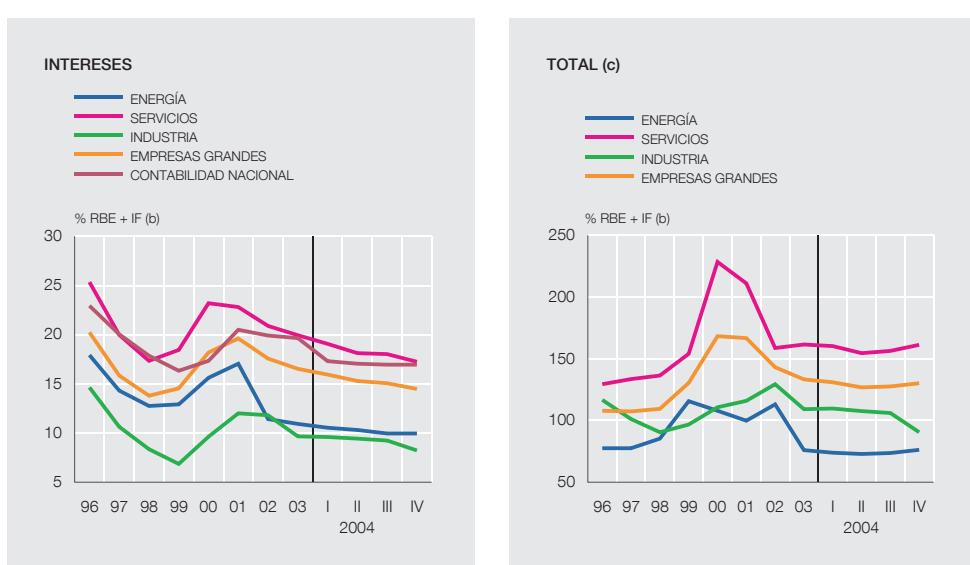
b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

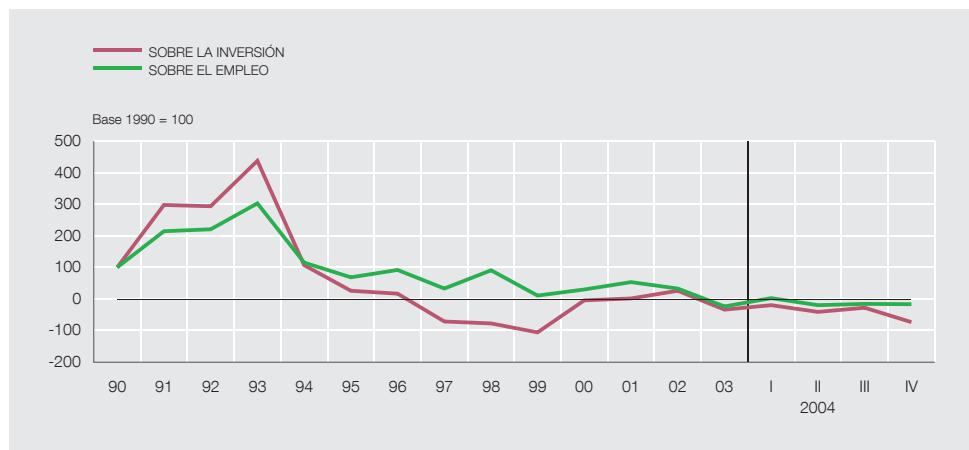
a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2003, la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

c. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

**INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA
SOBRE LAS SOCIEDADES (a)**

GRÁFICO 29

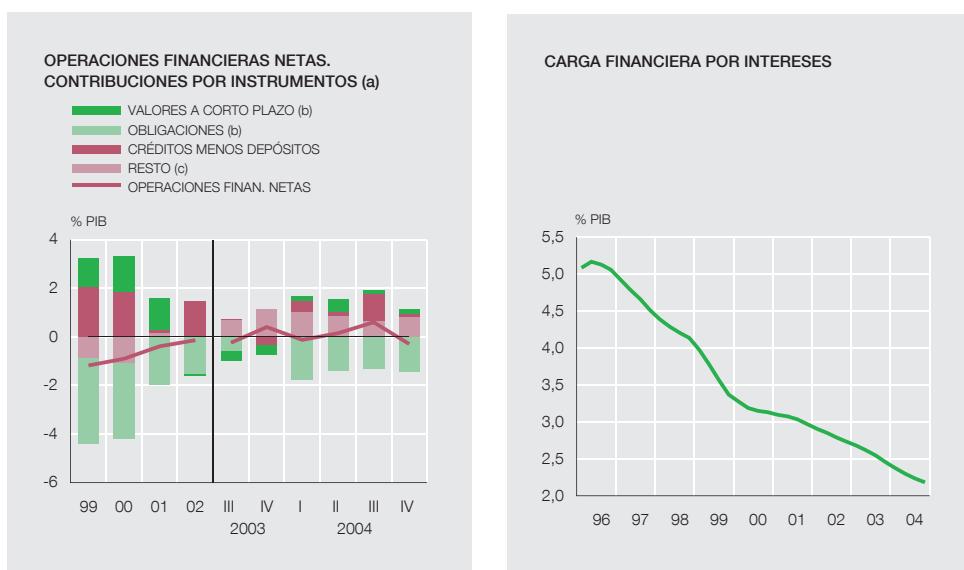


FUENTE: Banco de España.

a. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Datos acumulados de cuatro trimestres**

GRÁFICO 30



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

b. Solo recoge operaciones de pasivo.

c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones.

el pasado año volvieron a realizarse amortizaciones de valores a corto plazo, mientras que las emisiones netas de deuda a medio y largo plazo fueron positivas por un importe equivalente al 1,4% del PIB.

Por su parte, el indicador de la carga financiera por intereses de las AAPP volvió a registrar, durante el último trimestre de 2004, un descenso, gracias a la reducción de los costes de financiación (véase gráfico 30).

% del PIB	2001	2002	2003	II TR	III TR	2004 IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,2	-1,6	-2,1	-3,0	-3,6	-4,2
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,2	13,8	13,6	14,2	11,5	12,6
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-2,7	3,5	0,8	3,0	4,4	3,8
Valores distintos de acciones	7,2	4,3	7,0	4,5	1,6	1,6
De los cuales:						
Entidades de crédito	2,0	0,5	3,7	3,3	0,7	1,0
Inversores institucionales (a)	5,4	3,3	3,3	1,3	0,8	0,4
Acciones y otras participaciones	5,1	5,4	4,8	5,5	4,1	5,8
De las cuales:						
Sociedades no financieras	4,6	5,2	4,6	3,6	3,0	2,6
Inversores institucionales (a)	0,5	-0,1	1,2	1,7	1,3	1,1
Créditos	2,5	0,6	1,0	1,1	1,4	1,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	14,4	15,4	15,7	17,1	15,1	16,9
Depósitos	2,8	4,4	7,5	7,0	3,2	1,8
Valores distintos de acciones	3,1	4,5	5,6	9,6	11,3	12,8
Instituciones financieras	1,5	3,2	6,7	8,2	9,0	10,0
Resto de sectores nacionales	1,6	1,2	-1,1	1,4	2,3	2,8
Acciones y otras participaciones	4,6	4,1	0,8	-1,6	-0,8	1,8
De las cuales:						
Sociedades no financieras	4,1	3,5	0,9	-1,0	-0,2	0,6
Créditos	4,3	3,4	3,2	2,8	2,2	1,4
Otros neto (b)	-0,4	-1,1	-1,4	-0,7	-0,9	-0,9

FUENTE: Banco de España.

- a. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.
b. Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

5.5 El resto del mundo

Las operaciones financieras netas de la nación continuaron arrojando un saldo deudor, que, en 2004, alcanzó el 4,2% del PIB, seis décimas por encima del observado en septiembre del mismo año (en términos acumulados de cuatro trimestres). Este incremento en las necesidades de financiación de nuestra economía fue el resultado de que el deterioro del ahorro financiero de los hogares, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas no pudo ser compensado por la mejoría de dicho concepto en el caso de las sociedades (véase cuadro 5).

La adquisición neta de activos exteriores por parte de los sectores residentes durante el año pasado fue del 12,6% del PIB, lo que representa un incremento de más de 1 pp respecto al dato de septiembre de 2004, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 7). Sin embargo, esta evolución no fue homogénea por instrumentos. En concreto, los flujos, en relación con el PIB, materializados en efectivo y depósitos disminuyeron, mientras que lo contrario sucedió con la adquisición de valores de renta variable. Según la información provisional de la Balanza de Pagos, la inversión en el exterior de carácter permanente (la inversión directa) aumentó notablemente en 2004 (63%) en relación con 2003, mientras que la inversión en cartera descendió en un porcentaje similar.

En cuanto a los pasivos de la economía española frente al exterior, los flujos netos se situaron en 2004 en el 16,9% del PIB, 1,8 pp por encima del dato del tercer trimestre del mismo año,

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Economía nacional	-29,6	-26,2	-27,0	-30,8	-38,2	-44,3
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,6	-15,2	-13,8
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-18,9	-23,0	-22,0
Hogares e ISFLSH	6,8	7,3	7,4	7,3	7,8	8,2
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,5	6,5	-0,7	-5,9
Instituciones de crédito (b)	-7,5	-11,6	-13,9	-14,3	-22,2	-23,2
Inversores institucionales (c)	16,3	20,7	24,3	24,4	27,7	28,4
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-11,0
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,7	-22,3	-24,6

FUENTE: Banco de España.

a. Calculados como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos frente al resto del mundo con los datos de las cuentas financieras trimestrales.

b. Definido según la 1.^a Directiva bancaria.

c. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

en términos acumulados de doce meses. Este incremento resultó del mayor dinamismo de los títulos tanto de renta fija como de renta variable y de la menor importancia relativa del resto de rúbricas. De acuerdo con la información provisional de la Balanza de Pagos, la inversión directa de los no residentes en nuestro país representó, en 2004, casi la tercera parte de la realizada durante 2003, mientras que la inversión en cartera prácticamente se triplicó.

Por último, según la información provisional disponible, la economía española incrementó durante 2004 su posición deudora frente al exterior, hasta alcanzar al cierre de dicho ejercicio el 44,3 % del PIB, más de 6 pp por encima del valor de diciembre de 2003 (véase cuadro 8).

29.4.2005.

INFLACIÓN, PRODUCTIVIDAD Y MÁRGENES SECTORIALES

Inflación, productividad y márgenes sectoriales

Este artículo ha sido elaborado por J. David López-Salido, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

A partir de mediados de los años ochenta la economía española redujo notablemente su tasa de inflación, hasta situarla en niveles próximos a los prevalecientes en los países más estables de nuestro entorno. No obstante, desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria (UEM) no se han producido avances significativos, y la tasa de inflación en España se ha mantenido por encima de la tasa media de inflación en la UEM, en alrededor de un punto porcentual.

En principio, hay tres razones por las que las economías integradas en una unión monetaria pueden experimentar divergencias en sus tasas de inflación². En primer lugar, los diferenciales de inflación pueden estar asociados a procesos de convergencia real (o *catching-up*), de forma tal que economías que experimentan un mayor crecimiento en su productividad tienden a experimentar mayores presiones inflacionistas que otras economías del área (efecto Balassa-Samuelson). En segundo lugar, la existencia de estos diferenciales de inflación puede reflejar que las economías integradas en la unión monetaria son afectadas por perturbaciones de tipo asimétrico que inducen ajustes transitorios de los precios relativos. En tercer lugar, incluso perturbaciones comunes a todos los países podrían generar diferenciales de inflación dentro de una unión monetaria, si los mecanismos de ajuste ante dichas perturbaciones fueran diferentes en cada país. De este modo, solo si los diferenciales de la inflación muestran persistencia asociada a la existencia de rigideces en la formación de precios de salarios cabe esperar que estos dañen la competitividad. Por ello, resulta relevante analizar los determinantes de la inflación con objeto de esclarecer las repercusiones de política económica.

Este artículo aborda la naturaleza de los diferenciales de inflación entre España y la UE con una doble perspectiva. En primer lugar, se analiza la evolución de la tasa de inflación en España distinguiendo entre la evolución de la variación de los precios de los bienes comerciables internacionalmente, y la variación de la inflación dual (definida como la diferencia en las tasas de crecimiento de los precios del sector servicios y los sectores manufactureros)³. Además, utilizando información sectorial sobre los costes laborales unitarios, se cuantifica la importancia que sobre la evolución de los precios relativos tienen los salarios y la productividad, por un lado, y los márgenes empresariales, por otro. Este análisis permite profundizar en los determinantes del mecanismo de ajuste de precios en respuesta a varios tipos de perturbaciones económicas. Así, si el origen del diferencial de inflación estuviera determinado por la evolución de la variación de los precios de los bienes comerciables, resultaría evidente la existencia de un problema de competitividad difícilmente sostenible a medio y largo plazo. Si, por el contrario, el origen estuviera asociado a la evolución de la inflación dual, sería importante identificar si el factor que genera la inflación dual es el crecimiento de la productividad (efecto Balassa-Samuelson) o el comportamiento de los márgenes y salarios en los sectores no abiertos a la competencia. En este último caso, la existencia de rigideces de precios relevantes que indujeran un diferencial de inflación elevado y persistente sería la principal causa de la progresiva pérdida de competitividad de la economía española. Por ello, la segunda parte de este artículo se dedica a documentar la importancia que los factores cíclicos y estructurales tienen sobre la evo-

1. Este trabajo resume distintos proyectos realizados con Ángel Estrada, sin cuya colaboración no hubiera sido posible explorar los temas aquí presentados. 2. López-Salido, Restoy y Vallés (2004) discuten en detalle estos tres escenarios en el marco de distintos modelos macroeconómicos. 3. Este análisis resulta especialmente relevante cuando no se dispone del mecanismo de corrección de los precios relativos que en el pasado proporcionaba el tipo de cambio.

lución observada de los márgenes empresariales, como factor determinante de las variaciones de los precios relativos, y, por lo tanto, del componente de inflación dual de la economía.

El artículo se estructura de la siguiente forma. A continuación se presenta una forma de descomponer las fluctuaciones de la inflación que hace especial hincapié en aquellos factores ligados a la evolución de la productividad, así como a un diferente grado de competencia, que inciden sobre la determinación de costes y márgenes empresariales. Despues de este análisis, se discute de qué depende la evolución de los márgenes relativos, prestando especial atención a sus determinantes principales: la evolución de los costes, y en especial de los consumos intermedios, y la evolución de la demanda.

Una descomposición de la tasa de inflación

La tasa de variación del índice de precios al consumo (π_{it}) de un país i en un momento t viene determinada por: *i)* la evolución de la variación de los precios de los bienes comerciables (π_{it}^T); y *ii)* la variación del precio relativo de los bienes no comerciables y comerciables ($\pi_{it}^N - \pi_{it}^T$); es decir, lo que denominaremos como «inflación dual»⁴. Así, la tasa de inflación puede expresarse de la siguiente forma:

$$\pi_{it} = \pi_{it}^T + \theta_{it} (1 - \alpha_{it}) (\pi_{it}^N - \pi_{it}^T) \quad [1]$$

siendo θ_{it} la evolución de la proporción de servicios sobre el total de bienes y servicios de consumo finales producidos internamente y α_{it} la proporción de bienes de consumo importados sobre el total de los bienes de consumo⁵. Como la evolución de la variación de los precios depende de los costes laborales por unidad de producto (es decir, salarios nominales y productividad del trabajo) y de los márgenes empresariales⁶, las tasas de inflación de los bienes comerciables y no comerciables vienen determinadas por las siguientes expresiones:

$$\pi_{it}^T = \Delta \mu_{it}^T + \Delta \text{clu}_{it}^T = \Delta \mu_{it}^T + \Delta w_{it}^T - \Delta x_{it}^T \quad [2]$$

$$\pi_{it}^N = \Delta \mu_{it}^N + \Delta \text{clu}_{it}^N = \Delta \mu_{it}^N + \Delta w_{it}^N - \Delta x_{it}^N \quad [3]$$

donde Δ es un operador que representa la tasa de variación de cualquier variable entre los períodos t y $t-1$; y las variables μ_{it}^j , clu_{it}^j , w_{it}^j y x_{it}^j se corresponden con los márgenes, los costes laborales unitarios, los salarios nominales y el crecimiento de la productividad del trabajo en cada sector $j=N, T$, respectivamente⁷.

Dadas las expresiones [2] y [3], los determinantes de la inflación dual son las diferencias de costes laborales, productividad y márgenes entre los sectores de bienes no comercializables y comercializables, tal y como se indica en la expresión siguiente:

$$\pi_{it}^N - \pi_{it}^T = (\Delta w_{it}^N - \Delta w_{it}^T) - (\Delta x_{it}^N - \Delta x_{it}^T) + (\Delta \mu_{it}^N - \Delta \mu_{it}^T) \quad [4]$$

4. El sector de los bienes comerciables incluye agricultura e industria (es decir, manufacturas más energía). En el sector de servicios no comerciables internacionalmente se incluyen los sectores de la construcción y los servicios de mercado. 5. Un componente adicional de la inflación de un país está asociado a la evolución de las variaciones en la relación real de intercambio, es decir, la diferencia entre el precio de los bienes importados y los bienes producidos internamente y susceptibles de ser intercambiados internacionalmente. Por ello, la anterior expresión [1] es solo una aproximación. No obstante, dado que habitualmente este componente tiene un tamaño y persistencia reducidos, la anterior descomposición permite explicar la mayor parte de la evolución observada de la inflación de un país. 6. Bajo determinadas circunstancias, los costes marginales (nominales) pueden ser aproximados por los costes laborales unitarios. En general, si se supone que la función de producción es del tipo Cobb Douglas, entonces la productividad aparente del trabajo (productividad media) aproxima la evolución de la productividad marginal del factor trabajo. Véase Estrada y López-Salido (2004) para más detalles sobre el uso de la productividad media del trabajo frente a la productividad total de los factores en el análisis de la inflación dual en España. 7. En nuestro análisis empírico, las anteriores expresiones permiten obtener la evolución de la tasa de variación de los márgenes sectoriales, $\Delta \mu_{it}^j$, como un residuo. Es decir, estas se obtienen dada la evolución de los salarios, las productividades sectoriales (es decir, los costes laborales unitarios) y la evolución observada de las variaciones en los precios.

Inflación	Inflación bienes comerciables					Inflación dual				
	Total	Salarios	Productividad	Márgenes	Contribución	Total	Salarios relativos	Productividad relativa	Márgenes relativos	
	(1)+(2)	(1)=(a-b)+c	(a)	(b)	(c)	(2)	(d-e)+f	(d)	(e)	(f)
1986-1988	6,1	4,1	7,8	2,3	-1,4	2,1	3,3	-0,7	-2,9	1,1
1989-1993	5,8	3,3	10,2	1,6	-5,3	2,5	3,9	-1,9	-1,5	4,3
1994-1998	3,2	2,9	3,5	1,5	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,9	-0,5
1999-2003	3,2	2,1	3,4	1,0	-0,2	1,1	1,6	-0,1	-1,4	0,4

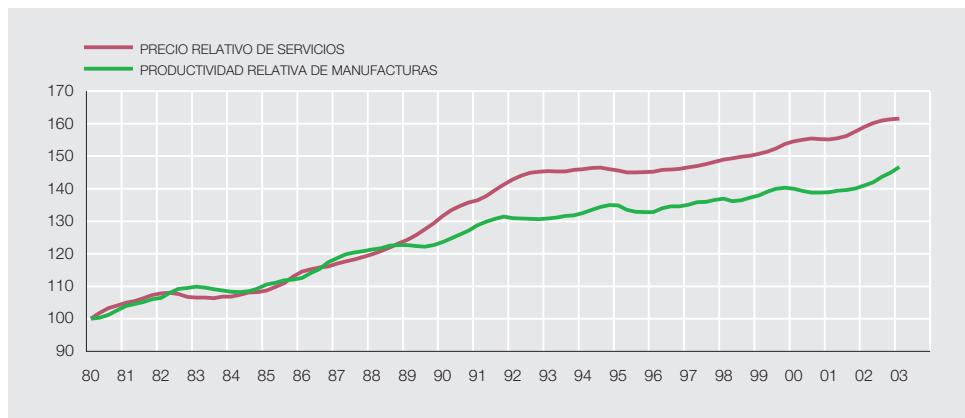
FUENTES: INE y Eurostat.

Así pues, el diferencial de inflación entre países puede deberse a diferencias en las tasas de inflación en los bienes comercializables y a diferencias en la inflación dual. Bajo competencia perfecta en los mercados de bienes y servicios, de forma que los precios de los bienes comercializables se igualan entre países y los márgenes de beneficios son nulos ($\mu_{it}^l=0$), y suponiendo perfecta movilidad del factor trabajo entre sectores, de forma que los costes laborales se igualan entre sectores ($w_{it}^l=w_{it}^k$), la evolución del diferencial de inflación solo depende del crecimiento relativo de la productividad sectorial. Este es el caso asociado a la denominada «hipótesis de Balassa-Samuelson». Sin embargo, tal y como indica la expresión [4], la dispersión salarial y la dinámica de los márgenes también pueden influir en la variación de la inflación dual y, por tanto, en los diferenciales de inflación.

En el cuadro 1 se presenta, usando las expresiones [2]–[4], la descomposición de la tasa de inflación española distinguiendo la contribución de la variación de los precios de los productos comerciables y la inflación dual. Además, cada uno de estos componentes se explica atendiendo a la evolución de salarios, la productividad del trabajo y los márgenes. Asimismo, se distinguen varias etapas en la evolución de dicho diferencial asociadas a distintos hitos en el progresivo aumento del grado de apertura de nuestra economía. El período inicial transcurre durante la segunda mitad de los años ochenta (hasta la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo). Un segundo período cubre la década de los noventa, y a lo largo de él tiene lugar el proceso de convergencia nominal de nuestra economía. Finalmente, y dada la disponibilidad de datos, se consideran los cuatro primeros años de pertenencia a la UEM.

Durante la segunda mitad de los años ochenta, la mayor parte de la tasa de inflación de España estaba determinada por la evolución de la inflación de los bienes de consumo finales comerciables. El origen de esta relativamente elevada variación de los precios estuvo asociado a la fuerte presión ejercida por los salarios, que originó, ante una mayor competencia internacional, una importante reducción de los márgenes de las empresas manufactureras. Por otro lado, la inflación dual también contribuía de forma notable a la evolución observada de la inflación. El origen de este comportamiento estuvo asociado tanto a los aumentos de la productividad del sector manufacturero (la productividad del sector manufacturero creció un 2,9% más que la del sector servicios —efecto Balassa-Samuelson—) fruto de un fuerte proceso de ajuste en el empleo, como a un mayor aumento relativo de los márgenes de los sectores de servicios (1,1%).

El proceso de reducción de la tasa de inflación española se consolidó a partir de 1990, como consecuencia fundamentalmente de la reducción de márgenes en el sector comercial y la moderación de los costes laborales unitarios relativos del sector no expuesto. Por ello, duran-



FUENTES: Eurostat e INE.

te la década de los noventa, la reducción de la inflación fue compatible con una notable ralentización en el crecimiento de la productividad y un aumento de los márgenes relativos de los sectores no abiertos a la competencia externa.

Los datos correspondientes al período de pertenencia a la unión monetaria muestran cómo la reducción de la inflación se vio favorecida por la caída de los costes laborales unitarios, fundamentalmente asociada a la desaceleración de los salarios nominales en los sectores manufactureros. Sin embargo, tal y como ocurre durante todo el período analizado, la inflación dual continuó ejerciendo un efecto alcista sobre el índice de precios en gran parte ligado al comportamiento de los márgenes en el sector no expuesto a la competencia internacional.

Tal y como muestra el gráfico 1, que presenta la evolución de los precios relativos de los servicios frente a las ramas manufactureras así como del componente tecnológico (aproximada a partir de la ratio de productividades del trabajo entre servicios y manufacturas) durante el período 1980-2003, los determinantes de la inflación dual parecen haber cambiado a lo largo de la década de los noventa. Hasta finales de los años ochenta los precios relativos y la productividad relativa de los servicios experimentaron un aumento sostenido y de magnitud similar (alrededor de un 25%)⁸. Sin embargo, a partir de principios de los años noventa, los factores tecnológicos resultan insuficientes para explicar la evolución de los precios relativos, dado que el aumento de los precios relativos de los servicios coincide con una desaceleración del diferencial de productividad entre ambos sectores. Así pues, además del efecto Balassa-Samuelson antes mencionado, parece que la evolución de los márgenes y los salarios relativos jugaron un papel relevante en la evolución de la inflación dual durante dicho período. El siguiente apartado se dedica a analizar los márgenes relativos entre los sectores manufactureros y de servicios.

Los determinantes de los márgenes sectoriales

La sección anterior motiva la necesidad de profundizar en el estudio de los márgenes sectoriales para entender las prácticas de fijación de precios de los sectores abiertos y no abiertos a la competencia internacional. Este tipo de análisis resulta complejo puesto que los márgenes no son observables en general, y es necesario inferirlos a partir de otras variables como la evolución de la productividad, los costes, el grado de competencia y la evolución de la demanda. En un trabajo reciente, Estrada y López-Salido (2005), utilizando información sectorial,

8. Para facilitar el análisis y la comparación de los resultados se han normalizado las variables a un valor de 100 en el año 1980.

han evaluado distintos modelos de fijación de márgenes, tratando de aislar los principales determinantes de su evolución⁹. En este trabajo, se utiliza un marco conceptual muy simple, que enfatiza la necesidad de distinguir entre producción y valor añadido a la hora de identificar fluctuaciones en los márgenes empresariales por unidad de producción. Es decir, cuanto mayor sea el grado de desagregación más apropiado resulta medir el coste marginal de las empresas utilizando información no solo de los costes asociados a los factores capital y trabajo, sino también de la evolución de los precios de los consumos intermedios¹⁰. En concreto, si para aproximar los márgenes sectoriales se utiliza información de valor añadido (en lugar de producción), dados los precios de venta, se estarían identificando fluctuaciones en los márgenes que no se corresponden con variaciones en el poder de mercado sino con variaciones en los consumos intermedios que no han sido consideradas explícitamente.

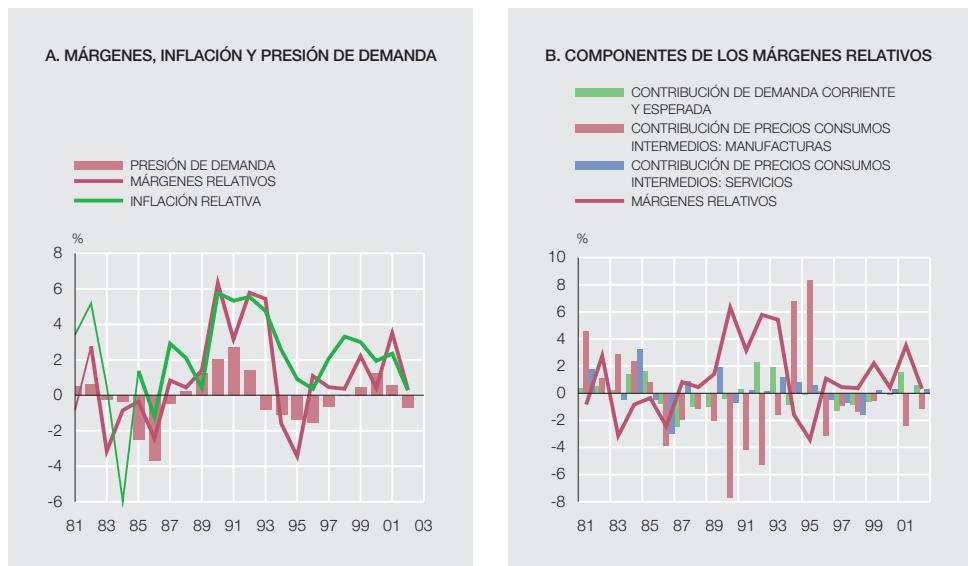
Una vez que los márgenes han sido correctamente medidos a nivel sectorial se pueden utilizar varios modelos teóricos para relacionar las presiones de la demanda con la evolución de aquellos. La principal conclusión de estos modelos es que no es únicamente la evolución de la demanda corriente, sino también la senda esperada para la demanda futura, las que determinan la senda de los márgenes y precios fijados por las empresas. En un contexto dinámico, la fijación de precios hoy depende de cómo reaccionen competidores, por un lado, y de la evolución de la demanda ante cambios en los precios, por otro.

En particular, en los sectores de servicios, los márgenes dependen positivamente de la demanda esperada dada una demanda corriente. Unos beneficios futuros elevados facilitan el mantenimiento de un mayor grado de colusión (implícita), lo que permite el sostenimiento de márgenes elevados. Por el contrario, en los sectores manufactureros, aunque la demanda juega un papel más reducido (en relación con el efecto de la competencia internacional y la evolución de los costes asociados a los consumos intermedios importados), los márgenes tienden a crecer ante cualquier aumento de la demanda corriente. Este mecanismo puede explicarse a partir de la respuesta y fidelidad de la demanda ante cambios en los precios. Si la demanda corriente es elevada, las empresas intentarán extraer el máximo beneficio de las ventas a sus clientes. La relevancia de la demanda esperada en estos sectores competitivos es mucho menor, pues existen escasos obstáculos al desplazamiento de sus clientes actuales a otros competidores en el futuro. Estos dos ingredientes permiten explicar la evolución relativa de los márgenes en los sectores manufactureros y de servicios.

En el panel A del gráfico 2 se representa la evolución de los márgenes relativos del sector servicios frente al sector manufacturero conjuntamente con la evolución de la inflación dual (es decir, la diferencia entre la variación de los precios de los servicios y las manufacturas) y la evolución de la brecha de la producción (que pretende capturar la evolución cíclica de la economía). Como se aprecia en el gráfico, existe una elevada correlación cíclica entre ambas variables (0,7). Es decir, durante las fases expansivas —entendidas como aquellas en las que el crecimiento es superior a la media—, los márgenes de las manufacturas se reducen frente a los del sector servicios, lo que redunda en un aumento de la inflación dual. Estrada y López-Salido (2005) estiman distintos modelos econométricos que tratan de explicar esta evolución.

Además, en el panel B del gráfico 2, se presenta la contribución de los determinantes de los márgenes sectoriales distinguiendo entre *inputs* intermedios y presiones de la demanda. En

9. En la versión como documento de trabajo aparecen las derivaciones teóricas y el análisis empírico que sostienen el análisis que se presenta en esta sección. **10.** Si, además, parte de estos consumos intermedios son importados (como, por ejemplo, la energía), el grado de sustitución entre factores determina cómo la evolución de precios relativos de los *inputs* se traslada al precio de venta.



FUENTES: INE y elaboración propia.

concreto, se observa que a partir de 1989 la compresión de los márgenes de las manufacturas, asociada a la fuerte apreciación de la peseta, es consistente con el mantenimiento y expansión de su cuota de mercado en el exterior en un marco de abaratamiento del precio de los consumos intermedios importados. Por el contrario, la presión de la demanda sostiene los aumentos de los márgenes en los sectores de servicios de modo persistente, contribuyendo a la generación de inflación dual en nuestra economía¹¹.

Conclusiones

La inflación española ha pasado de estar 5 puntos porcentuales (pp) por encima de la media de los países del área del euro en 1986, a situarse tan solo a 0,7 pp a finales de 2003. Esta convergencia está asociada, fundamentalmente, a la progresiva reducción de la inflación de bienes de consumo comerciables, siendo la disminución de la inflación en los sectores de servicios menos intensa. De hecho, aún existe un importante componente de *inflación dual* en España, derivado del comportamiento de los precios en el sector de los bienes no expuestos a la competencia internacional, que obstaculiza la convergencia de la inflación. Ello sugiere la persistencia de rigideces en el sector no expuesto, que, en un contexto de expansión de la demanda, continuarán contribuyendo al deterioro progresivo de la competitividad de nuestra economía.

14.4.2005.

BIBLIOGRAFÍA

- ESTRADA, Á., y J. D. LÓPEZ-SALIDO (2004). «Understanding Spanish dual inflation», *Investigaciones Económicas*, vol. 28 (1), pp. 123-140.
 — (2005). *Sectoral markup dynamics in Spain*, Documento de Trabajo n.º 0503, Banco de España.
 LÓPEZ-SALIDO, J. D., F. RESTOY y J. VALLÉS (2004). *Inflation differentials in EMU: the Spanish case*, de próxima aparición en la serie Documentos de Trabajo del Banco de España.

11. Este tipo de efectos ha sido recientemente analizado en el marco de un modelo macroeconómico completo por López-Salido, Restoy y Vallés (2004).

EL SISTEMA IMPOSITIVO ESPAÑOL Y SU COMPARACIÓN CON EL EUROPEO

Este artículo ha sido elaborado por Pablo Hernández de Cos, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El nivel de presión fiscal y su composición pueden tener consecuencias sobre la competitividad y el potencial de crecimiento de las economías [Leibfritz, Thornton and Bibbee (1997)]. De un lado, los impuestos influyen sobre los niveles de ahorro y de inversión a través, principalmente, de su impacto sobre las tasas de rentabilidad y el coste del capital. Este impacto no es, en general, homogéneo entre los diferentes instrumentos financieros o entre los distintos sectores de actividad, lo que puede provocar efectos negativos sobre la eficiencia. Asimismo, las diferencias de imposición entre países pueden tener consecuencias sobre las decisiones de localización de las inversiones y del ahorro. De otro lado, los impuestos sobre el factor trabajo generan un diferencial entre los salarios pagados por los empresarios y los percibidos por los trabajadores, que, dependiendo de las condiciones institucionales del mercado de trabajo, pueden causar efectos negativos sobre la oferta y la demanda de trabajo. Por último, el nivel y la estructura de la imposición pueden producir distorsiones sobre la combinación eficiente de factores productivos.

En el seno de la Unión Europea (UE), además, las diferencias en los niveles y estructuras de la imposición podrían haberse convertido en un factor aún más importante de la competitividad de las economías tras la liberalización de los movimientos de bienes, servicios y capitales que tuvo lugar a partir de la entrada en vigor del Acta Única Europea y, posteriormente, la creación de la Unión Económica y Monetaria. En este sentido, ha surgido un intenso debate sobre la necesidad de profundizar en la armonización o coordinación fiscal en la UE. Los defensores de una mayor armonización argumentan que la creación del mercado común y la introducción del euro podrían generar un incremento de la competencia fiscal entre los países que reduciría los niveles de imposición por debajo de los deseados, afectando a los niveles de provisión de servicios públicos y, en último término, a la sostenibilidad del estado de bienestar.

En este contexto, este artículo tiene dos objetivos. Por una parte, se analizan los principales rasgos diferenciales del sistema impositivo español en relación con los del resto de países de la UE. Por otra parte, se presenta evidencia sobre el grado de convergencia en la imposición entre los distintos países de la UE. El resto del artículo se estructura de la siguiente forma. La sección segunda analiza los principales rasgos del sistema impositivo español y europeo a partir de las ratios de ingresos fiscales sobre PIB y de los tipos medios efectivos. La sección tercera analiza la cuestión de la convergencia fiscal en la UE. La sección cuarta resume las principales conclusiones.

La presión fiscal y su composición en España y en la Unión Europea

Una primera aproximación a las diferencias entre el sistema fiscal español y el del resto de los países de la UE puede efectuarse a partir del análisis de las ratios de ingresos impositivos sobre PIB y del cálculo de los tipos medios efectivos¹. Debe señalarse, sin embargo, que aunque estas medidas son utilizadas habitualmente para medir la presión fiscal, cuentan con algunos problemas metodológicos que afectan tanto a su nivel como a su evolución y que dificultan la comparación entre países². En particular, estas medidas no tienen en cuenta aspectos tales como la forma de financiar determinadas políticas públicas vía gasto público

1. Estos se definen como las ratios entre los ingresos impositivos (del factor trabajo, del capital o del consumo) y las respectivas bases impositivas (rentas del trabajo, rentas del capital y gasto en consumo, respectivamente). **2.** Para un repaso de estos factores, véase OECD (2000).

o a través de gastos fiscales, la sujeción o no a imposición de las prestaciones sociales³, los efectos del ciclo económico y/o la existencia de economía sumergida o evasión fiscal. Todos estos factores obligan a que las conclusiones que se pueden extraer de la evolución de estas ratios deban ser tomadas con cautela.

De acuerdo con la información proporcionada por las ratios de ingresos fiscales sobre PIB, España presentaba en 2002 una presión fiscal (36%) inferior a la de la media de la UE (41% en 2002) e igual a la de la OCDE (véase gráfico 1). En ese año, solo Irlanda, Portugal y Grecia, entre los países de la UE, mantenían un nivel de ingresos fiscales sobre PIB inferior al de España, mientras que Reino Unido y Alemania se situaban en niveles similares. Las diferencias son especialmente elevadas cuando se compara España con los países Nórdicos, Bélgica, Francia y Austria.

La evolución de esta ratio muestra, asimismo, que la presión fiscal ha aumentado en los países de la UE de forma permanente desde 1965, aunque con una cierta tendencia a la ralentización de los ritmos de crecimiento durante la década de los noventa. España no ha sido ajena a esta tendencia, aunque presenta algunas particularidades, derivadas, fundamentalmente, de su reducido nivel de imposición de partida. De esta forma, la distancia entre el nivel de imposición de España y el de la UE se mantuvo en torno a los 14 puntos de PIB hasta 1977. A partir de entonces, como consecuencia de la reforma fiscal de 1978, que provocó una aceleración del ritmo de crecimiento de la presión fiscal en España, esta distancia comenzó a reducirse, hasta situarse en alrededor de 6 puntos de PIB en 1989, nivel en torno al cual ha tendido a estabilizarse (5 puntos de PIB en 2002).

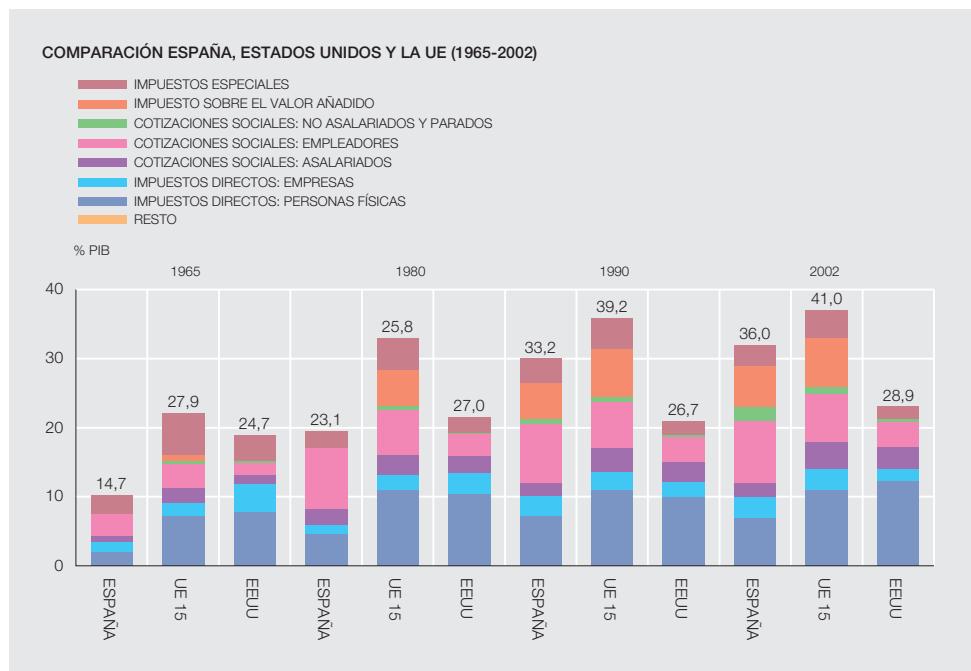
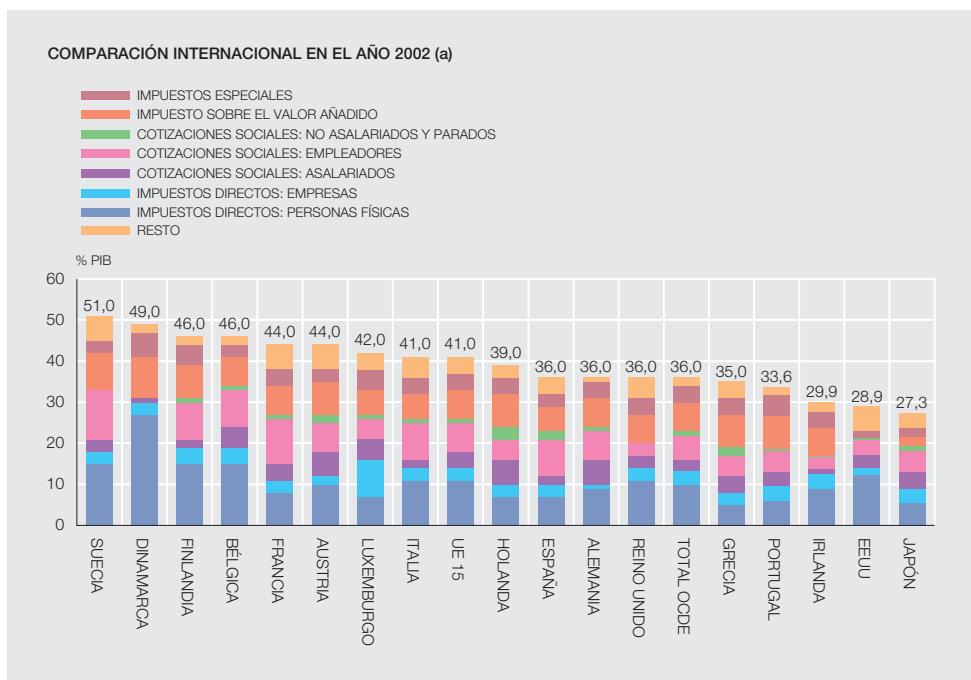
En cuanto a la estructura de los ingresos impositivos (véase gráfico 2), los impuestos directos, que incluyen los ingresos por ganancias de capital, son la principal figura impositiva en la Unión Europea, al representar el 34,1% del total de ingresos impositivos en 2002, seguidos de las cotizaciones sociales (29,3%)⁴, los impuesto indirectos (26,9%), y los impuestos sobre la propiedad y otros impuestos (9,8%)⁵. Dentro de la UE existen, de nuevo, diferencias importantes entre países, debiendo destacarse los casos de Dinamarca, Irlanda y el Reino Unido, donde el peso de las cotizaciones sociales es significativamente menor que en la media. En España, la estructura impositiva es parecida a la de la UE, con la particularidad de que el peso de las cotizaciones sociales es superior, y además estas descansan en mayor medida en los empleadores. Este mayor peso de las cotizaciones en España se compensa con un menor peso de la imposición sobre la renta de los individuos, mientras que tanto la imposición directa societaria como la indirecta mantienen pesos cercanos a la media de la UE. El sistema español cuenta, por tanto, en la actualidad con dos grandes impuestos: el IRPF y el IVA, que aportan más del 36% de los ingresos impositivos (43% en la UE), y que junto con las cotizaciones a la Seguridad Social suman más del 70% de la recaudación. El resto se distribuye entre la imposición sobre productos específicos (8,3%), sobre sociedades (8,3%) y sobre la propiedad y otros (11,1%).

El incremento mencionado de la presión fiscal en la UE desde 1965 ha descansado, fundamentalmente, en las cotizaciones sociales (que muestran un incremento de 4,7 puntos porcentuales de PIB entre 1965 y 2002), ligadas al desarrollo del estado de bienestar, y, en menor

3. Adema (2000) estima que en 1995 la recaudación de impuestos, incluyendo cotizaciones sociales, que recaen sobre las prestaciones sociales alcanzó el 5% del PIB en Dinamarca, Finlandia, Holanda y Suecia. Sin embargo, no superó el 2% en Alemania, Canadá y Bélgica y era muy reducida en Australia, Irlanda, Reino Unido y Estados Unidos. En España, estos ingresos representaron alrededor del 1% del PIB en 1998. 4. Se incluyen en este grupo los impuestos sobre los salarios, que representan solo un 1,2%. 5. Esta estructura es algo distinta en Estados Unidos, donde el mayor peso lo tienen los impuestos directos, que representan casi el 50% del total de ingresos, mientras que las cotizaciones sociales se sitúan por debajo de la media de la UE (24,6%) y la imposición indirecta solo alcanza el 6,3%. Los impuestos sobre la propiedad, sin embargo, superan el 10% del total de ingresos fiscales en este país.

IMPUESTOS COMO PORCENTAJE DEL PIB

GRÁFICO 1



FUENTE: OCDE.

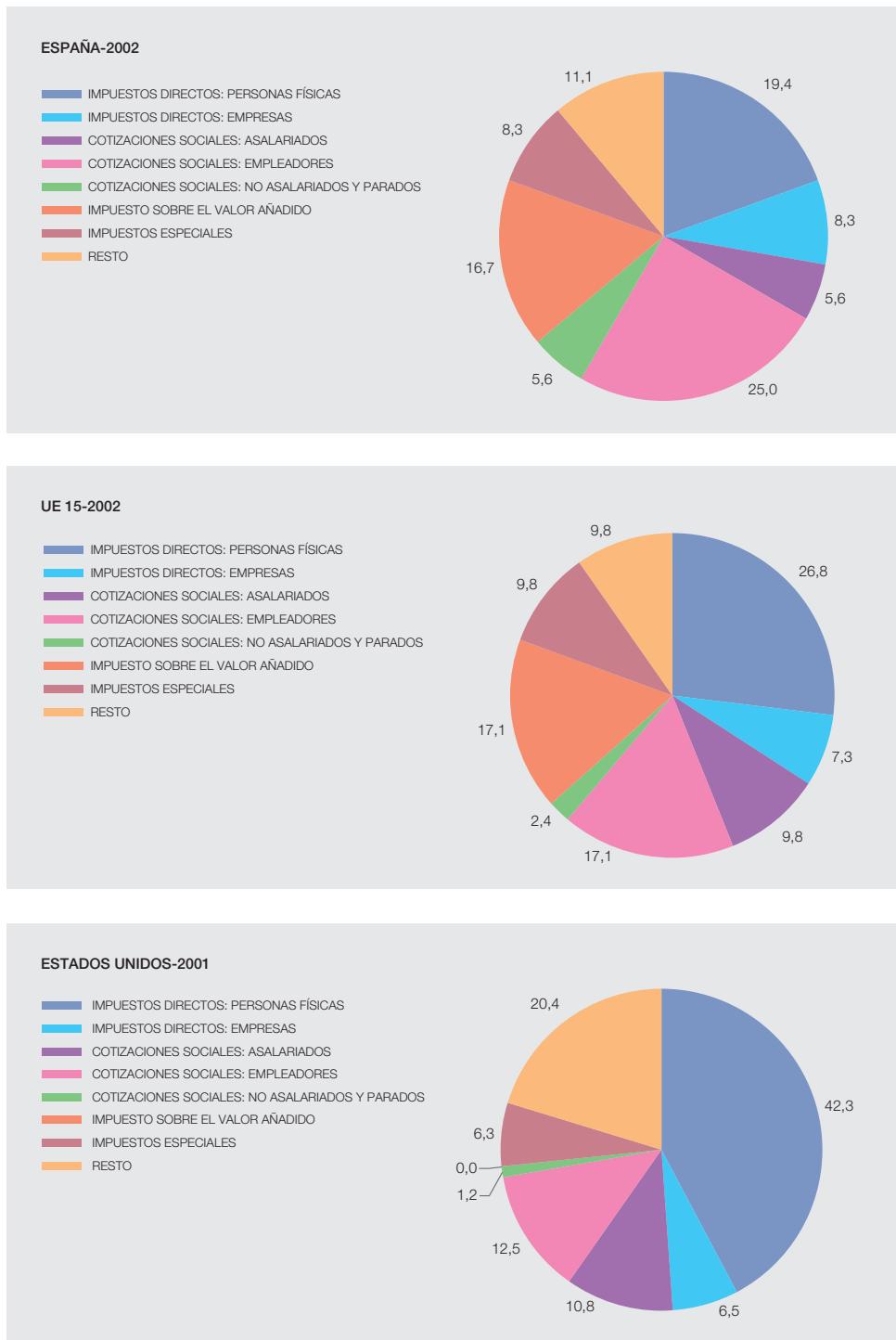
a. Los datos de Irlanda, Portugal, Estados Unidos y Japón corresponden al año 2001.

medida, en los impuestos directos sobre los individuos (3,8 puntos de PIB de aumento), los impuestos indirectos (+1,6%) y los impuestos directos sobre las empresas (+1,1%). España ha seguido esta tendencia, aunque con unos perfiles más marcados: el peso de las cotizaciones sociales aumentó en más de 8 puntos de PIB entre 1965 y 2002; los impuestos directos sobre los individuos y la imposición indirecta, 4,9 y 4 puntos de PIB, respectivamente, y los impuestos directos sobre las empresas, 1,7 puntos de PIB en el mismo período (véase gráfico 1).

La evolución general descrita en el párrafo anterior no ha sido, sin embargo, uniforme a lo largo del período: la estructura impositiva de los países de la UE sufrió las modificaciones principales

ESTRUCTURA COMPARADA DE LA IMPOSICIÓN EN ESPAÑA,
ESTADOS UNIDOS Y LA UNIÓN EUROPEA

GRÁFICO 2



FUENTE: OCDE.

en las décadas de los sesenta y setenta, cuando ganaron peso las cotizaciones sociales y la imposición directa (el IRPF, sobre todo), a costa de la imposición indirecta, y esta última sufrió una reestructuración importante, con el avance del IVA en sustitución de los impuestos específicos y de los impuestos sobre las importaciones y aduanas. Las modificaciones más relevantes en las décadas de los ochenta y noventa, aunque de menor magnitud, afectaron a la imposición directa, con una paulatina pérdida de peso de la imposición sobre los individuos y un incremento de la imposición societaria, y a las cotizaciones sociales, que experimentaron un ligera pérdida de

peso dentro de la estructura fiscal de los países de la UE. En el caso de España, durante los años setenta se produjo un incremento del peso de las cotizaciones sociales a costa de la imposición indirecta, en los ochenta se registró un paulatino crecimiento del peso de la imposición directa, sobre todo, societaria, y de la imposición indirecta, en particular del IVA, desde su introducción en 1986, y, finalmente, durante los noventa se observa una ligera caída de la imposición directa, que se concentra en el IRPF, y un incremento de la imposición indirecta y, en particular, del IVA.

En cuanto a la comparación realizada a partir de los tipos impositivos efectivos⁶, debe señalarse que el tipo efectivo sobre el factor trabajo⁷ representó alrededor del 36,7% en la UE en 2003 (véase el panel superior del gráfico 3). España, por su parte, mantiene un nivel de tipo efectivo sobre el factor trabajo (31,2%) por debajo de la media de la UE, de forma que solo Irlanda (21%), Portugal (26,2%) y el Reino Unido (25,5%) presentan niveles inferiores al de España.

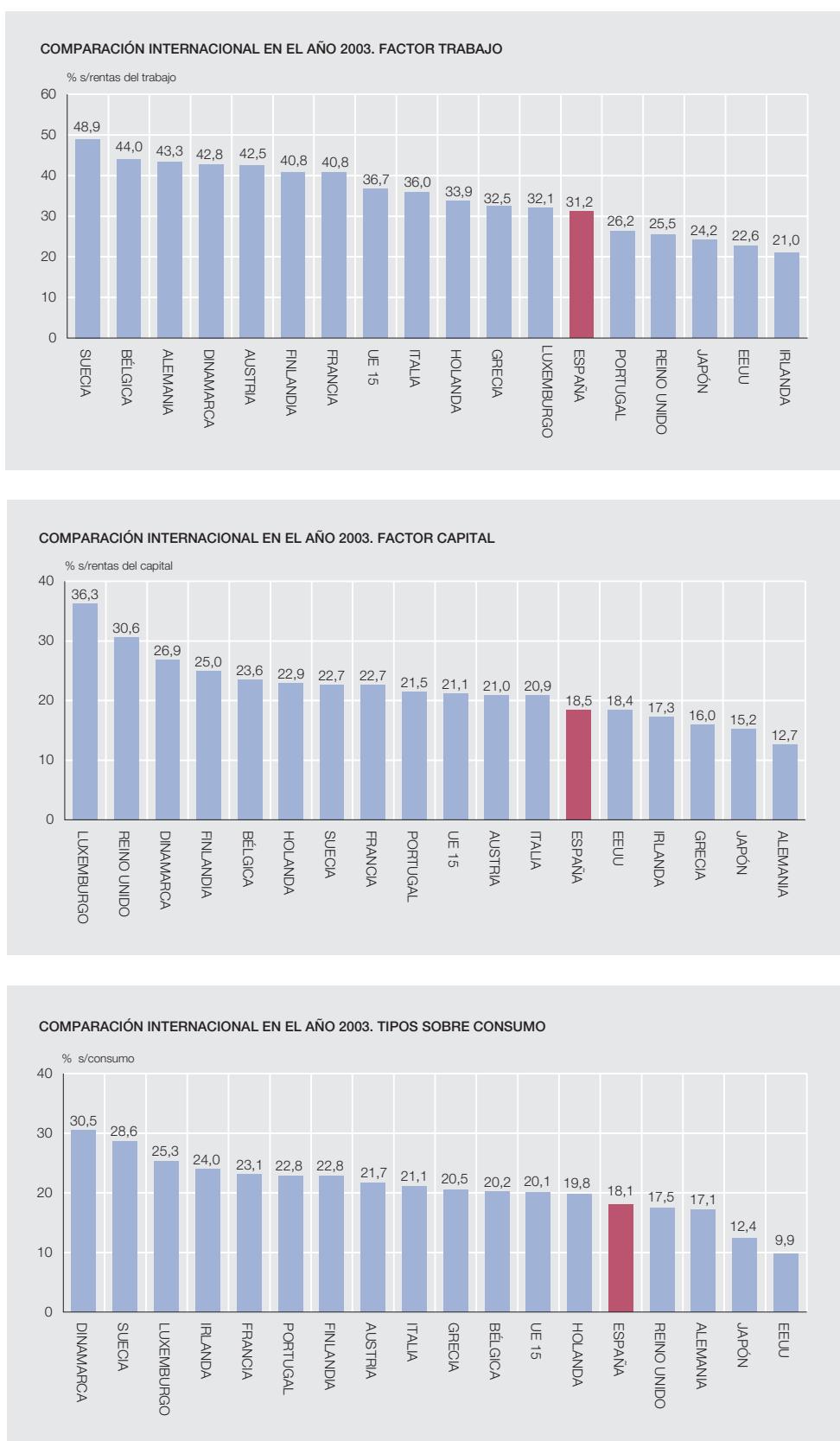
Por su parte, el tipo efectivo sobre las rentas del capital⁸ se situó en valores próximos al 21% en la UE en 2003. España presenta un tipo efectivo (18,5%) inferior a la media de la UE, que solo es más reducido en Alemania, Grecia e Irlanda. Los países con tipos efectivos sobre el capital más elevados dentro de la UE son el Reino Unido (30,6%) y Luxemburgo (36,3%)⁹. Por último, los tipos efectivos sobre el consumo¹⁰ se sitúan en alrededor del 20% en la UE. España presenta un tipo efectivo sobre el consumo relativamente reducido (18,1%), ligeramente superior al de Alemania y el Reino Unido. Los más elevados, por el contrario, se encuentran en Dinamarca (30,5%) y Suecia (28,6%). En todo caso, debe señalarse que, a pesar de la armonización del IVA en el seno de la UE, existen todavía diferencias importantes en los tipos efectivos sobre el consumo final entre los Estados miembros. Esto se debe, sobre todo, a las diferencias entre los tipos normales y reducidos del IVA, los impuestos especiales y los impuestos medioambientales y sobre la energía.

En cuanto a la evolución experimentada por los tipos efectivos, se observa que la estructura impositiva ha cambiado sustancialmente en las últimas décadas en la UE, con un aumento de la imposición efectiva que recae sobre el factor trabajo, aunque con una cierta tendencia a la estabilización e incluso a la reducción en la segunda mitad de los noventa¹¹, un incremento más moderado en el caso del factor capital y la estabilización en el caso de la imposición sobre el consumo¹², de forma que la brecha existente entre los tipos efectivos sobre el trabajo y el capital ha aumentado de forma apreciable. La evolución de los tipos efectivos en España, por su parte, presenta algunas particularidades que deben ser resaltadas. De un lado, el tipo efectivo sobre el factor trabajo aumentó en casi 20 puntos porcentuales entre 1970 y 2001, frente a los 12 puntos de incremento de la UE, si bien se partía de una situación que representaba una presión fiscal más reducida en el caso de España¹³. De otro lado, el tipo

6. Fuente: DG-ECFIN (Comisión Europea) a partir de la metodología definida en Martínez Mongay (2000). En ese trabajo se efectúa, asimismo, una comparación de distintas metodologías de cálculo de los tipos impositivos efectivos y se concluye que las diferencias en los resultados son relativamente reducidas y que las principales conclusiones extraídas de los mismos se mantienen. 7. Este se calcula como el cociente entre los impuestos que recaen sobre el factor trabajo (participación del factor trabajo en el impuesto sobre la renta, cotizaciones sociales e impuestos sobre los salarios) y las rentas del trabajo (remuneración de asalariados, incluyendo las cotizaciones sociales de los empleadores). En la definición de cotizaciones sociales no se incluyen las cotizaciones ficticias. 8. El tipo efectivo sobre el capital se calcula como el cociente entre los impuestos sobre el capital (impuestos sobre la renta personal atribuibles a rentas del capital, impuestos sobre sociedades e impuestos sobre la propiedad) y el excedente bruto de explotación ajustado. 9. En Luxemburgo, el tipo efectivo se refiere a las rentas del capital domésticas y contrasta con el trato especial que tienen las rentas de capital de los no residentes. 10. El tipo efectivo sobre el consumo se calcula como el cociente entre los impuestos indirectos y el consumo final (público y privado), excluidos los salarios pagados por el sector Administraciones Públicas. 11. Esta reducción se encuentra, sobre todo, ligada a reducciones de las cotizaciones sociales en algunos países. 12. Esta evolución se encuentra condicionada por la liberalización progresiva del comercio internacional, que ha provocado la eliminación casi completa de los ingresos derivados de los aranceles. 13. Debe tenerse en cuenta que en esa medida del tipo efectivo no se incluyen las bonificaciones de cuotas empresariales, que han sido de magnitud importante en España en los últimos años.

TIPOS IMPOSITIVOS MEDIOS

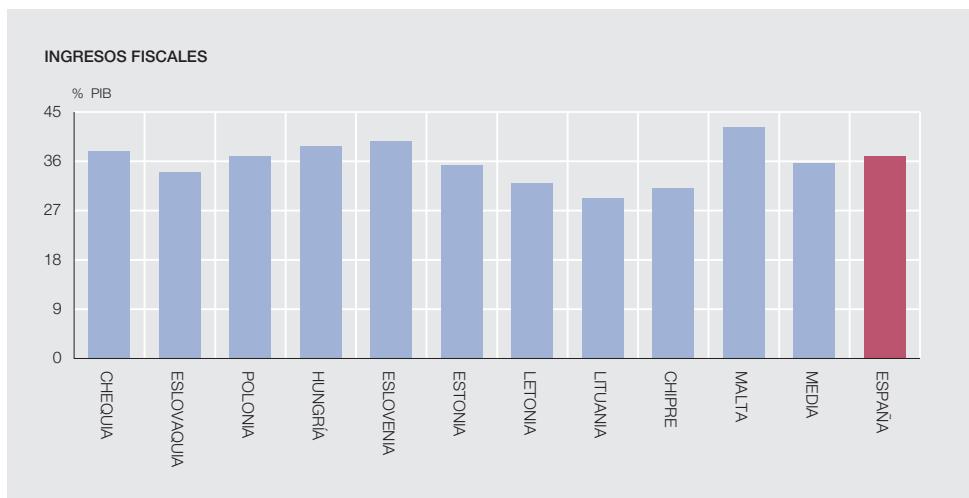
GRÁFICO 3



FUENTE: Comisión Europea (2003).

**COMPARACIÓN DE LA PRESIÓN FISCAL EN ESPAÑA
Y LOS PAÍSES DE ACCESO A LA UE EN 2003**

GRÁFICO 4



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

efectivo sobre el factor capital creció más de 10 puntos en ese mismo período. Por último, los tipos impositivos sobre el consumo han crecido 7 puntos, incremento que se produjo en su mayor parte en la década de los ochenta, aunque en los últimos años también han sufrido un cierto repunte.

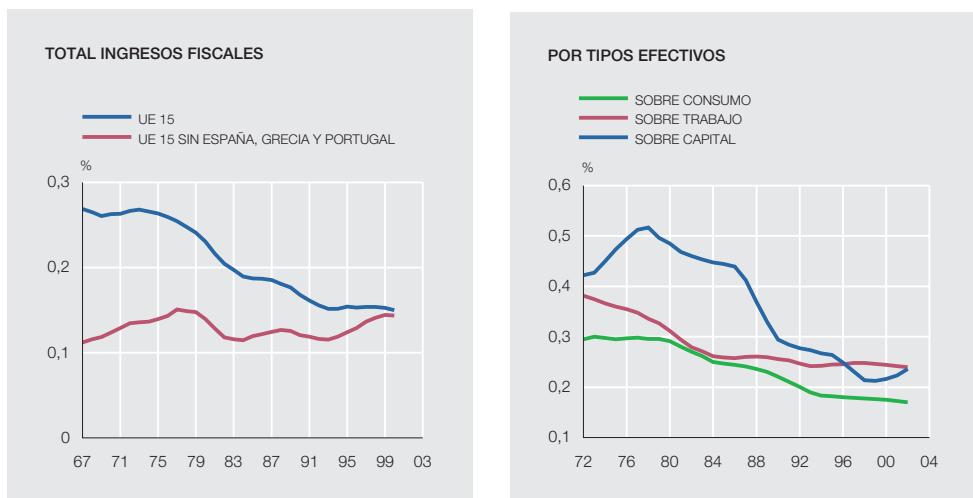
Finalmente, conviene efectuar una mención a la comparación de la presión fiscal en España respecto a la de los diez países que formarán parte de la UE a partir de mayo de 2004. En general, se observa que la ratio de ingresos impositivos sobre PIB en estos países se encuentra ligeramente por debajo de la de España, si bien cinco países (Hungria, Polonia, Chequia, Eslovenia y Malta) presentan una presión fiscal superior a la de la economía española (véase gráfico 4). En cuanto a su composición, la principal diferencia de la estructura impositiva de estos países en relación con España es que otorgan un mayor peso a la imposición indirecta e inferior a la imposición directa, mientras que el peso de las cotizaciones sociales es similar.

El grado de convergencia fiscal en la UE

Como se señaló en la introducción, la creación de un mercado común y la introducción del euro han generado un intenso debate sobre la posibilidad de que el proceso de integración europeo provoque un incremento de la competencia fiscal entre países que reduzca los niveles de imposición por debajo de los deseados, y, de esta forma, afecte a los niveles de provisión de servicios públicos e incluso a la sostenibilidad del estado de bienestar. El análisis de la estructura y la evolución de la imposición en los países de la UE realizado en la sección anterior ha puesto de manifiesto algunos patrones comunes, pero también algunas diferencias importantes entre países. En todo caso, la tendencia observada en la presión fiscal en los países europeos, de aumento generalizado con solo una cierta estabilización en los últimos años, permitiría descartar la idea de que se haya producido en el seno de la UE un proceso de competencia fiscal generalizado. Sin embargo, el hecho de que el incremento de la presión fiscal haya recaído en mayor medida sobre el factor trabajo que sobre el factor capital, indicativo de una preferencia entre los países de la UE por hacer descansar la imposición sobre los factores menos móviles, parece reflejar un cierto impacto del proceso de integración sobre las decisiones de imposición. A continuación se efectúa un análisis más detallado de la hipótesis de existencia de convergencia fiscal en la UE.

**EVOLUCIÓN DE LA DISPERSIÓN DE LA PRESIÓN FISCAL RELATIVA
EN LA UNIÓN EUROPEA**

GRÁFICO 5



FUENTE: OCDE.

La evolución de la presión fiscal relativa en la UE entre 1965 y 2002 (véase gráfico 5) muestra, de un lado, una caída de su dispersión¹⁴, indicativa de una cierta convergencia fiscal entre los países miembros. Esta convergencia se habría producido, sobre todo, en el período 1975-1993, momento a partir de cual se habría detenido. La estimación de la relación existente entre la posición inicial de cada uno de los países de la UE en términos de presión fiscal relativa y la tasa de crecimiento relativa de dicha presión fiscal durante el período 1965-2002 confirma ese análisis, dado que se observa que la tasa de crecimiento de la presión fiscal relativa ha sido superior en los países que inicialmente contaban con una presión fiscal más reducida. Cuando se analiza por subperiodos, se observa que el proceso de convergencia se produjo, sobre todo, entre 1975 y 1985, mientras que dejó de ser significativo desde 1992.

Un análisis más detallado de las medidas de dispersión anteriores muestra, sin embargo, que solo en tres países (España, Portugal y Grecia) se observa una convergencia clara en presión fiscal. Estos países partían de unos niveles de presión fiscal muy reducida y han visto aumentar esta progresivamente hasta niveles cercanos a los de la media de la UE. Si se eliminan estos tres países del análisis, la convergencia en la presión fiscal entre el resto de países de la UE deja de ser significativa y no se observa una reducción de la dispersión en la presión fiscal relativa. En el caso de España, la convergencia en presión fiscal se produjo, además, en su totalidad entre 1975 y finales de los años ochenta, estancándose con posterioridad.

En cuanto a la evolución de la convergencia por tipos de impuestos en la UE, solo se observa una reducción significativa de la dispersión de la presión fiscal relativa en la imposición sobre la renta, de individuos y empresas, y en la imposición indirecta; sin embargo, cuando este análisis se efectúa a partir de la evolución de los tipos efectivos se observa una convergencia en los tipos tanto del consumo como del capital y del trabajo (véase gráfico 6). La mayor reducción de la dispersión, que ha sido continuada desde 1977, se ha producido en los tipos

14. La presión fiscal relativa se mide como el logaritmo de la desviación de la ratio de ingresos sobre el PIB de cada país en relación con la media de la UE en cada año. La dispersión se mide como la desviación estándar del logaritmo de la presión fiscal relativa.

efectivos del capital. En el caso de los tipos efectivos sobre el consumo, la caída se concentró entre finales de los setenta y los primeros años noventa, con una cierta tendencia al estancamiento con posterioridad. Del mismo modo, se observa convergencia en los tipos efectivos sobre el capital a partir de finales de los setenta, con una tendencia a la ralentización en los noventa. Por su parte, la convergencia en los tipos efectivos sobre el trabajo se concentra, sobre todo, en la década de los setenta.

Conclusiones

El análisis del sistema fiscal en la UE permite comprobar que España cuenta en la actualidad con un nivel de imposición inferior al de la media de los países de la UE, y solo ligeramente por encima de los países que pasarán a formar parte de la UE en 2004. La estructura del sistema impositivo español es, sin embargo, similar a la del resto de países de la UE, con la particularidad de que el peso de las cotizaciones sociales en el total de ingresos impositivos es superior y, además, estas recaen en mayor medida sobre los empleadores, mientras que el peso de la imposición sobre la renta de los individuos es inferior.

En cuanto a su evolución, la presión fiscal en España ha seguido una tendencia de aumento permanente desde 1965, característica que comparten el resto de países de la UE. No obstante, en la década de los noventa se observa, como también sucede en el resto de países de la UE, una cierta ralentización del ritmo de crecimiento de la presión fiscal en España. El incremento de la presión desde 1965 ha sido, además, más elevado en España que en la media de la UE, como consecuencia, sobre todo, del reducido nivel de imposición de partida. Esta convergencia del nivel de imposición en España respecto a la UE parece haberse detenido en la década de los noventa, salvo en lo relativo a la imposición indirecta, que sigue aproximándose a los niveles medios de la UE.

La tendencia de crecimiento de la presión fiscal en la UE parece descartar la posibilidad de competencia fiscal entre los países de la UE. Sí se observa, sin embargo, una cierta tendencia a la convergencia en los países de la UE cuando se comparan los tipos impositivos efectivos, aunque, si la comparación se efectúa sobre las ratios de ingresos fiscales totales sobre PIB, la convergencia solo parece haberse producido en los países que partían de niveles de imposición muy reducidos (España, Portugal y Grecia) en relación con el resto.

13.4.2005.

BIBLIOGRAFÍA

- ADEMA, W. (2000). «Revisiting real social spending across countries: A brief note», *OECD Economic Studies*, 30, pp. 191-197.
- LEIBFRITZ, W., J. THORNTON y A. BIBBEE (1997). *Taxation and economic performance*, Working Paper n.º 176, OECD Economics Department.
- MARTÍNEZ-MONGAY, C. (2000). *ECFIN's effective tax rates. Properties and comparisons with other tax indicators*, DG ECFIN Economic Papers n.º 146, Comisión Europea, Bruselas.
- OECD (2000). *Tax burdens: alternative measures*, OECD Tax Policy Studies, n.º 2.

LA RECAUDACIÓN IMPOSITIVA EN EL ÚLTIMO DESENIO

La recaudación impositiva en el último decenio

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Luis Gómez, Pablo Hernández de Cos y Francisco Martí, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El rasgo más característico de la evolución del sector Administraciones Públicas (AAPP) entre los años 1995 y 2004 ha sido la mejora en el saldo de las cuentas públicas. En efecto, partiendo de un déficit del 6,6% del PIB¹ en 1995, se ha pasado a registrar un superávit del 0,4% del PIB en el año 2004, cuando se corrige del efecto de la asunción de deuda de RENFE². Esta reducción de 7 puntos porcentuales (pp) del PIB ha sido el resultado, sobre todo, de la caída continuada del gasto público (5,2 pp). Sin embargo, los ingresos públicos también han contribuido a la consolidación presupuestaria, al aumentar su peso en 1,8 pp, hasta situarse en el 40,5% del PIB en 2004 (véase el cuadro 1).

En relación con los ingresos, uno de los rasgos más destacados de este período ha sido el fuerte aumento de la recaudación impositiva (3,5 pp del PIB), que ha compensado con creces la caída de los otros ingresos (1,7 pp del PIB). Por componentes, el incremento de los ingresos fiscales se basó, sobre todo, en la imposición indirecta (2,2 pp de PIB), debido fundamentalmente a la buena evolución del IVA (1,4 pp de PIB) y, en menor medida, del impuesto sobre transmisiones y la creación de nuevos impuestos y tasas. La imposición directa, por su lado, aumentó su peso en el PIB en 0,6 pp, como consecuencia del fuerte crecimiento del impuesto sobre sociedades (1,8 pp), que más que compensó la caída de la recaudación por el IRPF (1,4 pp). Finalmente, las cotizaciones sociales aumentaron su peso en el PIB en 0,6 pp.

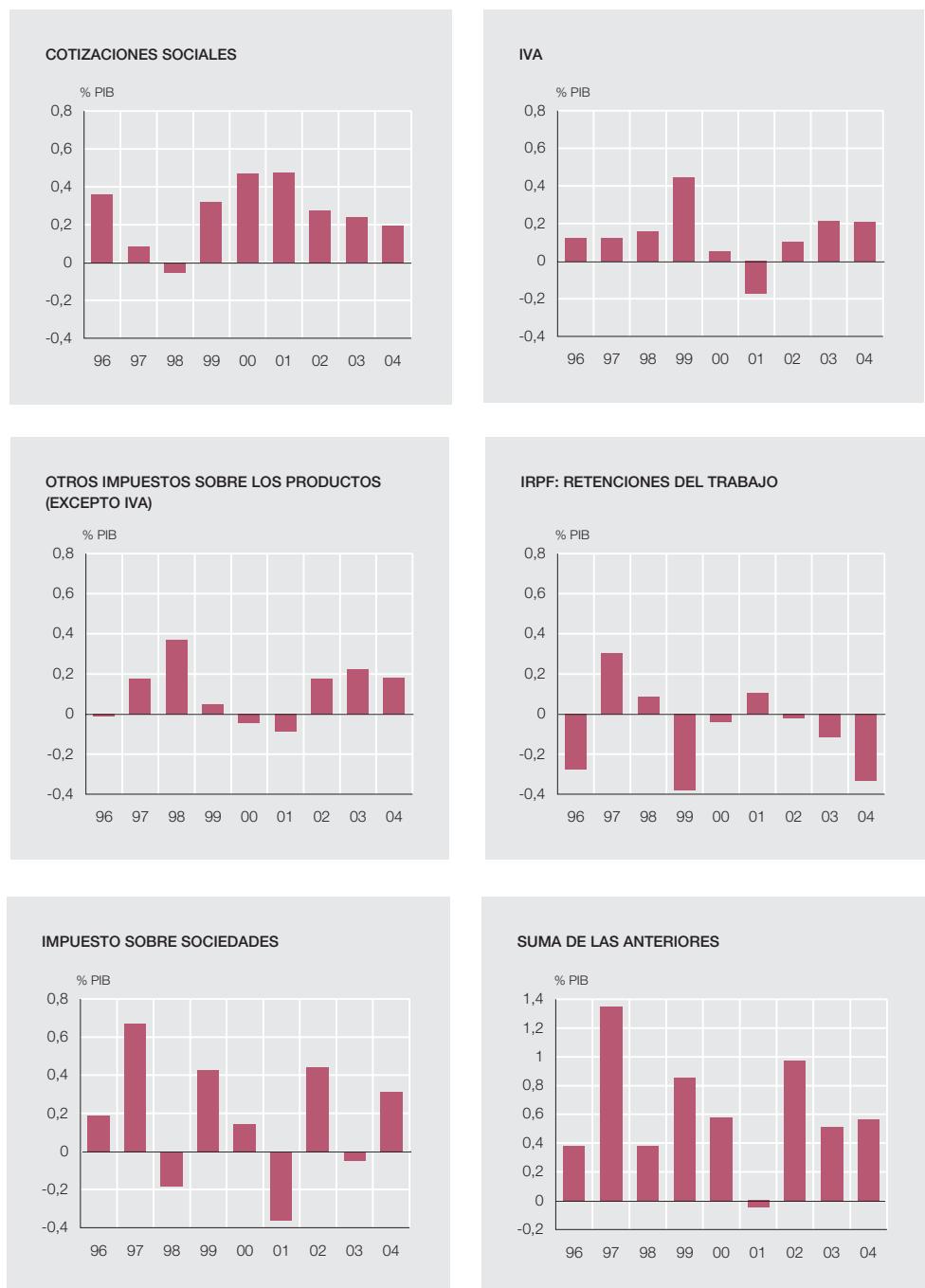
El análisis de la evolución de la recaudación impositiva requiere el estudio de sus determinantes principales, es decir, las bases imponibles, las elasticidades impositivas y las modificaciones aplicadas en la normativa de los impuestos. En este contexto, este artículo analiza la evolución de la recaudación impositiva y sus determinantes en España en la última década, a partir de la información proporcionada por algunas series de recursos y empleos no financieros de la Contabilidad Nacional de España (CNE). Esta información sirve, en primer lugar, para definir una aproximación a las bases impositivas. Con posterioridad, la aplicación de las elasticidades impositivas, estimadas en trabajos anteriores³, a estas bases permite obtener una recaudación «aproximada», que se define como aquella que se habría obtenido en el caso de ausencia de cambios normativos y de errores en la estimación de las elasticidades o en la definición de las bases imponibles. Finalmente, esta recaudación «aproximada» se compara con la recaudación efectiva y se valoran las distintas hipótesis que podrían explicar las discrepancias entre ambas, como, por ejemplo, el impacto de cambios normativos o el alcance de las inexactitudes en la estimación de las bases imponibles.

El artículo se estructura de la siguiente forma. En la sección que viene a continuación, se analiza la evolución de las cotizaciones sociales. La sección tercera estudia la imposición indirecta. La sección cuarta se dedica a la imposición directa y la quinta concluye.

1. Hay que advertir que la Contabilidad Nacional de España (CNE) está en un proceso de revisión, al cambiar de la base 1995 a la base 2000. Este cambio implicará una revisión del PIB y, en menor medida, de las cifras de las cuentas públicas. Por el momento, las cifras publicadas de la CNE corresponden a la base 1995, con la excepción de la cuenta del sector AAPP del año 2004, que se ha confeccionado ya con la nueva base 2000 y que es la única disponible. 2. Sin corregir este efecto, se ha obtenido un déficit del 0,3% del PIB. 3. Para una descripción detallada de la metodología de cálculo y un análisis de los valores de las elasticidades, véase Bouthevillian et al. (2001), *Cyclically adjusted budget balances; an alternative approach*, Working Paper n.º 77, Banco Central Europeo, septiembre.

DIFERENCIAS ENTRE LA RECAUDACIÓN OBSERVADA Y LA APROXIMADA (a)

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

- a. La aproximación se obtiene aplicando unas elasticidades previamente estimadas a las bases confeccionadas a partir de la CNE. No se incluyen cambios normativos.

Las Cotizaciones sociales

Las Cotizaciones sociales representan cerca del 37% de los ingresos tributarios y son, por tanto, la primera fuente de ingresos públicos del sector APP en España. Su peso sobre el PIB se ha elevado desde el 13% en 1995 al 13,6% en 2004, habiéndose concentrado todo ese aumento en la segunda mitad del período.

La mayor parte de los ingresos por Cotizaciones sociales (cotizaciones efectivas) se obtiene de la aplicación de un tipo fijo a una determinada base de cotización. En general, la base de cotización coincide con la remuneración total que percibe el trabajador, con algunas diferen-

cias de escasa entidad. Existen, sin embargo, algunas especificidades, dependiendo del régimen de la Seguridad Social. En particular, en el caso del Régimen General la cuantía de las bases presenta unos límites máximo y mínimo que han ido variando según la categoría profesional, mientras que en algunos regímenes especiales, como el Agrario y el de Empleados de Hogar, la base de cotización es fija⁴, y en el de Autónomos se permite a estos elegir la base dentro de unos límites legalmente establecidos.

En términos de la CNE, la remuneración de asalariados y de no asalariados neta de cotizaciones sociales se puede considerar una aproximación a la base de recaudación de estos ingresos. La recaudación por cuotas, en ausencia de cambios en los tipos de cotización y otras medidas discrecionales, tendería, por tanto, a crecer al mismo ritmo que dicha base. La elasticidad estimada de esta figura recaudatoria toma, sin embargo, un valor inferior a la unidad (0,9), lo que encuentra su justificación en la existencia de bases máximas de cotización, que le confieren un cierto carácter regresivo.

La recaudación «aproximada» a partir de la aplicación de esa elasticidad a la base de recaudación muestra, no obstante, importantes discrepancias con la recaudación observada en todo el período analizado (véase panel superior izquierdo del gráfico 1). En concreto, la recaudación efectiva por cotizaciones aumentó más que su recaudación «aproximada» en todos los años del período, excepto en 1998 (en que el crecimiento observado fue, por el contrario, menor). Destacan en este sentido los años 2000 y 2001, en los que la discrepancia superó las 4 décimas porcentuales del PIB.

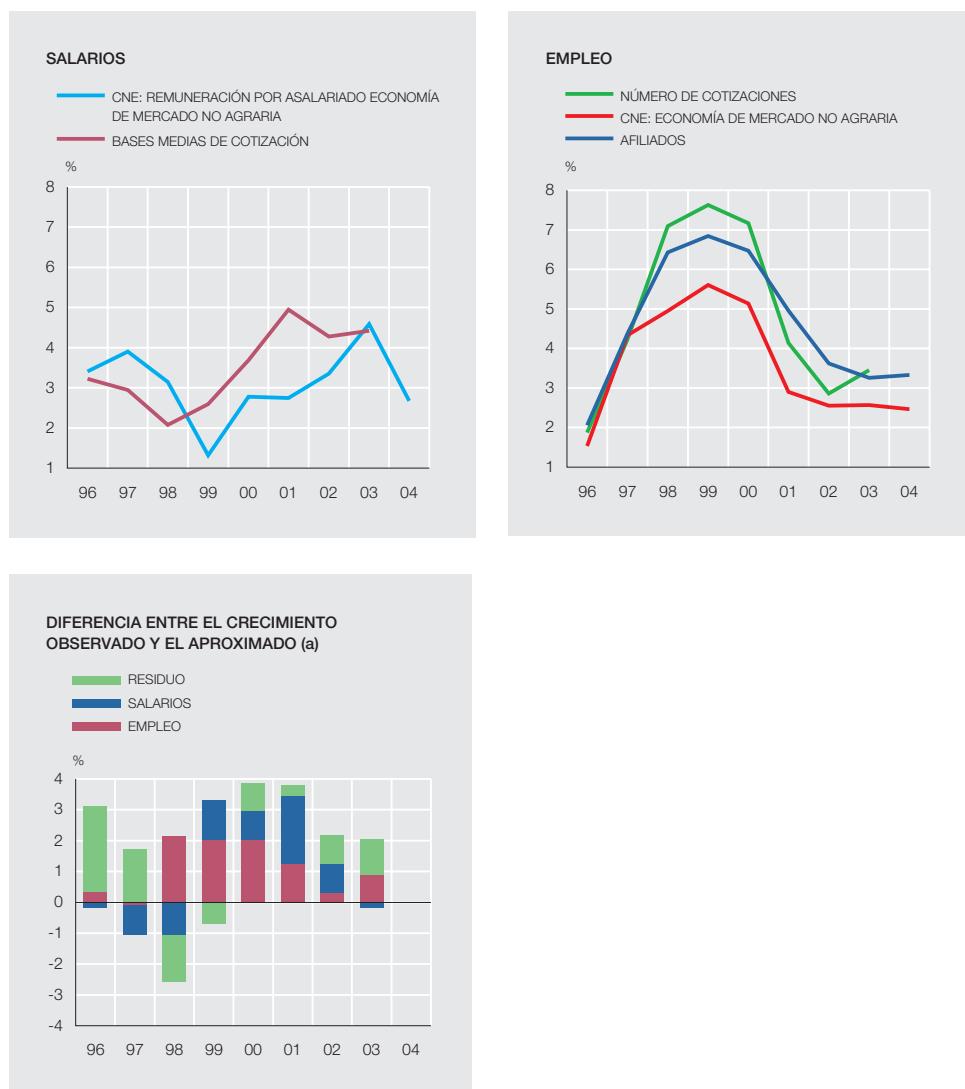
Además de la base de recaudación y la elasticidad, el otro factor determinante de la recaudación es el tipo impositivo⁵. En el período considerado (1996-2004), solo se produjeron tres cambios en los tipos de cotización. Los dos primeros afectaron a la cotización por desempleo⁶. El tercero consistió en la elevación en 2004 del tipo de cotización por Incapacidad Temporal, para los trabajadores acogidos a dicha cobertura en algunos regímenes especiales, ligada a una ampliación de esta prestación. El impacto recaudatorio de estos cambios no permite, sin embargo, explicar el mencionado crecimiento de la recaudación observada por encima de la «aproximada».

Adicionalmente, entre 1997 y 2002 se produjo la unificación de las bases máximas de cotización del conjunto de las categorías profesionales⁷, lo que habría generado un aumento del tipo implícito de cotización. El crecimiento de las bases medias de cotización de la Seguridad Social superó, de hecho, al de la remuneración por asalariado en las ramas no agrarias de la economía de mercado (CNE base 1995) en el período 1999-2002, lo que permite explicar una

4. En el caso de los trabajadores por cuenta ajena del Régimen Especial Agrario, la base de cotización depende de la categoría profesional. Por otro lado, los trabajadores por cuenta propia de dicho régimen especial que estuvieran de alta antes de 2004 tienen la opción de elegir su base de cotización dentro de los límites establecidos para el Régimen Especial de Trabajadores Autónomos. Dicha elección es obligatoria para los nuevos trabajadores en alta desde 2004. 5. El tipo de cotización varía en función de la contingencia a cubrir y del régimen aplicable. En el Régimen General se cotiza por contingencias comunes (vejez, muerte, supervivencia y enfermedad común) con un tipo del 28,3%, siendo a cargo de la empresa la mayor parte (un tipo del 23,6%), y por accidentes de trabajo y enfermedades profesionales. Además, se cotiza para cubrir la contingencia de desempleo y los gastos de formación profesional del INEM, así como para financiar el Fondo de Garantía Salarial, que cubre el riesgo de impago de salarios por quiebra de la empresa. En cuanto a los regímenes especiales, el de Trabajadores Autónomos tiene el mismo tipo de cotización por contingencias comunes que el General (si bien la protección de la incapacidad temporal, a opción del trabajador, requiere una cotización adicional), mientras que en el Agrario y el de Empleados de Hogar los tipos son inferiores. No obstante, el tipo de cotización de los trabajadores por cuenta propia en el Régimen Especial Agrario inició en 2004 un proceso de equiparación progresiva al vigente para los Trabajadores Autónomos, si bien de forma opcional para aquellos que estuvieran de alta antes de dicho año. 6. En 1999 se introdujo una penalización a los contratos temporales y en 2000 se redujo la cotización del empleo fijo. 7. Antes de este último año, y desde 1993, existían en el Régimen General dos bases máximas de cotización: la correspondiente a las categorías profesionales superiores (grupos de cotización 1 al 4) se fue incrementando según la inflación prevista, mientras que para el resto la base máxima empezó a experimentar desde 1997 crecimientos muy superiores (entre el 6,4% y el 8,2%), a fin de igualarse con aquella.

FACTORES DEL CRECIMIENTO DE LAS COTIZACIONES SOCIALES
Tasas de variación

GRÁFICO 2



FUENTES: Ministerios de Economía y Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales y Banco de España.

a. Aportaciones a la diferencia entre los porcentajes de variación.

parte de la discrepancia entre la recaudación observada de las Cotizaciones sociales y la «aproximada» a partir de las magnitudes de CNE, con particular intensidad en los años 2001 y 2002 (paneles superior izquierdo e inferior del gráfico 2).

Finalmente, el análisis de la información proporcionada por la Seguridad Social y su comparación con las magnitudes de la CNE muestra que entre 1998 y 2001 el incremento del número de cotizaciones al Régimen General resultó superior en más de un punto porcentual al crecimiento del empleo asalariado en las ramas no agrarias de la economía de mercado, medido este último según la CNE base 1995 (véase el panel superior derecho del gráfico 2). Esta discrepancia en el crecimiento del empleo, que también recogen otras fuentes estadísticas, como la EPA⁸,

8. La EPA elaborada con la metodología del año 2002 registra una evolución del empleo que, en la mayoría de los años de este período, se sitúa más próxima a la del número de cotizaciones que a la de la CNE. Con la metodología del año 2005, la EPA registra en los últimos años crecimientos del empleo aún mayores que los del número de cotizaciones.

	% TASAS DE VARIACIÓN									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
INGRESOS FISCALES		7,2	7,8	7,7	9,2	9,4	6,6	9,1	7,3	8,6
Otros (a)		7,8	-6,7	-6,4	7,4	-4,6	16,7	3,4	7,0	-2,2
IMP. SOBRE LA PROD. Y LAS IMPORT.	6,4	9,4	13,2	12,4	8,2	4,1	9,1	10,2	10,6	
IVA	8,1	9,0	11,0	17,3	9,6	3,5	8,5	10,6	11,4	
Otros imp. sobre productos	6,0	10,6	16,7	9,0	7,3	4,3	11,0	11,9	11,3	
Otros imp. sobre la prod. y las import.	1,8	7,6	11,0	5,1	5,2	6,4	5,0	2,0	3,7	
IMP. CORR. SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMONIO	7,3	8,5	4,0	7,6	10,4	6,7	11,7	3,6	8,5	
IRPF	5,9	-0,4	4,3	0,2	7,5	10,8	7,6	4,1	2,8	
I. Sociedades	13,4	42,7	0,7	22,6	15,8	-0,2	21,7	3,5	19,8	
Otros	6,7	6,6	22,8	43,3	17,9	-3,4	9,3	-2,1	12,3	
COTIZACIONES SOCIALES		7,6	5,9	6,2	7,6	9,7	8,9	7,0	7,6	6,8
TOTAL		7,3	5,8	6,0	9,0	8,0	7,5	8,5	7,3	7,6
PORCENTAJES DEL PIB										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
INGRESOS FISCALES	33,6	34,0	34,4	34,7	35,3	35,8	35,7	36,4	36,6	37,1
Otros (a)	5,1	5,2	4,6	4,0	4,0	3,5	3,9	3,7	3,8	3,4
IMP. SOBRE LA PROD. Y LAS IMPORT.	10,2	10,2	10,5	11,1	11,7	11,7	11,4	11,6	12,0	12,4
IVA	4,8	4,9	5,0	5,2	5,7	5,8	5,6	5,7	5,9	6,2
Otros imp. sobre productos	4,0	4,0	4,1	4,5	4,6	4,5	4,4	4,6	4,8	5,0
Otros imp. sobre la prod. y las import.	1,4	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
IMP. CORR. SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMON.	10,1	10,3	10,5	10,2	10,2	10,5	10,4	10,9	10,6	10,7
IRPF	7,9	7,9	7,3	7,2	6,7	6,7	6,9	7,0	6,8	6,5
I. Sociedades	1,9	2,1	2,8	2,6	3,0	3,2	3,0	3,4	3,3	3,7
Otros	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
COTIZACIONES SOCIALES		13,0	13,2	13,1	13,0	13,1	13,3	13,5	13,5	13,6
TOTAL		38,7	39,2	39,0	38,7	39,4	39,4	39,5	40,2	40,5

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye el Excedente bruto de explotación y excluye la Producción de mercado y los Pagos por otra producción no de mercado.

podría ser indicativa de una infraestimación en la estimación del empleo de la CNE, y por tanto del PIB, en los últimos años. En nuestro caso, la sustitución del crecimiento del empleo de la CNE por el de las cotizaciones a la hora de calcular la base imponible permite eliminar gran parte de la discrepancia entre la evolución de las cotizaciones y la de sus bases en los años 1999 y 2000. Aunque dicha discrepancia se redujo sensiblemente en el año 2002, volvió a ampliarse en 2003, y, a juzgar por la evolución del número de afiliados al Régimen General, se habría mantenido en el año 2004⁹. La nueva base 2000 de la CNE podría corregir estas diferencias entre las distintas fuentes de empleo, acercando la evolución del empleo de la CNE a la de otras fuentes estadísticas como la EPA o las afiliaciones a la Seguridad Social.

Cabría concluir, por tanto, que la conjunción del mayor crecimiento del número de cotizaciones, respecto al del empleo de la CNE base 1995, y del fuerte incremento de las bases medias de cotización, afectadas por la unificación de las bases máximas, explica la mayor parte del

9. Aún no se ha publicado la información correspondiente al cierre del año 2004 sobre número de cotizaciones y bases medias, que acompaña a la liquidación de dicho año y que tradicionalmente se presenta junto al Presupuesto de dos años después (en este caso, 2006).

aumento de peso de las Cotizaciones sobre PIB que se observa desde 1999. El primero de dichos factores resultó más determinante en los años 1999 y 2000, así como en 2003, mientras que el segundo adquirió mayor relevancia en los años 2001 y 2002. Si no se reproducen las discrepancias en la medición del empleo —como podría deducirse de las revisiones que ya incorpora la EPA 2005— y dado que, una vez concluida la unificación de bases máximas, no se encuentran otros factores que justifiquen un crecimiento de las bases medias muy superior al de los salarios, cabría esperar, en principio, un mantenimiento del tipo efectivo de cotización.

La imposición indirecta

La imposición indirecta ha representado en torno al 33% del total de ingresos impositivos en el período 1995-2004 y es, por tanto, tras las cotizaciones sociales, la segunda fuente de ingresos de las AAPP. En este período su importancia relativa ha aumentado, además, de manera considerable, hasta suponer un 12,4% del PIB en 2004, frente al 10,2% en 1995 (véase el cuadro 1).

Dentro de estos impuestos, el IVA es la rúbrica de mayor peso, seguida de los otros impuestos sobre los productos y sobre la producción, mientras que los impuestos sobre las importaciones tienen una menor importancia, dado que su recaudación pertenece, casi en su totalidad, a la Unión Europea (UE) y no a las AAPP españolas.

EL IVA

El peso del IVA en el PIB ha crecido de forma sistemática en el período considerado, de manera que ha pasado de representar el 4,8% del PIB en 1995 al 6,2% en 2004.

Esta figura tributaria grava la mayor parte de las transacciones económicas y está, por tanto, estrechamente ligada a la evolución de la economía¹⁰. En concreto, el gasto final de la economía sujeto al IVA incluye, además del gasto de consumo de las familias y de los turistas, las ventas de viviendas nuevas, los consumos intermedios y los gastos de inversión de las AAPP y, también, los consumos intermedios y la inversión de los sectores exentos, como la sanidad y la enseñanza. Partiendo de la información ofrecida por la CNE, se puede confecionar una aproximación a la base de recaudación del IVA sumando los consumos intermedios y la inversión de las AAPP (hay que tener en cuenta que estas Administraciones incluyen la mayor parte de la sanidad y de la enseñanza), los gastos de consumo y de inversión de los Hogares e Instituciones sin Fines de Lucro (ISFL) y, finalmente, los ingresos por turismo. La elasticidad estimada de este impuesto es igual a la unidad¹¹. Como en el caso de las Cotizaciones sociales, de la aplicación de esta elasticidad al crecimiento anual de la base, confecionada según se ha detallado, se obtiene una recaudación «aproximada» del IVA pagado por residentes.

En este caso, de nuevo, la recaudación observada ha superado a la «aproximada» en todos los años, con la excepción de 2001 (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Una primera explicación a esta discrepancia podría buscarse en el otro factor, además de la base impositiva, que incide sobre la evolución del impuesto: los tipos de gravamen. En el período considerado, sin embargo, los cambios en los tipos de gravamen del IVA han afectado a bie-

10. Hay que recordar, no obstante, que un pequeño porcentaje de la recaudación se destina a la UE a la que se le transfiere como Recurso IVA y que, por lo tanto, no forma parte de los ingresos del sector Administraciones Públicas. En el período 1995-2004, como consecuencia de la reforma del sistema de financiación de la UE, el porcentaje del IVA transferido a la UE se ha reducido notablemente, lo que ha comportado un aumento de los ingresos de las AAPP. En concreto, del aumento mencionado del IVA (1,4 pp del PIB) en las cuentas de las AAPP en este período, 0,3 pp del PIB se deben a la reducción del recurso IVA de la UE. Esta reducción del recurso IVA se ha compensado con una mayor transferencia a la UE por el denominado Recurso PNB. **11.** Algunos estudios empíricos realizados parecen señalar, sin embargo, que la imposición indirecta es moderadamente regresiva en España, lo que justificaría una elasticidad del impuesto inferior a la unidad [véase S. Calonge y A. Manresa (2001) *La incidencia impositiva y la redistribución de la renta en España un análisis empírico*, Papeles de Economía 88].

ALGUNOS DETERMINANTES DE LOS PRINCIPALES IMPUESTOS
Tasas de variación

GRÁFICO 3



FUENTES: Ministerios de Economía y Hacienda, Trabajo y Asuntos Sociales y Vivienda, y Banco de España.

a. Incluye los cambios normativos. En la base se ha sustituido el empleo de la CNE por las afiliaciones a la Seguridad Social.

nes o servicios aislados, y han tenido tanto sentido positivo como negativo¹². En cualquier caso, han sido variaciones de escasa magnitud, cuyo impacto en la recaudación puede considerarse insignificante.

Otros factores podrían explicar ese exceso de la recaudación observada en relación con la «aproximada». En primer lugar, el aumento de los precios en el sector residencial. Debe tenerse en cuenta que las series de empleos no financieros de la CNE no recogen completamente los movimientos del precio final de la vivienda, dado que no incluyen la repercusión que en ese precio tiene el del suelo. Por lo tanto, en la medida en la que parte del cambio en el precio de compra resulte de un cambio en el precio del suelo, la base construida no incorporará esta evolución (véase el panel superior izquierdo del gráfico 3). Dado el fuerte crecimiento del precio de la vivienda en los últimos años, este factor podría ser de magnitud relevante.

En segundo lugar, la discrepancia entre recaudación observada y «aproximada» podría también justificarse por cambios en la composición del consumo hacia bienes gravados con el

12. En algún caso los tipos se han modificado en ambos sentidos, como la utilización de los servicios de autopistas por motocicletas y turismos, cuyo tipo se redujo al 7% en el año 1997, para volver al 16% en el año 2002.

tipo general del impuesto, en detrimento de los gravados con tipos reducidos. En relación con esta cuestión, la información facilitada por la Agencia Estatal Tributaria apunta, en efecto, a un crecimiento, aunque ligero, en las adquisiciones de bienes de la base gravada al tipo general, que pasó de representar el 64,3% del total en 1998 al 65,8% en 2003 (último dato publicado).

Por último, la afloración de economía sumergida ha sido un argumento generalmente utilizado para explicar aumentos en la recaudación del IVA por encima de sus determinantes. Aunque este argumento es difícil de contrastar, el fuerte crecimiento experimentado por el número de declarantes en el período, que pasó de menos de dos millones en 1997 hasta cerca de tres millones en 2003, podría considerarse un indicador de que, en efecto, este factor habría jugado un cierto papel en el período analizado¹³.

LOS OTROS IMPUESTOS
SOBRE LOS PRODUCTOS
(EXCLUIDO EL IVA)

En cuanto a los Otros impuestos sobre los productos, excluido el IVA, estos también han mostrado un fuerte crecimiento en el período, de manera que su peso en el PIB aumentó un punto porcentual, hasta situarse en el 5% en 2004. Su evolución ha sido similar a la del IVA, con un aumento continuado desde 1995 hasta 1999, una reducción en los dos años siguientes y un aumento en los tres últimos.

Estos impuestos se aplican sobre los productos o servicios vendidos y dependen, por tanto, del volumen de negocio. Las principales figuras son los impuestos especiales (hidrocarburos, labores de tabaco, electricidad, etc.), el impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados, el impuesto sobre primas de seguro y las tasas sobre el juego. Cabe destacar la gran importancia que tienen en la recaudación de estos impuestos los tipos específicos, que no dependen del precio de venta, frente a los tipos «ad valorem», que se definen como un porcentaje sobre el precio de venta.

De forma similar al IVA, estos impuestos tienen una estrecha relación con la evolución de la actividad económica. Utilizando la CNE, su base impositiva se puede aproximar a partir de la suma del consumo y la formación bruta de capital de los Hogares e ISFL. Esta base, sin embargo, es menos adecuada que la confeccionada para el caso del IVA, dado que, por una parte, numerosas transacciones de bienes de segunda mano (como las viviendas) están sujetas a este tipo de impuestos, y estas transacciones no se recogen en las series de empleos no financieros de la CNE. Por otra parte, en el caso de algunos impuestos especiales (como el de hidrocarburos y el del tabaco) en el que el peso recaudatorio de los tipos específicos es muy superior al de los tipos «ad valorem», sería más adecuado utilizar series de consumo físico (número de litros, número de cajetillas) para aproximar la base impositiva, que la CNE no ofrece. Para estos impuestos se supone, asimismo, una elasticidad unitaria.

La evolución de la recaudación observada es, de nuevo, en casi todos los años, excepto en 2000 y 2001, superior a la «aproximada» a partir de la elasticidad y la base impositiva anteriores (panel central izquierdo del gráfico 1). En este caso, sin embargo, los cambios normativos aplicados durante el período sí permiten explicar una buena parte de esta discrepancia, dado que se dirigieron, fundamentalmente, a incrementar la carga impositiva y fueron de magnitud relevante. En concreto, se implantaron tres nuevos impuestos (sobre primas de seguro en 1997, sobre electricidad en 1998 y sobre ventas minoristas de determinados hi-

13. Adicionalmente, en la medida en que la nueva base 2000 de la CNE corrija los problemas observados de infraestimación del empleo mencionados en la sección anterior, el consiguiente mayor crecimiento del empleo mostrado por la nueva CNE podría también implicar una revisión al alza, por ejemplo, del consumo, que ayudaría, de nuevo, a explicar la discrepancia entre la evolución del IVA y la de su base aproximada de la CNE en los últimos años.

drocarburos en 2002) y el tipo del impuesto sobre primas de seguro se incrementó en un 50% en 1998¹⁴.

La imposición directa

EL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS (IRPF)

La imposición directa ha ganado peso con respecto al PIB en el período considerado, aunque ha perdido importancia con respecto a los otros ingresos fiscales. Dentro de estos impuestos, el IRPF es, con diferencia, la rúbrica de mayor peso, seguida del impuesto sobre sociedades, centrándose la presente sección en estos dos impuestos. Por otra parte, hay que recordar que también forman parte de este agregado el impuesto sobre el patrimonio y el impuesto sobre la renta de no residentes (implantado en el año 1998).

La evolución experimentada por la recaudación del IRPF en este período contrasta con la del resto de figuras impositivas, al haber experimentado una pérdida recaudatoria de cerca de 1,4 pp de PIB. Esta reducción se concentró, sobre todo, en los ingresos provenientes de las rentas del capital (-0,9% del PIB en el mismo período) y de la cuota diferencial (-0,8%), mientras que la procedente de las rentas del trabajo aumentó en 0,3 pp del PIB.

El IRPF grava la totalidad del flujo de renta de diversas fuentes que reciben las personas físicas. El impuesto presenta, sin embargo, ciertas particularidades, que impiden que se produzca una correspondencia unitaria entre la renta total, tal como se define en la CNE, y la base imponible¹⁵. En este sentido, para realizar el ejercicio de aproximación a la recaudación resulta útil distinguir los ingresos entre los procedentes del trabajo, por un lado, y los procedentes del capital y la cuota diferencial¹⁶, por otro. No obstante, habida cuenta de la dificultad de aproximar las bases impositivas para estos dos últimos componentes, en este artículo el análisis se circunscribe a la recaudación por las rentas del trabajo. Con el fin de efectuar una aproximación a las rentas ligadas al trabajo en la base de este impuesto a partir de la CNE, se puede recurrir a sumar la remuneración de asalariados y de no asalariados neta de cotizaciones sociales a las prestaciones sociales. Por su parte, para la recaudación procedente de las rentas del trabajo, la elasticidad estimada a partir de datos desagregados por tramos de renta es del 1,5, indicativo del grado de progresividad del impuesto¹⁷.

La recaudación procedente de rentas del trabajo resultó inferior a la «aproximada», a partir de la aplicación de la mencionada elasticidad al crecimiento anual nominal de las bases impositivas así confeccionadas, en la mayor parte del período (véase el panel central derecho del gráfico 1).

En el período objeto de estudio se llevaron a cabo, sin embargo, numerosas modificaciones en la regulación de este impuesto¹⁸. Las más relevantes tuvieron lugar en 1999, cuando se

14. Con sentido contrario, los tipos específicos de los impuestos especiales se congelaron en 2000, 2001 y 2003. **15.** Los hogares pueden presentar declaraciones conjuntas; una parte de la renta (en función de las circunstancias personales y familiares), así como de las dietas recibidas, y algunos premios están exentos; hay desgravaciones por el simple hecho del trabajo dependiente; las cotizaciones sociales pueden deducirse; el tipo del impuesto depende del período de generación de la renta; hay deducciones en la cuota por inversión en la vivienda habitual; etc. **16.** En cierta medida, la cuota diferencial tiene una evolución autónoma, dado que en ella influyen de manera sustancial todas las deducciones en la cuota del impuesto. **17.** Véase P. Hernández de Cos (2001), «Un método alternativo de estimación de los saldos presupuestarios ajustados del ciclo», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre. **18.** Las principales novedades consistieron en una nueva definición de la base imponible, que era la renta «discrecional» del contribuyente, a la que se llegaba tras restar de los ingresos el nuevo mínimo personal y familiar. Todos los rendimientos (aunque los de largo plazo, con coeficientes reductores) y las variaciones patrimoniales a corto plazo se agruparon en una base general del impuesto, mientras que las variaciones patrimoniales a largo plazo pasaron a formar la base especial, desapareciendo la anterior distinción entre base imponible regular e irregular. Se estableció una nueva y única tarifa (que sustituyó a la individual y conjunta del régimen anterior) aplicable a la base general, al tiempo que se redujeron los tramos a 6 (antes 8) y los tipos (quedando los extremos en el 18% y 48%, frente a 20% y 56%, respectivamente). La base especial, por su parte, se gravó al tipo fijo del 20%. Finalmente, cabe señalar que se suprimieron la mayor parte de las deducciones en la cuota. Se mantuvo, sin embargo, la deducción por inversión en vivienda habitual aunque con importantes modificaciones, entre las que destaca la imposición de un tope (9.015 euros) en la base de la deducción.

reformó sustancialmente, y en 2003, cuando se introdujo una rebaja adicional¹⁹. Además, en los años 1996, 1997 y 2000 se produjo una deflactación parcial de la tarifa del impuesto. En conjunto y para todo el período de análisis, estos cambios impositivos permitirían explicar una caída en la recaudación por rendimientos del trabajo de en torno a 1,9 pp de PIB. El crecimiento «aproximado» de la recaudación corregido de estos cambios normativos sería ahora, sin embargo, inferior al de la recaudación observada, de lo que se deduce la presencia de otros factores que han impulsado el aumento de la recaudación más allá de lo que explican las elasticidades y las bases estimadas.

Al igual que en el caso de las Cotizaciones sociales, la discrepancia en la medición del empleo entre las distintas fuentes estadísticas y, en particular, el mayor crecimiento de las afiliaciones a la Seguridad Social en relación con el empleo de la CNE en el período 1998-2001 podrían explicar la diferencia que persiste entre la recaudación observada y la «aproximada», una vez que se tienen en cuenta los efectos de los cambios normativos del impuesto. En este sentido, si en el cálculo de la base impositiva se sustituye el empleo de la CNE por las afiliaciones a la Seguridad Social, manteniendo sin cambio la remuneración por asalariado, la evolución en la recaudación simulada obtenida con esta nueva base impositiva, corregida también de los cambios normativos mencionados con anterioridad, sería ahora similar a la observada, tal como se recoge en el panel superior derecho del gráfico 3.

En cuanto a la recaudación procedente de las rentas del capital y de la cuota diferencial, la CNE no permite aproximar adecuadamente su base impositiva, dado que, entre otros elementos, aquella no incorpora las ganancias de capital o las amortizaciones de préstamos de vivienda, que sí son objeto de imposición o deducción en el impuesto. En todo caso, la fuerte caída de los tipos de interés en el período, así como las reducciones aplicadas en la tributación de rentas y ganancias de capital, permitirían explicar la elevada caída, de 0,9 pp de PIB, de los ingresos procedentes de estas rentas en el período.

EL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES

El impuesto sobre sociedades es una de las fuentes tributarias que en mayor medida ha contribuido al fuerte crecimiento de los ingresos tributarios en los últimos años, de manera que su peso sobre el PIB ha pasado del 1,9% en 1995 al 3,7% en 2004. Desde una perspectiva de más largo plazo, la recaudación del impuesto sobre sociedades ha seguido con bastante fielidad el ciclo económico, con un desfase de un año, como consecuencia del procedimiento administrativo de recaudación. De esta forma, el peso del impuesto sobre sociedades sobre el PIB alcanzó el 3,1% en 1990, para reducirse con posterioridad durante la crisis económica hasta el 1,7% en 1994. Desde entonces, la recaudación mantiene un crecimiento sostenido, en línea con la evolución de los beneficios empresariales.

Las dificultades para aproximar la base impositiva a partir de las series no financieras de la CNE son mayores, si cabe, en el caso de este impuesto, dado que la determinación del beneficio empresarial objeto de tributación está sujeta a una compleja normativa, que no puede ser fácilmente aproximada a través de la información de la CNE. En nuestro caso, se toma el Excedente Bruto de Explotación como una aproximación a la base del impuesto²⁰. Por otro lado, la elasticidad estimada es igual a 1,2.

19. Los principales cambios fueron la reducción del número de tramos a 5 (frente a 6 anteriores) y de los tipos extremos en 3 puntos (hasta el 45% y el 15%), el aumento de los mínimos personal y por hijos y las reducciones por trabajo dependiente. Se redujo el tipo impositivo para variaciones patrimoniales generadas en más de 1 año en línea con la variación del tipo mínimo y también se igualaron a ese tipo (15%) las retenciones para determinadas rentas. **20.** El cálculo de la recaudación «aproximada» exige, además, distinguir entre la recaudación por retenciones, que depende de la base impositiva del mismo año en que se recauda, y por cuota diferencial, que depende de la base imponible del año inmediatamente anterior al que se recauda y, por tanto, debe asignarse a dicho año.

Al igual que en otras partidas ya analizadas, el crecimiento de la recaudación «aproximada» a partir de la aplicación de la elasticidad y la base impositiva definidas anteriormente ha sido inferior al de la recaudación observada en la mayoría de los años del período²¹ (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). De hecho, la recaudación de este impuesto creció casi un 15% en media anual en el conjunto del período, mientras que el crecimiento del Excedente Bruto de Explotación fue solo ligeramente superior al 6% en media anual (véase el panel inferior del gráfico 3).

Algunos cambios normativos tendentes al incremento de la tributación efectiva podrían explicar parcialmente esa discrepancia²². En concreto, la reforma del impuesto sobre sociedades de 1995 (Ley 43/1995) incorporaba una disposición transitoria para las sociedades transparentes, que establecía un incremento de su tipo de tributación desde el 0% en 1996, al 10% en 1997, el 20% en 1998 y el 35% en 1999²³. Asimismo, tras el establecimiento en 1997 de un tipo impositivo reducido del 30% para las empresas de pequeña dimensión, no se aprobó hasta 2001 ninguna actualización del valor máximo de facturación por debajo del cual se permite a las empresas tributar a dicho tipo, lo que produjo una paulatina reducción del número de empresas a las que se le aplica ese tipo reducido. Además, en este período no se ha actualizado el valor de la base imponible al que se le aplica ese 30%, lo que, de nuevo, habrá generado un incremento del tipo impositivo medio.

A estos cambios normativos se une, finalmente, el hecho de que en 2000 y 2001 se produjo, como consecuencia de la crisis bursátil, una caída muy importante de los beneficios de las instituciones de inversión colectiva, que no produjo, sin embargo, una reducción equivalente de la recaudación, dado que estas sociedades tributan al tipo del 1%²⁴.

Conclusiones

La evolución de la recaudación tributaria en el último decenio muestra un aumento del peso sobre el PIB de la mayoría de los impuestos, con la excepción del IRPF, que ha comportado un incremento de la presión fiscal, definida como la ratio de ingresos fiscales sobre PIB, de 3,5 pp. La aplicación de las elasticidades estimadas a la evolución de las bases aproximadas con datos provenientes de algunas series de recursos y empleos no financieros de la CNE conduce a la estimación de una recaudación «aproximada» que, prácticamente en todos los años y con la excepción del IRPF, es inferior a la observada.

La discrepancia entre la recaudación efectiva y la «aproximada» puede resultar de cambios normativos, de una aproximación poco satisfactoria a la base o de la utilización de una elasticidad inadecuada. En este trabajo no se ha abordado el análisis del grado de adecuación de las elasticidades utilizadas, en la medida en que pueden considerarse ampliamente aceptadas, sino que se centra en el papel desempeñado por los elementos restantes.

El análisis efectuado muestra que el peso de estos elementos en la generación de discrepancias entre la recaudación observada y «aproximada» no es el mismo para todas las figuras

21. Esta discrepancia se observa también cuando la recaudación «aproximada» se calcula a partir de la información proporcionada por la Central de Balances del Banco de España e, igualmente, a partir de la información de las Memorias de la Administración Tributaria. **22.** Otras modificaciones, como la aplicación de un tipo reducido para las empresas de pequeña dimensión en 1997, cuyo ámbito de aplicación se amplió en 2001, 2002 y 2003, o la reducción del tipo sobre las plusvalías reinvertidas, tendieron a reducir la tributación efectiva y, por tanto, a ampliar la discrepancia entre la recaudación «aproximada» corregida de medidas discrecionales y la recaudación observada. **23.** Aunque no es posible cuantificar con la información disponible la importancia cuantitativa de este hecho, sí debe señalarse que en el período 1996-1999 se produjo un fuerte crecimiento de las sociedades que declararon por el régimen de transparencia fiscal, de manera que si en 1996 estas representaban el 5,5% de los declarantes, en 1999 alcanzaron el 7,1%, con una tasa media de crecimiento anual de casi el 19%. **24.** Este fenómeno ha debido tener un impacto muy significativo. De acuerdo con la información de la Memoria de Administración Tributaria, si no se computasen los resultados correspondientes a las instituciones de inversión colectiva con base imponible positiva, el tipo medio de gravamen se reduciría una décima porcentual entre 1999 y 2000, frente al aumento de 1,6 puntos porcentuales que se observa en el caso de su inclusión. Este impacto pudo ser incluso de magnitud superior en 2001, aunque no se dispone de información.

impositivas. Los cambios normativos pueden explicar, siquiera parcialmente, tanto la caída en el peso del IRPF, como el mayor peso sobre el PIB alcanzado por el resto de impuestos, excepto el IVA, que experimentó cambios mínimos. En concreto, la aparición de nuevas figuras impositivas en la imposición indirecta y la unificación de las bases máximas de cotización en el caso de las Cotizaciones sociales pueden ser los elementos con mayor incidencia entre los cambios normativos.

Por otra parte, los considerables aumentos observados de la recaudación del IVA y del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados han podido estar vinculados a la fuerte expansión del sector inmobiliario. La base que se puede computar con las series no financieras de la CNE no permite, sin embargo, tener en cuenta este fenómeno de forma adecuada.

En el caso del IRPF y las Cotizaciones sociales, se ha observado que la utilización de datos sobre afiliaciones en vez de datos de empleo de la CNE permite un mejor ajuste entre recaudación observada y recaudación «aproximada», reflejando así la vinculación entre los distintos registros administrativos. El mayor crecimiento del empleo medido a través de las series de afiliaciones a la Seguridad Social, que también recogen otras fuentes estadísticas como la EPA, podría ser a su vez indicativo de una cierta infraestimación del empleo de la CNE en los últimos años. La nueva base 2000 de la CNE podría corregir estas diferencias entre las distintas fuentes de empleo, acercando la evolución del empleo de la CNE al de las otras fuentes estadísticas y, por lo tanto, permitir una mejor explicación de los incrementos de la recaudación impositiva de los últimos años. Una revisión de la CNE en este sentido llevaría también a concluir que el incremento de la presión fiscal en los últimos años ha sido menor que el mostrado por las cifras actuales analizadas en este artículo.

El análisis efectuado con anterioridad debe, en todo caso, tomarse con cautela. La medición de la presión fiscal y de sus determinantes efectuada a partir de datos agregados solo puede considerarse una primera aproximación al análisis de este fenómeno, que requiere complementarse con estudios realizados a partir de información desagregada.

25.4.2005.

LA SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS:
UNA COMPARACIÓN MICROECONÓMICA CON ESTADOS UNIDOS, ITALIA
Y EL REINO UNIDO

La situación patrimonial de las familias españolas: Una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido

Este artículo ha sido elaborado por Olympia Bover, Carmen Martínez-Carrascal y Pilar Velilla, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La situación patrimonial de los hogares en España ha experimentado un cambio significativo en los últimos años, siendo especialmente destacable el importante ascenso que ha registrado el nivel de deuda del sector en relación con su renta bruta disponible, que a finales de 2004 era más del doble del de mediados de la pasada década. Este aumento del endeudamiento ha estado, no obstante, acompañado de un ascenso en la riqueza de las familias, tanto financiera como, sobre todo, inmobiliaria, que se ha visto favorecido por el alza del precio de la vivienda, además de por la elevada inversión residencial.

Ahora bien, para poder valorar la situación patrimonial de las familias de forma más precisa es necesario realizar un análisis desagregado. Así, el análisis de diferencias en el endeudamiento o en la composición de la riqueza, en función de la renta o la edad, será importante para extraer conclusiones sobre aspectos relevantes para la estabilidad macroeconómica y financiera de la economía española; aspectos como la posible vulnerabilidad del sector ante cambios desfavorables en los costes de financiación, precios de los activos o rentas. La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) elaborada recientemente por el Banco de España permite analizar estas cuestiones¹.

En este artículo se pone en perspectiva la posición patrimonial de los hogares españoles comparándola con la existente en otros países de nuestro entorno, con el objetivo de identificar los rasgos comunes y distintivos de la situación financiera de las familias españolas. En concreto, se presenta un análisis comparativo de España, respecto a Estados Unidos, Italia y el Reino Unido, países donde resultan fácilmente accesibles los datos desagregados necesarios para construir las variables que se presentan en este análisis². La comparación con Estados Unidos y el Reino Unido es particularmente relevante, dado que la situación de las familias en estos países viene siendo considerada, en particular por sus elevadas ratios de endeudamiento, como un elemento condicionante de sus perspectivas macroeconómicas.

Tras esta introducción, el artículo se estructura en seis secciones y un anexo. En la primera, se mencionan las bases de datos utilizadas, que se describen en el anexo. A continuación, se analiza la distribución de la riqueza neta y la renta de los hogares en los cuatro países considerados. Posteriormente, se analiza la tenencia y composición de los activos y pasivos de las familias, para el conjunto de hogares y para distintos subgrupos poblacionales, definidos en función del nivel de ingresos y de la edad. Para los hogares endeudados se presentan ratios que miden la importancia que suponen las deudas contraídas en relación con la renta y la riqueza de las familias. Finalmente, en la última sección se resumen las principales conclusiones.

Los datos utilizados

En este trabajo se analiza, para cada país, la encuesta a hogares que contiene más información sobre los activos y los pasivos de los mismos. Para España, se utiliza la primera edición de la EFF, correspondiente a 2002, que elabora el Banco de España. La *Indagine sui Bilanci*

1. Para resultados más detallados, véase *Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares* (2004) y, para mayor información sobre esta encuesta, véase Bover (2004). 2. Los resultados de este artículo pueden diferir en algunos casos de los presentados en el artículo mencionado anteriormente, dado que, para facilitar la comparación con otros países, en este trabajo se han excluido los objetos de valor de la definición de riqueza y se ha aplicado la tasa de inflación a la renta de 2001, para expresarla en euros de 2002.

delle Famiglie (IBF) del año 2002, que lleva a cabo la *Banca d'Italia*, es la base de datos de referencia para Italia. Estados Unidos es el país cuya encuesta, la *Survey of Consumer Finances* (SCF), del *Board of Governors of the Federal Reserve System*, es la más similar a la EFF; la edición considerada corresponde a 2001. La base de datos más comparable a las anteriores para el Reino Unido es el *British Household Panel Survey* (BHPS) del año 2000, que realiza el *Institute for Social and Economic Research*. En el anexo se describen las características más relevantes, a efectos del análisis comparativo aquí efectuado, de estas encuestas.

Las magnitudes monetarias se presentan todas en euros de 2002, tras ajustar por inflación en Estados Unidos y el Reino Unido, y por paridad de poder de compra de 2002 de los distintos países respecto a España.

En principio, a tamaño muestral similar, la existencia de sobremuestreo de los hogares con más riqueza en unas encuestas pero no en otras podría originar diferencias en los resultados de algunos análisis (evidentemente, tras ponderar las observaciones por sus factores de elevación poblacionales). Estas diferencias serán más relevantes en los análisis en los que los valores de la cola alta de la distribución jueguen un papel importante, debido a la falta de observaciones en ciertas celdas en ausencia de sobremuestreo.

En los casos considerados aquí, Italia y el Reino Unido, contrariamente a España y Estados Unidos, no incorporan sobremuestreo de la riqueza, aunque cuentan con tamaños muestrales algo mayores. En todo caso, los análisis efectuados en este trabajo tienden a utilizar medidas menos sensibles a valores extremos en la parte alta de las distribuciones. Por ejemplo, se prima el uso de la mediana en lugar de la media como medida de posición, y el uso de los percentiles 75 y 25 en lugar de las desviaciones estándar (o de percentiles más extremos) como medidas de dispersión³.

Como se puede ver en el anexo, las encuestas disponibles para España y Estados Unidos tienen características muy similares. En las encuestas de Italia y el Reino Unido, existen algunas diferencias insalvables en la información que contienen sobre los activos y la renta de los hogares, que dificultan la comparabilidad de algunas de las variables estudiadas con los datos correspondientes a España y Estados Unidos.

En concreto, la IBF infravalora ligeramente la riqueza de las familias italianas, en particular la riqueza financiera, al carecer de información sobre el valor en planes de pensiones (que constituirían, según la información en la IBF y las Cuentas Financieras italianas, entre un 2% y un 3% de los activos totales de los hogares). En el caso del Reino Unido, la infravaloración de la riqueza es más importante, debido a la inexistencia de información sobre el valor de los negocios y, sobre todo, de los planes de pensiones. Estos últimos representan, aproximadamente, un 30% de los activos totales de los hogares en el Reino Unido. Finalmente, la IBF italiana recoge información sobre la renta de los hogares neta de impuestos, contrariamente a las encuestas de los otros países cuya información es sobre renta bruta. En este sentido, debe tenerse en cuenta que los niveles y la dispersión de la renta que se presentan para Italia son menores de los que corresponderían a su renta bruta.

Estas diferencias se tienen en cuenta en el análisis comparativo que se lleva a cabo en el texto, pero conviene tenerlas presentes al comparar los resultados presentados en los cuadros.

3. La mediana de una variable es el valor que corresponde a la mitad de su distribución. Para calcularla se ordenan los datos de menor a mayor y se escoge el valor que está en medio. El percentil 25 (75) es el valor que deja por debajo de sí, tras ordenarlas de menor a mayor, al 25% (75%) de las observaciones y por encima al 75% (25%) restante.

Distribución de la riqueza neta y de la renta

DISTRIBUCIÓN DE LA RIQUEZA NETA

En el cuadro 1 se presentan medidas de la distribución de la riqueza neta para los cuatro países considerados, tanto para el conjunto de hogares como para distintos segmentos de la población, definidos en función de la renta, la edad del cabeza de familia, la situación laboral o el nivel educativo.

Como puede observarse en el cuadro, la distribución de la riqueza entre los hogares españoles es la más igualitaria de los países considerados. Así, la dispersión, medida por la diferencia relativa entre el percentil 75 y el 25, es mucho más reducida en España (3,4%) que en Estados Unidos (75,3) y el Reino Unido (55,5), y también menor que la observada en Italia (9,9). Esta menor dispersión incluso se mantiene, en general, por grupos de población más homogéneos.

La riqueza media de los hogares en España es menor que en Italia y, sobre todo, que en Estados Unidos. Sin embargo, en el caso de variables, como la riqueza, que muestran algunos valores muy elevados para unos pocos hogares, la media no es un buen indicador de la situación de la familia representativa. En estos casos es aconsejable el uso de la mediana, porque resulta menos sensible a valores extremos. Además, en el caso de una comparación internacional como la que se lleva a cabo aquí, la comparación de medias puede ser especialmente engañosa, dado que estas son más sensibles a los diferentes diseños muestrales de cada país, que captan en distinto grado la parte alta de la distribución de riqueza. De hecho, como se muestra en el cuadro, la riqueza neta mediana de los hogares españoles es algo superior a la observada en Italia y bastante superior a la de Estados Unidos. A pesar de que el sector, en su conjunto, tiene un patrimonio superior en ambos países, la menor concentración de la riqueza en España hace que la familia representativa española tenga un patrimonio mayor que el observado sobre todo en Estados Unidos⁴.

Por niveles de renta, estas diferencias se amplían considerablemente para la mitad inferior de la distribución, pero se invierten para la parte alta. En el caso de los hogares en la parte baja de la distribución de los ingresos, estos valores comparativamente más elevados para los hogares españoles se observan no solo en la mediana, sino también en la media. Esta situación refleja, en parte, las diferencias entre el mercado inmobiliario español y el de otros países, dado que un porcentaje mucho más elevado de hogares españoles en la parte baja de la distribución de la renta son propietarios de su vivienda.

Del mismo modo, el análisis en función de la edad muestra que los valores medianos de riqueza más elevados para el grupo de edad más joven (con cabeza de familia menor de 35 años) se observan en Italia y España, con valores muy superiores a los de Estados Unidos. No obstante, es posible que esta situación refleje, al menos parcialmente, diferencias internacionales en los patrones de formación de hogares y emancipación de los jóvenes⁵.

Resulta destacable que la diferencia en los valores medianos para distintos niveles educativos en España es menor que la observada en el resto de países, y es especialmente elevada en el caso de Estados Unidos.

4. Si en vez de ajustar por paridad de poder de compra se ajusta solo por tipo de cambio, las diferencias se reducen, dado que no se tienen en cuenta los niveles de precios más altos de Estados Unidos respecto a España. Por ejemplo, ajustando por tipo de cambio, la riqueza mediana para el conjunto de hogares de EEUU sería de 78.000 euros (en vez de 56.400 euros con paridad de poder de compra), todavía muy inferior a los 95.700 euros de España. Por niveles de renta o riqueza, las diferencias en la parte baja de la distribución entre ajustar por paridad de poder de compra o por tipo de cambio son mucho menores que las cifras para el conjunto de hogares. Así, ajustando solo por tipo de cambio, la mediana para los dos quintiles inferiores de la distribución de la renta en Estados Unidos serían 1.700 euros y 29.000 euros, respectivamente, en lugar de 1.200 euros y 21.000 euros que resultan tras ajustar por paridad de poder de compra. 5. A este respecto, cabe mencionar que el porcentaje de hogares cuyo cabeza de familia tiene menos de 35 años es, según los datos analizados, del 14% en España e Italia, 17% en el Reino Unido y 23% en Estados Unidos.

RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES (a).
DISTRIBUCIÓN POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES

Medianas y medias en miles de euros del año 2002

Características de los hogares	ESPAÑA			ITALIA (c)		
	Mediana	Media	(p75–p25)/p25 (b)	Mediana	Media	(p75–p25)/p25
TODOS LOS HOGARES	95,7 (2,6) (e)	152,5	3,4	90,8 (1,8)	156,5	9,9
PERCENTIL DE RENTA						
Menor de 20	52,5	74,8	5,6	11,3	42,4	(f)
Entre 20 y 40	77,8	99,2	3,3	54,5	74,2	18,1
Entre 40 y 60	87,2	119,6	3,4	90,5	117,9	6,9
Entre 60 y 80	114,7	165,1	2,7	130,6	165,8	2,0
Entre 80 y 90	151,5	208,2	2,2	204,3	246,8	1,4
Entre 90 y 100	243,1	398,7	2,6	344,0	516,7	2,1
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA						
Menor de 35 años	54,0	85,1	10,4	75,5	120,3	35,0
Entre 35 y 44 años	87,8	125,3	3,3	83,6	138,3	17,6
Entre 45 y 54 años	126,2	194,8	2,6	122,1	200,1	6,8
Entre 55 y 64 años	122,2	214,1	3,0	129,2	213,0	3,7
Entre 65 y 74 años	102,1	154,5	2,8	87,7	152,9	5,5
Más de 74 años	76,8	119,8	2,8	59,6	104,5	11,9
SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA						
Empleado por cuenta ajena	91,8	129,3	3,6	83,6	132,0	23,0
Empleado por cuenta propia	183,3	325,5	2,8	180,8	298,9	3,0
Jubilado	102,9	155,7	2,8	83,2	139,0	6,0
Otro tipo de inactivo o parado	64,3	96,0	5,2	31,6	75,3	(f)
EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA						
Inferior a bachillerato	82,0	118,1	3,0	69,2	108,2	14,3
Bachillerato	107,4	159,2	4,0	131,9	205,5	7,0
Estudios universitarios	155,9	273,7	3,2	203,7	316,4	2,5
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA						
Menor de 25	7,4	12,4	48,7	1,6	2,8	(f)
Entre 25 y 50	68,0	68,0	0,5	55,6	55,3	1,1
Entre 50 y 75	126,4	131,2	0,4	132,5	134,3	0,5
Entre 75 y 90	230,6	238,3	0,3	244,6	252,1	0,3
Entre 90 y 100	475,6	637,6	0,7	525,3	705,7	0,8

FUENTES: España: Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002; Italia: *Indagine sui Bilanci delle Famiglie* (IBF) 2002; Estados Unidos: *Survey of Consumer Finances* (SCF) 2001; Reino Unido: *British Household Panel Survey* (BHPS) 2000.

- a. Las cifras de riqueza neta presentadas no incluyen ni vehículos, ni joyas u otros objetos de valor.
- b. Medida de dispersión de la distribución, donde p25 es el valor del percentil 25 y p75 el del percentil 75.
- c. Las cifras de riqueza presentadas para Italia no incluyen planes de pensiones.
- d. Las cifras de riqueza presentadas para el Reino Unido no incluyen ni planes de pensiones ni valor de los negocios.
- e. Errores estándar bootstrap entre paréntesis.
- f. Percentil 25 nulo o negativo.

Por situación laboral, los empleados por cuenta propia son los que presentan una mayor riqueza neta mediana en todos los países, y también menor dispersión. Para este grupo de población, los niveles observados en España e Italia para ambas medidas (mediana y dispersión) son similares, y muy inferiores a los de Estados Unidos.

Como se ha señalado anteriormente, la base de datos utilizada para el Reino Unido no contiene información sobre la cuantía invertida en planes de pensiones, que es muy relevante en

ESTADOS UNIDOS			REINO UNIDO (d)			Características de los hogares
Mediana	Media	(p75-p25)/p25	Mediana	Media	(p75-p25)/p25	
56,4 (2,5)	291,9	75,3	56,4 (1,3)	127,6	55,5	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
1,2	36,2	(f)	4,4	54,3	(f)	Menor de 20
21,0	78,6	777,3	31,3	107,5	(f)	Entre 20 y 40
38,9	113,3	61,2	56,4	111,8	27,8	Entre 40 y 60
91,7	207,6	7,2	63,6	126,3	8,8	Entre 60 y 80
181,9	325,4	3,9	94,7	247,9	4,4	Entre 80 y 90
618,0	1.696,7	5,2	160,6	230,9	3,4	Entre 90 y 100
						EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
1,7	56,2	(f)	2,7	31,6	(f)	Menor de 35 años
46,6	187,1	47,3	42,4	91,7	26,2	Entre 35 y 44 años
88,6	362,0	16,2	84,8	129,5	5,5	Entre 45 y 54 años
120,5	546,1	10,8	112,6	187,1	5,4	Entre 55 y 64 años
118,5	503,3	7,5	101,0	213,3	11,5	Entre 65 y 74 años
110,5	352,0	6,6	62,4	137,6	52,0	Más de 74 años
						SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA
37,8	162,9	115,6	48,0	96,3	16,0	Empleado por cuenta ajena
253,0	935,2	10,9	111,3	201,2	5,1	Empleado por cuenta propia
80,5	337,7	20,3	82,3	180,9	40,7	Jubilado
0,9	132,4	(f)	0,0	56,7	(f)	Otro tipo de inactivo o parado
						EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA
12,4	74,4	(f)	45,5	105,1	131,6	Inferior a bachillerato
34,9	128,5	157,1	57,4	121,1	28,6	Bachillerato
103,4	457,7	22,9	106,6	226,3	8,5	Estudios universitarios
						PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
-0,7	-5,0	(f)	0,0	-3,6	(f)	Menor de 25
22,2	24,5	2,6	21,8	25,3	3,3	Entre 25 y 50
104,6	114,7	0,9	90,7	93,8	0,6	Entre 50 y 75
312,8	330,8	0,6	199,5	206,0	0,4	Entre 75 y 90
978,1	2.086,1	1,7	434,0	676,2	0,7	Entre 90 y 100

este país (30% del valor de los activos totales), ni sobre el valor de los negocios para los trabajadores por cuenta propia, por lo que las medianas presentadas en el cuadro para este país están infravaloradas y no son comparables con las presentadas para el resto de países.

DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA

El cuadro 2 presenta un análisis para la renta equivalente al realizado en el cuadro 1 para la riqueza. Como puede observarse, la asimetría en la distribución de esta variable es mucho menor que la observada para la riqueza, algo que responde al hecho de que esta última es el resultado de la acumulación de flujos de ahorro y de transferencias intergeneracionales.

Se observa que España posee una renta mediana muy similar a la del Reino Unido, aunque con una dispersión algo menor, mientras que Estados Unidos presenta unos valores más elevados para ambas medidas. Un análisis por grupos más homogéneos muestra, en general, que la similitud entre España y el Reino Unido se mantiene por grupos de ingresos y edad y que en Estados Unidos los valores medianos son más elevados para casi todos los grupos.

**RENTA DE LOS HOGARES.
DISTRIBUCIÓN POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

CUADRO 2

Medianas en miles de euros del año 2002								
Características de los hogares	ESPAÑA		ITALIA (a)		ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO	
	Mediana	(p75-p25)/p25	Mediana	(p75-p25)/p25	Mediana	(p75-p25)/p25	Mediana	(p75-p25)/p25
TODOS LOS HOGARES	22,8 (0,5) (b)	1,8	20,8 (0,3)	1,5	30,8 (1,0)	2,5	22,7 (0,3)	2,2
PERCENTIL DE RENTA								
Menor de 20	7,9	0,7	8,6	0,6	7,8	0,8	7,4	0,6
Entre 20 y 40	15,2	0,3	14,3	0,2	18,0	0,3	13,6	0,3
Entre 40 y 60	22,8	0,2	20,8	0,2	30,0	0,3	22,7	0,3
Entre 60 y 80	33,3	0,2	29,2	0,2	49,6	0,3	35,1	0,2
Entre 80 y 90	48,6	0,2	39,4	0,1	75,8	0,2	48,2	0,1
Entre 90 y 100	73,0	0,5	57,9	0,4	131,0	0,9	70,0	0,3
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA								
Menor de 35 años	24,1	1,2	22,7	1,2	25,7	2,1	23,5	1,8
Entre 35 y 44 años	25,0	1,5	23,1	1,2	39,9	1,9	33,2	1,1
Entre 45 y 54 años	30,0	1,6	27,8	1,2	42,5	2,1	35,9	1,5
Entre 55 y 64 años	26,3	1,6	24,0	1,4	35,1	2,6	25,4	1,7
Entre 65 y 74 años	17,1	1,9	16,1	1,3	21,7	2,9	14,5	1,4
Más de 74 años	10,6	1,6	12,5	1,1	17,2	2,2	10,9	1,0
SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA								
Empleado por cuenta ajena	27,7	1,3	24,2	1,2	36,6	1,9	34,2	1,1
Empleado por cuenta propia	31,3	1,5	29,5	1,4	48,7	3,1	31,8	1,4
Jubilado	17,4	1,7	16,0	1,3	16,3	2,7	12,4	1,3
Otro tipo de inactivo o parado	12,5	2,2	6,9	3,6	13,1	4,3	12,3	1,8
EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA								
Inferior a bachillerato	18,1	1,7	16,3	1,2	13,1	2,1	16,3	2,1
Bachillerato	26,8	1,3	27,8	1,0	26,5	2,0	29,9	1,7
Estudios universitarios	39,4	1,6	37,8	1,1	44,0	2,1	35,1	1,6
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA								
Menor de 25	16,6	1,6	12,7	1,2	16,8	2,5	13,3	1,6
Entre 25 y 50	19,6	1,6	16,3	1,1	25,4	1,9	23,1	1,8
Entre 50 y 75	23,9	1,6	23,9	0,9	37,6	2,0	23,5	2,3
Entre 75 y 90	31,0	1,5	32,6	0,8	54,3	1,5	29,0	1,8
Entre 90 y 100	47,2	1,4	44,7	1,0	98,3	2,4	37,0	1,5

FUENTES: EFF 2002, IBF 2002, SCF 2001 y BHPS 2000.

a. En el caso de Italia, el concepto de renta disponible es renta neta, contrariamente a los otros países, en los que es renta bruta.

b. Errores estándar bootstrap entre paréntesis.

Los datos de ingresos para Italia son netos de impuestos, a diferencia del resto de países, por lo que presentan un nivel y una dispersión inferiores a los que corresponderían a la renta bruta.

Composición de la riqueza bruta

DISTRIBUCIÓN DE LA RIQUEZA POR TIPO DE ACTIVOS⁶

El cuadro 3 muestra la contribución de los activos reales y financieros al valor de la riqueza bruta de los hogares (columnas 1 y 2). Dentro de estos dos grupos, se distingue, para el primero, las aportaciones de la vivienda principal, el resto de propiedades inmobiliarias y los negocios por cuenta propia (columnas 3 a 5), y, para los segundos, la contribución de las cuentas bancarias y depósitos, los planes de pensiones, los fondos de inversión, los

6. No se comenta la composición de la cartera de activos para el Reino Unido, dada la ausencia de información sobre valor de negocios y planes de pensiones.

valores de renta fija, las acciones y participaciones y el resto de activos financieros (columnas 6 a 11)⁷.

Como puede observarse, el componente no financiero es el que tiene un mayor peso en todos los países, pero, mientras que en Estados Unidos este supone el 56% del valor de la cartera, en España e Italia supera el 85%⁸. En los dos últimos países, esta contribución es elevada en todos los grupos de renta, y, aunque disminuye ligeramente con esta, las diferencias son reducidas. Así, en los estratos de población con menores ingresos, representan algo más del 90%, mientras que en los de mayores recursos se sitúa por encima del 80%. En Estados Unidos, la variación que se observa es algo mayor (67,4% en rentas bajas y 53,6% en rentas altas).

Para el conjunto de hogares, el activo con mayor peso es, en todos los países, la vivienda principal, aunque su importancia es mucho más elevada en España e Italia (59%) que en Estados Unidos (28,5%). A medida que aumenta la renta de los hogares, la contribución de este activo se reduce en todos los países, pero, mientras que en España e Italia se mantiene como el principal activo, con un peso en torno al 43% en la decila extrema superior, en Estados Unidos los negocios por cuenta propia pasan a ser el componente más importante de la cartera, representando un 24% de su valor, frente al 18% de la vivienda principal.

El resto de propiedades inmobiliarias son el segundo activo con mayor peso en la cartera de los hogares tanto en España como en Italia, representando, respectivamente, el 21% y 16%, mientras que en Estados Unidos, aunque el peso de estos activos es también elevado (10%), es inferior al de los negocios por cuenta propia (17%) y los planes de pensiones (15%). De este modo, España es el único país considerado donde la contribución al patrimonio de las propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal es muy superior a la del conjunto de todos los activos financieros.

Por lo que se refiere al componente financiero del patrimonio, existen diferencias importantes de composición entre países. Así, las cuentas bancarias y depósitos son el componente fundamental en el caso de las familias españolas (40%) e italianas, con una contribución que casi triplica a la que se observa en Estados Unidos (15%), donde los planes de pensiones, fondos de inversión y acciones y participaciones tienen pesos superiores (33,5%, 23,1% y 21,5%, respectivamente). En España, las acciones y participaciones que poseen los hogares de forma directa⁹ son el segundo activo financiero en importancia (26,2%), seguido de los planes de pensiones (17,5%) y los fondos de inversión (9,5%).

Por niveles de renta, se observa que para la decila superior de renta, en España, las acciones cobran mucha más importancia y son el activo con mayor peso de la cartera financiera (43%), muy por encima del observado para los planes de pensiones (19%) y los fondos de inversión (10%), mientras que en Estados Unidos tienen un peso similar (27,6%, 27,6% y 23,3%, respectivamente).

TENENCIA DE LOS DISTINTOS TIPOS DE ACTIVOS

En el cuadro 4 se presenta el porcentaje de hogares que poseen distintos tipos de activos inmobiliarios, lo que permite ver cuán extendidos están entre las familias cada uno de ellos. El cuadro 5 muestra un análisis equivalente para los activos financieros.

7. En los planes de pensiones se incluyen los seguros de inversión o mixtos. 8. La diferencia en el componente financiero de la cartera entre España e Italia es de hecho superior a la reflejada en el cuadro 3 (12,6% y 14,7%, respectivamente), dado que en los datos de la IBF no se incluye información sobre los planes de pensiones. Así, si en España se excluyese esta partida, la contribución de los activos financieros al total sería del 10,6%. 9. En el caso de Estados Unidos, las acciones y participaciones no cotizadas se incluyen en la categoría de «otros activos financieros», pero su tenencia es muy limitada.

**DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS DE LOS HOGARES,
POR TIPO DE ACTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES (% SOBRE ACTIVOS TOTALES)**

Características de los hogares	Activos reales como porcentaje de activos totales	Activos financieros como porcentaje de activos totales	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia
ESPAÑA			ESPAÑA		
TODOS LOS HOGARES	87,4	12,6	58,5	21,2	7,7
PERCENTIL DE RENTA					
Menor de 40	91,4	8,6	72,6	15,7	3,1
Entre 40 y 60	90,9	9,2	65,3	19,6	6,0
Entre 60 y 80	89,0	10,9	59,1	22,4	7,5
Entre 80 y 90	87,4	12,7	55,8	22,0	9,6
Entre 90 y 100	80,3	19,8	43,2	25,2	11,9
ESTADOS UNIDOS			ESTADOS UNIDOS		
TODOS LOS HOGARES	55,7	44,3	28,5	9,9	17,3
PERCENTIL DE RENTA					
Menor de 40	67,4	32,6	51,9	7,9	7,7
Entre 40 y 60	57,9	42,1	43,5	7,3	7,0
Entre 60 y 80	56,0	44,0	39,9	7,9	8,2
Entre 80 y 90	55,9	44,1	35,9	8,4	11,6
Entre 90 y 100	53,6	46,4	17,9	11,5	24,3
ITALIA (a)			ITALIA (a)		
TODOS LOS HOGARES	85,3	14,7	59,1	16,4	9,8
PERCENTIL DE RENTA					
Menor de 40	90,1	10,0	73,7	8,5	7,9
Entre 40 y 60	87,3	12,6	68,8	14,0	4,5
Entre 60 y 80	86,6	13,4	65,6	11,5	9,5
Entre 80 y 90	81,6	18,4	59,1	13,6	8,9
Entre 90 y 100	82,9	17,2	43,7	25,5	13,7
REINO UNIDO (b)			REINO UNIDO (b)		
TODOS LOS HOGARES	70,3	29,7	63,0	7,3	No disponible (ND)
PERCENTIL DE RENTA					
Menor de 40	64,4	35,4	59,1	5,4	ND
Entre 40 y 60	72,5	27,4	65,9	6,6	ND
Entre 60 y 80	79,6	20,3	71,4	8,3	ND
Entre 80 y 90	57,6	42,3	51,4	6,2	ND
Entre 90 y 100	77,8	22,2	67,7	10,1	ND

FUENTES: EFF 2002, SCF 2001, IBF 2002 y BHPS 2000.

a. Los porcentajes para Italia no son relativos a los activos totales, sino al agregado de activos disponibles que excluye planes de pensiones.

b. Los porcentajes para el Reino Unido no son relativos a los activos totales, sino al agregado de activos disponibles que excluye planes de pensiones y negocios por trabajo por cuenta propia.

c. Resto de activos financieros, excluyendo planes de pensiones.

Tenencia de activos reales

En España, un 82% de los hogares son propietarios de la vivienda en la que residen, el porcentaje más elevado observado en los países analizados. Los otros tres países muestran una proporción similar, cercana al 70%. Las diferencias son mayores en los tramos bajos de renta. Así, mientras que para los hogares con ingresos en la decila más alta de la distribución este porcentaje alcanza el 90% en todos los países, para el 20% con menores ingresos se observan diferencias significativas, siendo el observado en España (74%) muy superior al de los otros tres países, que presentan una proporción entre el 40% y el 47%. Estas diferencias acusadas se mantienen hasta la mitad de la distribución de la renta. También entre los hogares

Cuentas y depósitos	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Acciones y participaciones	Otros activos financieros	Características de los hogares
ESPAÑA						
5,0	2,2	1,2	0,3	3,3	0,6	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
5,6	1,0	0,6	0,3	0,9	0,2	Menor de 40
5,2	1,2	0,7	0,3	1,2	0,6	Entre 40 y 60
5,3	1,9	1,2	0,4	1,7	0,4	Entre 60 y 80
5,0	3,0	1,5	0,3	2,3	0,6	Entre 80 y 90
4,3	3,8	2,0	0,2	8,5	1,0	Entre 90 y 100
ESTADOS UNIDOS						
6,5	14,8	10,2	2,3	9,5	0,9	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
9,6	9,6	8,7	0,7	2,8	1,2	Menor de 40
9,5	16,0	10,7	0,5	4,1	1,4	Entre 40 y 60
6,8	19,0	9,1	1,9	6,7	0,5	Entre 60 y 80
6,1	20,4	9,5	1,2	6,4	0,4	Entre 80 y 90
5,7	12,9	10,8	3,2	12,8	1,0	Entre 90 y 100
ITALIA (a)						
8,2	No disponible (ND)	2,3	2,4	1,0	0,8	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
7,8	ND	0,4	0,6	0,3	0,9	Menor de 40
9,1	ND	1,2	1,6	0,4	0,3	Entre 40 y 60
7,2	ND	1,9	2,4	0,9	1,0	Entre 60 y 80
11,5	ND	2,5	2,9	1,0	0,5	Entre 80 y 90
7,0	ND	3,9	3,4	1,9	1,0	Entre 90 y 100
REINO UNIDO (b)						
17,6	No disponible (ND)			12,1 (c)		TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
28,0	ND			7,4		Menor de 40
14,2	ND			13,1		Entre 40 y 60
11,7	ND			8,6		Entre 60 y 80
20,2	ND			22,1		Entre 80 y 90
11,7	ND			10,5		Entre 90 y 100

res jóvenes, menores de 35 años, el porcentaje de los mismos con vivienda principal en propiedad es mayor en España (68%), seguido de Italia (58%), el Reino Unido (51%) y Estados Unidos (40%).

Asimismo, el porcentaje de hogares con propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal presenta una variación notable entre países. España es el país en el que esta proporción es más elevada (30%), seguido de Italia, Estados Unidos y el Reino Unido, para los que se sitúa, respectivamente, en el 22%, 17% y 8,5%. De nuevo, las mayores diferencias con Italia y Estados Unidos se observan en la parte inferior de la distribución de renta. Así, un 18,5% del 20% de los hogares españoles con menores recursos posee propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal, una proporción que es más del triple (doble) de la observada en Estados Unidos (Italia), mientras que en la parte alta de la distribución esta diferencia es mucho menor; aproximadamente la mitad de los hogares españoles, italianos y estadounidenses en este grupo poseen

**TENENCIA DE ACTIVOS REALES: PORCENTAJE DE HOGARES QUE POSEEN EL ACTIVO,
POR TIPO DE ACTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

CUADRO 4

Características de los hogares	% de hogares que poseen el activo			Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia						
ESPAÑA							ITALIA		
TODOS LOS HOGARES	81,9	30,1	12,4	69,0	22,4	12,7			
PERCENTIL DE RENTA									
Menor de 20	73,7	18,5	4,0	47,0	8,2	4,2			
Entre 20 y 40	79,0	22,9	8,5	62,8	15,2	8,0			
Entre 40 y 60	80,8	27,4	12,8	70,1	19,4	8,9			
Entre 60 y 80	85,1	33,5	15,3	77,4	27,5	15,4			
Entre 80 y 90	89,6	42,7	19,9	85,1	32,7	19,8			
Entre 90 y 100	92,3	53,7	22,6	89,9	50,7	34,1			
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA									
Menor de 35 años	68,3	16,6	13,0	57,6	17,2	17,4			
Entre 35 y 44 años	78,9	26,0	16,5	60,1	19,6	17,7			
Entre 45 y 54 años	83,2	36,3	16,8	72,2	26,6	17,8			
Entre 55 y 64 años	88,4	40,9	15,8	80,6	31,3	14,1			
Entre 65 y 74 años	87,9	32,8	5,1	77,4	23,6	4,0			
Más de 74 años	84,1	23,8	1,3	68,5	15,2	0,9			
ESTADOS UNIDOS							REINO UNIDO		
TODOS LOS HOGARES	67,7	16,8	11,9	69,7	8,5	No disponible (ND)			
PERCENTIL DE RENTA									
Menor de 20	39,8	5,1	2,4	42,4	4,3	ND			
Entre 20 y 40	57,1	10,6	7,1	54,6	4,3	ND			
Entre 40 y 60	65,2	12,7	8,8	74,1	7,6	ND			
Entre 60 y 80	81,8	18,2	11,8	83,7	10,1	ND			
Entre 80 y 90	90,1	27,4	18,2	90,8	15,4	ND			
Entre 90 y 100	94,3	45,9	38,8	94,9	16,4	ND			
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA									
Menor de 35 años	39,9	5,7	7,0	51,3	5,1	ND			
Entre 35 y 44 años	67,8	15,1	14,2	76,7	11,0	ND			
Entre 45 y 54 años	76,3	21,6	17,1	82,3	11,6	ND			
Entre 55 y 64 años	83,2	24,3	15,6	78,4	12,0	ND			
Entre 65 y 74 años	82,5	22,9	11,6	70,9	6,4	ND			
Más de 74 años	76,2	19,4	2,4	57,6	4,2	ND			

FUENTES: EFF 2002, IBF 2002, SCF 2001 y BHPS 2000.

otros activos inmobiliarios. En el Reino Unido, en cambio, estos porcentajes son muy inferiores en toda la distribución de la renta e incluso en la decila extrema apenas supera el 15%.

Por otra parte, la posesión de negocios por trabajo por cuenta propia es bastante similar en los tres países para los que se dispone de información, y oscila entre el 12% y el 13%.

Tenencia de activos financieros

Tal y como se observa en el cuadro 5, los activos financieros que aparecen con más frecuencia en las carteras de los hogares en todos los países son las cuentas y depósitos bancarios. Las familias españolas son las que presentan mayor tenencia de este tipo de activos (un 98% posee dicha clase de activos, mientras que en el Reino Unido, el país donde su tenencia es menos generalizada, esta proporción es del 80,5%). Por grupos de renta, las mayores diferencias se concentran en los estratos con menores recursos: así, un 95,5% de los hogares españoles con menores ingresos tiene algún activo de este tipo, muy por encima del 70% observado en Estados Unidos, el 57% de Italia, o el 65% del Reino

Unido. En los hogares con mayores rentas, estos porcentajes son cercanos al 100% en todos los países.

Los planes de pensiones son, dejando aparte las cuentas y depósitos bancarios, los activos más extendidos en España: un 24% de los hogares posee este tipo de activo. Esta mayor popularidad se mantiene para todos los niveles de renta, aunque su tenencia se incrementa a medida que se asciende en la escala de ingresos. En Estados Unidos, son también los productos financieros más populares (tras las cuentas y depósitos bancarios) para cualquier nivel de ingresos, pero su grado de penetración es mucho mayor que el que se observa en nuestro país (61% de los hogares).

Destaca, asimismo, la escasa tenencia directa de valores de renta fija por parte de las familias españolas, lo que los convierte en el activo menos extendido, algo que se observa para todos los grupos de renta y edad. Esta escasa tenencia (solo un 1,9% de los hogares poseen dicho tipo de títulos) no se observa en otros países, sino que, en contraste, este es, después de los depósitos y las cuentas bancarias, uno de los activos más extendidos entre las familias en el Reino Unido e Italia, donde esta proporción alcanza, respectivamente, el 29,5% y el 14%. En Estados Unidos se sitúa en el 19%.

Composición del endeudamiento

DISTRIBUCIÓN POR FINALIDAD

El cuadro 6 muestra la distribución del valor de la deuda por finalidades para los hogares españoles, estadounidenses e italianos. Para el Reino Unido, la clasificación de los pasivos que se realiza en el BHPS es en función de la garantía (hipotecaria y no hipotecaria). En el cuadro se recoge también qué proporción de los activos supone la deuda contraída, tanto para el conjunto de los hogares como para los distintos grupos de renta considerados.

La deuda contraída por las familias españolas representa un porcentaje moderado de sus activos (un 8,7%), menor que el observado en Estados Unidos (un 12,6%) pero superior al observado en Italia, donde supone tan solo el 3,5%¹⁰. El reducido valor observado para Italia refleja el menor desarrollo del crédito hipotecario en Italia, donde, históricamente, este era prácticamente inexistente dadas las dificultades legales para ejecutar la garantía en caso de impago. En los últimos años, tras ajustes en los procedimientos legales, el crédito ha empezado a aumentar en este país.

En los niveles inferiores de renta, el nivel mediano que presenta este porcentaje en España (6%) es inferior al que se observa para el conjunto de hogares, a diferencia de lo que pasa en Estados Unidos (15%) y en Italia (4,5%). De hecho, para los hogares endeudados con ingresos por debajo del 40% inferior de la distribución, las diferencias entre España e Italia en esta proporción son considerablemente más reducidas que para el conjunto de hogares.

Por finalidades, los pasivos contraídos para financiar la inversión en activos inmobiliarios o financieros (o reformas del hogar) suponen el 88% del valor total de las deudas de las familias españolas, un nivel superior al de Estados Unidos (82%) y, sobre todo, al de Italia (65%). Para el Reino Unido, las deudas hipotecarias representan el 88% del total, si bien este tipo de financiación no puede equipararse a deudas para inversión en inmuebles, dada la importancia que tiene en este país la financiación de gasto de consumo usando el valor de la vivienda como colateral.

Para, aproximadamente, la mitad de los hogares de rentas más bajas, la proporción de la deuda utilizada para financiar consumo y educación es mucho más elevada en Italia y en Es-

10. La ausencia de información sobre planes de pensiones y negocios por cuenta propia para el Reino Unido hace que la ratio para este país esté sesgada al alza y no sea, por tanto, comparable con la presentada para el resto de países.

**TENENCIA DE ACTIVOS FINANCIEROS: PORCENTAJE DE HOGARES QUE POSEEN EL ACTIVO,
POR TIPO DE ACTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

Características de los hogares	% de hogares que poseen el activo					
	Cuentas y depósitos	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones y participaciones	Otros activos financieros
ESPAÑA						
TODOS LOS HOGARES	98,2	7,2	1,9	24,1	12,5	4,5
PERCENTIL DE RENTA						
Menor de 20	95,5	2,4	1,0	4,8	3,9	3,5
Entre 20 y 40	97,8	2,9	1,0	15,6	6,5	2,6
Entre 40 y 60	98,7	5,4	2,2	22,0	8,9	4,6
Entre 60 y 80	99,3	9,5	2,3	30,5	14,9	4,3
Entre 80 y 90	99,4	11,9	2,6	39,1	19,3	5,3
Entre 90 y 100	99,8	19,9	3,4	55,6	37,1	9,9
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA						
Menor de 35 años	97,9	5,6	0,8	19,8	9,0	4,8
Entre 35 y 44 años	97,9	7,1	1,8	31,9	13,1	6,7
Entre 45 y 54 años	97,6	9,3	2,3	38,7	16,3	7,0
Entre 55 y 64 años	98,3	8,8	1,7	32,1	15,1	3,6
Entre 65 y 74 años	98,9	6,6	2,0	6,2	10,5	1,6
Más de 74 años	99,0	4,3	2,9	2,4	8,0	1,1
ESTADOS UNIDOS						
TODOS LOS HOGARES	91,1	21,2	18,8	61,2	21,3	9,6
PERCENTIL DE RENTA						
Menor de 20	70,4	5,1	4,1	23,0	3,7	6,4
Entre 20 y 40	89,3	11,1	11,8	45,9	10,6	10,7
Entre 40 y 60	95,8	19,3	15,0	62,0	16,2	10,0
Entre 60 y 80	98,7	24,9	26,5	81,8	25,8	9,0
Entre 80 y 90	99,8	33,3	33,1	89,0	36,8	11,3
Entre 90 y 100	99,7	55,0	37,9	91,1	60,7	12,8
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA						
Menor de 35 años	86,0	12,7	12,9	50,2	17,4	10,6
Entre 35 y 44 años	90,7	19,1	23,9	67,4	21,6	9,7
Entre 45 y 54 años	92,3	23,6	22,8	71,6	22,1	9,1
Entre 55 y 64 años	93,6	28,8	18,5	68,2	26,6	11,0
Entre 65 y 74 años	93,8	25,8	14,8	59,3	20,5	8,4
Más de 74 años	94,7	25,1	17,3	44,4	21,8	8,2

FUENTES: EFF 2002, IBF 2002, SCF 2001 y BHPS 2000.

tados Unidos que en España (31%, 34% y 15%, respectivamente). Esta situación ayuda a entender por qué las deudas suponen, para los hogares con menores recursos, una proporción más elevada de los activos en Estados Unidos e incluso en Italia (país donde el recurso al crédito es menor), como se verá más adelante.

Por otra parte, el endeudamiento para financiar la educación, que no puede realmente considerarse como consumo, es más elevado en Estados Unidos que en España e Italia. Así, un 3,4% de los pasivos de las familias estadounidenses se destinan a invertir en capital humano, un porcentaje que asciende al 10% en el caso de los hogares con menores rentas. En cambio, según la EFF, las deudas por este motivo son insignificantes en España, mientras que en la encuesta italiana ni siquiera se considera este motivo entre las posibles razones para endeudarse. Esta menor inversión privada en capital humano en España (e Italia) se debe, en parte, a la mayor provisión pública de servicios de educación.

Cuentas y depósitos	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones y participaciones	Otros activos financieros	Características de los hogares
ITALIA						
85,8	12,1	14,2	8,6	9,7	7,2	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
57,2	1,0	1,8	1,9	0,5	3,3	Menor de 20
82,9	3,2	4,9	2,6	2,6	4,4	Entre 20 y 40
92,6	7,5	13,2	6,7	4,8	5,1	Entre 40 y 60
97,1	18,0	19,2	11,8	13,7	7,1	Entre 60 y 80
98,5	25,1	27,5	16,7	20,8	12,6	Entre 80 y 90
99,2	36,3	36,6	23,6	33,2	19,6	Entre 90 y 100
						EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
86,8	9,8	9,2	9,1	6,4	8,3	Menor de 35 años
90,8	13,0	13,4	15,5	13,7	9,6	Entre 35 y 44 años
90,9	16,8	17,0	12,6	13,3	10,2	Entre 45 y 54 años
86,9	15,7	19,4	6,4	11,5	7,8	Entre 55 y 64 años
79,5	10,3	14,5	2,4	7,3	3,6	Entre 65 y 74 años
74,9	4,3	10,6	0,7	2,2	1,4	Más de 74 años
REINO UNIDO						
80,5	20,8	29,5	18,4	29,7	6,1	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
65,2	5,9	16,3	2,7	10,7	2,8	Menor de 20
72,1	14,1	24,0	5,9	17,6	3,7	Entre 20 y 40
82,6	19,5	30,8	18,3	31,2	5,6	Entre 40 y 60
88,7	26,3	31,7	27,4	37,1	8,2	Entre 60 y 80
92,4	31,8	41,2	37,5	47,8	10,4	Entre 80 y 90
96,9	46,9	50,3	40,6	59,9	10,7	Entre 90 y 100
						EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
72,5	9,7	15,7	19,4	20,7	4,4	Menor de 35 años
81,0	19,7	24,8	27,8	33,3	5,8	Entre 35 y 44 años
83,9	26,2	35,3	32,0	36,6	6,3	Entre 45 y 54 años
83,8	33,0	37,3	23,2	39,3	8,0	Entre 55 y 64 años
80,9	28,2	38,9	4,0	30,0	8,2	Entre 65 y 74 años
82,0	11,3	28,7	0,8	19,8	4,5	Más de 74 años

HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES

En España, los pasivos del sector hogares se reparten entre algo menos de la mitad de la población, ya que un 44% de las familias presenta algún tipo de deuda pendiente (véase cuadro 7). Esta proporción es muy superior a la observada en Italia (22%) e inferior a la del Reino Unido (61%) y Estados Unidos (75%). Mientras que las diferencias entre España, Italia y el Reino Unido se mantienen relativamente estables en todos los estratos de población, la divergencia entre España y Estados Unidos es especialmente acusada en los estratos de población con menores ingresos (16% y 49%, respectivamente).

Por finalidad de la deuda, el porcentaje de hogares con deudas por motivos de consumo es relativamente similar en España e Italia, tanto para el conjunto de hogares como por niveles de renta. Entre España y Estados Unidos, la diferencia es grande (para el conjunto de hogares, 20,5% y 62%, respectivamente), siendo esta todavía mayor en los niveles bajos de ingresos (8% y 40%, respectivamente).

**DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LA DEUDA DE LOS HOGARES
POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES (% SOBRE DEUDA TOTAL)**

CUADRO 6

		ESPAÑA		
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios	Promemoria: deuda como porcentaje de activos totales	
TODOS LOS HOGARES	87,8	12,2	8,7	
PERCENTIL DE RENTA				
Menor de 40	85,3	14,7	6,2	
Entre 40 y 60	85,1	14,9	9,8	
Entre 60 y 80	88,6	11,4	10,0	
Entre 80 y 90	87,7	12,3	9,7	
Entre 90 y 100	90,3	9,8	8,5	
ESTADOS UNIDOS				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios (excluida educación)	Educación	Promemoria: deuda como porcentaje de activos totales
TODOS LOS HOGARES	82,2	14,4	3,4	12,6
PERCENTIL DE RENTA				
Menor de 40	65,9	24,2	10,0	15,2
Entre 40 y 60	75,5	19,4	5,1	20,3
Entre 60 y 80	81,5	15,6	2,9	19,2
Entre 80 y 90	83,7	13,8	2,5	19,4
Entre 90 y 100	89,3	9,0	1,7	7,7
ITALIA				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios	Promemoria: deuda como porcentaje de activos totales (a)	
TODOS LOS HOGARES	64,8	35,2	3,5	
PERCENTIL DE RENTA				
Menor de 40	69,2	30,8	4,5	
Entre 40 y 60	69,8	30,2	3,4	
Entre 60 y 80	65,6	34,4	4,6	
Entre 80 y 90	69,0	31,0	2,7	
Entre 90 y 100	55,7	44,3	2,7	
REINO UNIDO				
Características de los hogares	Deudas hipotecarias	Deudas no hipotecarias	Promemoria: deuda como porcentaje de activos totales (b)	
TODOS LOS HOGARES	88,1	11,9	16,6	
PERCENTIL DE RENTA				
Menor de 40	80,1	19,9	5,7	
Entre 40 y 60	87,0	13,0	14,6	
Entre 60 y 80	88,1	11,9	22,8	
Entre 80 y 90	89,6	10,4	17,2	
Entre 90 y 100	89,8	10,2	23,8	

FUENTES: EFF 2002, SCF 2001, IBF 2002 y BHPS 2000.

- a. Los porcentajes para Italia no son relativos a los activos totales, sino al agregado de activos disponibles que excluye planes de pensiones.
b. Los porcentajes para el Reino Unido no son relativos a los activos totales, sino al agregado de activos disponibles que excluye planes de pensiones y negocios por trabajo por cuenta propia.

**PORCENTAJE DE HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES,
POR OBJETIVO O TIPO DE DEUDA Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

CUADRO 7

		ESPAÑA				ITALIA			
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios	Algún tipo de deuda	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios	Algún tipo de deuda			
TODOS LOS HOGARES	30,5	20,5	43,6	11,1	14,5	22,1			
PERCENTIL DE RENTA									
Menor de 20	9,3	7,7	15,9	3,4	7,9	10,1			
Entre 20 y 40	22,7	19,7	37,4	8,2	12,4	18,8			
Entre 40 y 60	33,1	24,2	49,2	8,9	15,6	21,9			
Entre 60 y 80	39,0	26,7	54,2	16,5	17,9	29,6			
Entre 80 y 90	44,1	24,4	57,5	16,5	16,1	27,8			
Entre 90 y 100	52,8	23,6	64,7	20,3	20,6	32,3			
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA									
Menor de 35 años	52,3	26,0	64,7	15,7	19,0	30,1			
Entre 35 y 44 años	49,3	26,7	63,5	18,6	21,4	34,2			
Entre 45 y 54 años	32,9	27,0	51,9	13,9	20,8	30,0			
Entre 55 y 64 años	23,5	22,4	41,0	9,1	12,7	18,8			
Entre 65 y 74 años	8,8	10,2	17,0	3,1	5,6	7,9			
Más de 74 años	3,8	1,5	5,3	1,3	1,4	2,5			
ESTADOS UNIDOS									
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios (excluida educación)	Educación	Algún tipo de deuda	Deudas hipotecarias	Deudas no hipotecarias	Algún tipo de deuda		
TODOS LOS HOGARES	46,8	62,0	14,6	75,1	40,3	45,8	60,7		
PERCENTIL DE RENTA									
Menor de 20	15,2	40,0	12,5	48,8	8,5	22,2	27,2		
Entre 20 y 40	27,0	61,8	14,1	69,8	15,8	30,3	38,7		
Entre 40 y 60	45,5	69,1	16,2	81,0	41,5	52,6	68,3		
Entre 60 y 80	63,6	73,7	16,8	85,5	61,1	62,3	81,5		
Entre 80 y 90	79,3	73,0	14,6	91,5	71,4	66,0	86,3		
Entre 90 y 100	79,4	54,5	12,2	85,3	75,4	62,8	88,7		
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA									
Menor de 35 años	39,0	72,4	30,3	82,7	49,8	71,2	84,8		
Entre 35 y 44 años	61,3	73,8	15,0	88,6	72,6	67,2	89,9		
Entre 45 y 54 años	62,1	68,4	13,7	84,6	62,6	59,2	82,5		
Entre 55 y 64 años	51,2	59,4	9,3	75,6	32,7	46,0	59,4		
Entre 65 y 74 años	33,3	42,8	2,5	56,8	8,3	17,3	23,0		
Más de 74 años	10,3	24,1	0,1	29,2	3,5	6,0	9,1		

FUENTES: EFF 2002, IBF 2002, SCF 2001 y BHPS 2000.

RATIO DE DEUDA SOBRE RENTA DE LOS HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES,
POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES

CUADRO 8

Características de los hogares	%							
	ESPAÑA		ITALIA (a)		ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO	
	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75
TODOS LOS HOGARES CON DEUDA	70,8	153,3	38,2	105,5	76,8	163,6	95,5	189,3
PERCENTIL DE RENTA								
Menor de 20	125,1	376,3	52,0	250,0	57,5	207,4	63,9	498,8
Entre 20 y 40	85,0	205,3	43,0	149,7	47,2	148,9	28,6	193,5
Entre 40 y 60	84,8	169,8	37,5	97,8	72,7	181,7	87,6	213,7
Entre 60 y 80	71,2	143,2	33,1	104,8	99,4	167,3	116,6	192,7
Entre 80 y 90	50,9	117,5	30,4	30,4	102,1	157,1	112,9	162,6
Entre 90 y 100	52,6	94,9	37,6	85,5	79,7	127,0	141,5	234,5
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA								
Menor de 35 años	129,3	220,1	46,0	147,0	75,0	168,2	141,5	234,5
Entre 35 y 44 años	84,2	173,4	45,8	118,3	101,0	184,1	140,9	211,4
Entre 45 y 54 años	46,6	113,9	33,1	86,3	82,3	157,9	81,8	152,7
Entre 55 y 64 años	40,3	103,9	29,2	91,9	68,2	153,0	34,9	103,4
Entre 65 y 74 años	25,5	60,0	25,4	57,7	51,9	133,4	16,7	69,6
Más de 74 años	41,6	137,9	27,8	38,4	19,9	91,4	8,1	58,4

FUENTES: EFF 2002, IBF 2002, SCF 2001 y BHPS 2000.

a. En el caso de Italia, el concepto de renta disponible es renta neta, contrariamente a los otros países, en los que es renta bruta.

Sin embargo, si bien es cierto que tres cuartas partes de las familias en Estados Unidos tienen créditos pendientes y que más de un 60% se endeuda para financiar puramente consumo, es también destacable que un 15% lo hace para financiar inversión en educación. La proporción de familias que se endeuda por este motivo es relativamente estable por niveles de renta, pero, como se ha señalado anteriormente, para los hogares con menores ingresos estas deudas representan una proporción mayor de su endeudamiento. Por grupos de edad, un 30% de los hogares menores de 35 años presentan deudas para financiar la inversión en capital humano, porcentaje no muy diferente del 39% que se observa para la adquisición de activos inmobiliarios o financieros.

**La situación patrimonial
de los hogares
endeudados**

En el análisis del grado de presión financiera soportado por las familias endeudadas son informativas tanto medidas de los pagos regulares por deudas pendientes (que incluyen los intereses y la amortización del principal) en relación con la renta, como ratios de endeudamiento en términos de la renta y de la riqueza bruta. Mientras que las primeras reflejan la capacidad para hacer frente a los compromisos financieros en el corto plazo, las segundas son más informativas sobre la carga que suponen los pasivos contraídos para un horizonte temporal más amplio. En esta sección se presentan, en los cuadros 8 y 9, el segundo tipo de medidas, puesto que para la primera no existe información comparable entre países. En concreto, se muestran los valores medianos y el percentil 75 de la distribución de las ratios de endeudamiento sobre renta y riqueza, dado que el análisis de la parte alta de la distribución de los indicadores de presión financiera es especialmente importante para estudiar el impacto que, sobre la misma, tendría una evolución desfavorable en la capacidad para hacer frente al pago de las deudas.

DEUDA SOBRE RENTA

En España, las deudas pendientes suponen un 71% de la renta bruta del hogar endeudado mediano (véase cuadro 8). Este porcentaje es similar al que se observa en Estados Unidos (77%), pero inferior al del Reino Unido (95,5%). Italia es, con diferencia, el país donde el en-

RATIO DE DEUDA SOBRE RIQUEZA BRUTA DE LOS HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES,
POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES

CUADRO 9

Características de los hogares	ESPAÑA		ITALIA (a)		ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO (b)	
	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75
	TODOS LOS HOGARES CON DEUDA	18,0	41,0	12,0	37,4	36,2	82,2	46,5	84,2
PERCENTIL DE RENTA								
Menor de 20	21,6	53,1	40,0	500,0	81,8	1.026,0	218,8	(c)
Entre 20 y 40	19,1	47,7	30,7	78,4	48,2	147,4	66,7	6.307,5
Entre 40 y 60	18,7	44,3	13,5	52,2	45,6	95,2	46,0	89,5
Entre 60 y 80	19,8	40,3	11,6	34,4	37,6	68,5	46,5	75,2
Entre 80 y 90	15,3	32,4	6,2	6,2	29,3	55,9	41,7	65,1
Entre 90 y 100	16,0	29,1	5,9	15,7	17,7	34,9	34,8	59,1
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA								
Menor de 35 años	36,9	58,3	18,3	48,3	83,9	299,2	82,4	566,8
Entre 35 y 44 años	21,6	43,1	17,1	52,4	43,3	80,2	53,4	81,5
Entre 45 y 54 años	12,3	26,8	7,3	26,7	30,3	61,8	29,5	55,0
Entre 55 y 64 años	11,1	27,3	6,6	26,3	16,9	39,4	15,3	41,4
Entre 65 y 74 años	8,1	18,3	5,6	12,1	10,0	27,1	5,0	24,8
Más de 74 años	10,5	17,6	3,3	7,0	5,3	32,7	3,5	19,6

FUENTES: EFF 2002, IBF 2002, SCF 2001 y BHPS 2000.

- a. Las cifras de riqueza presentadas para Italia no incluyen planes de pensiones.
- b. Las cifras de riqueza presentadas para el Reino Unido no incluyen ni planes de pensiones ni valor de los negocios.
- c. Más del 25% de las observaciones tienen riqueza bruta nula.

deudamiento mediano de los hogares es más reducido (38,2% en términos de renta neta, por lo que posiblemente es aún más reducido en función de los ingresos brutos).

Sin embargo, estas ratios medianas esconden una heterogeneidad notable entre distintos segmentos de población, de modo que, incluso entre España y Estados Unidos, que tienen una ratio similar para el conjunto de hogares, se perciben, por grupos, diferencias importantes. En particular, si bien es cierto que, para el conjunto de hogares, la mediana más elevada se observa, con diferencia, en el Reino Unido, los hogares que presentan unas mayores ratios en este país son los más acomodados (en la mitad superior de la distribución de renta) y los más jóvenes (los que tienen, por tanto, un crecimiento potencial de sus rentas más elevado). También en Estados Unidos la ratio de endeudamiento sobre renta aumenta con el nivel de ingresos, mientras que en España e Italia sucede lo contrario, siendo los hogares con menores recursos los que presentan unas ratios comparativamente más elevadas.

De hecho, la deuda adquirida por los hogares endeudados en relación con su renta en la mitad inferior de la distribución de ingresos es, a diferencia de lo que se observa para el conjunto, mucho mayor en España que en otros países. En concreto, para las familias con préstamos pendientes y menores recursos (por debajo del primer quintil de rentas) la ratio mediana es 125% en España, 64% en el Reino Unido y 57,5% en Estados Unidos. Para el siguiente tramo de ingresos, esta ratio es del 85% en España, 29% en el Reino Unido y 47% en Estados Unidos.

DEUDA SOBRE RIQUEZA

El cuadro 9 presenta la distribución de las ratios de endeudamiento en relación con los activos brutos. La ausencia de información sobre los planes de pensiones y los negocios por cuenta propia en el Reino Unido hace que la ratio presentada para este país esté sobrevalorada y pueda utilizarse solo como una cota superior de la misma.

Las deudas de los hogares españoles suponen, para el hogar endeudado mediano, una proporción baja de sus activos (un 18%), aunque algo por encima de lo observado en Italia (12%)¹¹, pero por debajo de Estados Unidos (36%). Estas diferencias se acentúan para los hogares en la parte baja de la distribución de la renta. Así, los hogares endeudados en España por debajo del primer quintil de rentas tienen una ratio (22%) mucho más reducida que en Estados Unidos (82%) e incluso que en Italia (40%). Para los hogares endeudados en el siguiente tramo de ingresos esta ratio es del 19% en España, 31% en Italia y 48% en Estados Unidos.

Las discrepancias en los niveles de esta ratio entre países son, en parte, el resultado de diferencias en la composición del endeudamiento. Así, gran parte de los pasivos de los hogares españoles se utilizan para financiar la adquisición de activos inmobiliarios, mientras que el peso de los créditos destinados a financiar consumo es bastante reducido. En cambio, en Estados Unidos y en Italia, las deudas contraídas con este fin tienen un peso mucho mayor, especialmente en el caso de los hogares con menor renta, tal y como se ha mencionado anteriormente.

Por otra parte, también es cierto que el endeudamiento para financiar inversión en educación en Estados Unidos es relevante, contrariamente a España (e Italia), sobre todo para los hogares en la parte inferior de la distribución de la renta. Sin embargo, el capital humano no se incluye en la contabilización de la riqueza.

Además, otro aspecto a tener en cuenta a la hora de valorar la ratio de deuda sobre riqueza de los hogares endeudados en España es que gran parte de los activos son inmobiliarios, por lo que esta ratio depende en gran medida del precio de un único activo, la vivienda. Además, especialmente en el caso de los hogares con menores rentas, gran parte del valor de su riqueza lo constituye su vivienda principal, que satisface a su vez las necesidades de alojamiento.

Conclusiones

En este artículo se ha comparado la situación financiera de las familias españolas con la que presentan los hogares en Estados Unidos, Italia y el Reino Unido. Este estudio comparativo permite extraer diversas conclusiones de interés e ilustra la relevancia del análisis por tipos de hogares para valorar la situación patrimonial de las familias.

El análisis llevado a cabo muestra, en primer lugar, que la distribución de la riqueza neta es más igualitaria en España que en el resto de países considerados. Además, la riqueza media es superior a la de los otros países analizados, especialmente en la mitad inferior de la distribución de la renta.

Esta situación refleja, en parte, diferencias significativas en la composición de los activos que se observan en los distintos países. Así, España es el país analizado donde el porcentaje de hogares con vivienda principal en propiedad y el de propietarios de otros activos inmobiliarios son más altos. Esta diferencia es todavía más acusada para los hogares en la mitad inferior de la distribución de renta. La información sobre contribución de las propiedades inmobiliarias al volumen total de activos va en la misma dirección, y señala a España como el país donde los activos financieros tienen un menor peso.

Por otro lado, el estudio de la composición de los pasivos muestra que España es el país en el que las deudas para financiar consumo tienen menor relevancia. De nuevo, esta diferencia

11. La ratio presentada para este país podría estar algo sobrevalorada, dada la ausencia de información sobre planes de pensiones, si bien la importancia de los mismos en este país es, como se ha comentado anteriormente, escasa, al menos para el conjunto del sector. En Reino Unido, en cambio, la importancia de este tipo de activos en la cartera de las familias hace que la sobrevaloración de la ratio presentada sea, posiblemente, mucho más importante.

entre España y los otros países es todavía mayor para los hogares en la mitad inferior de la distribución de la renta.

En términos de posición patrimonial, las ratios de endeudamiento medianas muestran en España niveles moderados. Sin embargo, los hogares endeudados en la mitad inferior de la distribución de la renta en España soportan mayores deudas en relación con sus rentas que los de los otros países analizados. No obstante, al mismo tiempo, estas deudas representan una proporción de sus activos mucho menor que en el resto de países. Esto se deriva, lógicamente, de su mayor propensión a adquirir, y financiar mediante préstamos, su vivienda principal.

Por ello, cualquier comparación de la situación patrimonial de los hogares españoles endeudados respecto a los de los otros países tiene que tener en cuenta la mayor dependencia en España de la evolución de los precios de las propiedades inmobiliarias. Debe considerarse en este sentido que este tipo de activos no solo resultan menos líquidos en general que los instrumentos financieros, sino que, además, en la medida en que el principal activo de las familias sea la vivienda en la que residen, estas tienen mayores dificultades para adaptar el tamaño y la composición de su patrimonio ante perturbaciones adversas.

18.4.2005.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2004). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF): Descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, noviembre. (Este documento se encuentra también disponible en inglés, *Economic Bulletin*, January 2005.)
- BOVER, O. (2004). *Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta 2002*, Documento Ocasional n.º 0409, Banco de España. (Este documento se encuentra también disponible en inglés.)

ANEJO: Descripción de las encuestas financieras utilizadas

España: Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002

La EFF incluye una amplia batería de preguntas a los hogares sobre sus activos reales y financieros, pasivos, rentas (laborales y no laborales), gastos y características socio-demográficas, para una muestra de más de 5.000 hogares. Una característica importante de esta encuesta, que comparte con la SCF de Estados Unidos, es que incorpora un sobremuestreo de los hogares con mayor nivel de riqueza, con el objetivo de poder estudiar el comportamiento financiero en el tramo superior de la distribución de riqueza.

Italia: Indagine sui Bilanci delle Famiglie (IBF) 2002

En la encuesta italiana sobre rentas y riqueza de las familias, que se lleva a cabo cada dos años, se entrevista a aproximadamente 8.000 hogares, y, desde 1989, una parte de los mismos son entrevistados repetidamente en las ediciones sucesivas de la IBF.

En lo que respecta a la comparación que se realiza en este trabajo, una limitación de estos datos es la falta de información sobre el valor de los planes de pensiones de los hogares. Según las Cuentas Financieras agregadas, para el conjunto de hogares los planes de pensiones representan una proporción del valor total de los activos de los hogares similar en Italia y España. Sin embargo, se desconoce si la distribución para los distintos tipos de hogares es también parecida. Otra diferencia con los datos de la EFF, de la SCF y del BHPS es que la renta que recoge la IBF es neta de impuestos.

Estados Unidos: Survey of Consumer Finances (SCF) 2001

En su forma actual, la SCF se viene llevando a cabo en Estados Unidos desde 1989 cada tres años. Proporciona información muy detallada sobre el patrimonio de los hogares. La muestra, de unas 4.500 familias, incluye una parte aleatoria y otra con sobrerepresentación de los hogares con mayor riqueza.

Reino Unido: British Household Panel Survey (BHPS) 2000

El panel de hogares británico, de periodicidad anual, incluye información sobre distintas variables socioeconómicas a nivel individual y de hogar para el período comprendido entre 1991 y 2002. La muestra consta de aproximadamente 9.000 hogares, a los que se entrevista repetidamente en cada edición del BHPS¹. Aunque la encuesta en la que se basa este panel es de periodicidad anual, para algunas preguntas, como las referentes a activos financieros y deudas no hipotecarias, dicha periodicidad es inferior. Por ello, se ha utilizado la ola más cercana comparable con la EFF en la que está disponible esta información, correspondiente al año 2000.

Este panel es la única fuente de datos que permite analizar la posición patrimonial de los hogares en el Reino Unido, aunque presenta algunas limitaciones en este aspecto que deben tenerse en cuenta. La más importante es que no se recoge información sobre valor del negocio para los hogares con empleados por cuenta propia, ni sobre el valor de los planes de pensiones. La falta de información sobre el valor de estos últimos es especialmente problemática, dado que, según las Cuentas Financieras agregadas del Reino Unido, representan, para el total de hogares, aproximadamente un 30% de los activos de los hogares y son el segundo activo más importante tras los activos reales. Por otra parte, para los activos financieros de los que se recoge información, la desagregación es bastante limitada en los importes (solo permite distinguir entre la cantidad invertida en depósitos y el resto de activos).

Otra dificultad en el uso de las variables de riqueza del BHPS es la ausencia de imputación generalizada cuando hay falta de respuesta a las preguntas sobre valor de los distintos activos

1. Hasta 2001 no se incluye Irlanda del Norte.

y deudas considerados, contrariamente a la EFF y la SCF, que sí incluyen procesos de imputación global. Por su parte, la IBF no contempla, en general, como parte de la muestra, los hogares que dejan de contestar a ciertas preguntas clave.

En concreto, cuando el hogar no contesta a alguna de estas preguntas, el BHPS proporciona valores imputados para los ingresos, el valor de la vivienda en la que reside y la deuda hipotecaria, pero no lo hace para las preguntas no contestadas sobre valor de deuda no hipotecaria, propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal, cuentas y depósitos bancarios, y activos financieros. Para un 30,2% de los hogares presentes en la muestra disponible para el año 2000 no hay información para alguna de estas variables, para uno o más miembros de la unidad familiar².

Cualquier análisis basado exclusivamente en los hogares con estas preguntas cumplimentadas podría dar lugar a importantes sesgos en los resultados. Para tratar dicho problema, en este trabajo se han elaborado imputaciones para los valores no contestados de las variables de deuda hipotecaria, propiedades inmobiliarias distintas de la principal, cuentas y depósitos, y otros activos financieros, utilizando predicciones a partir de modelos de regresión perturbadas aleatoriamente³.

2. Para obtener las variables cuantitativas a nivel de hogar a partir de la información correspondiente a cada miembro del mismo, se suma el valor de dicha variable para todos los componentes del hogar. En aquellos casos en los que no hay dato para alguno de los individuos, no se puede utilizar ese hogar en el análisis. 3. Para más información sobre métodos de imputación y su motivación, véase Bover (2004).

EVOLUCIÓN Y RETOS DE LA ECONOMÍA CHINA

Evolución y retos de la economía china

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Santabárbara García, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

Introducción

Las dos décadas de reformas exitosas orientadas a la transición hacia una economía de mercado han transformado China. Desde el comienzo de las mismas, en 1978, el crecimiento medio del PIB real ha superado el 9%, la renta per cápita se ha multiplicado por seis y más de 400 millones de personas han abandonado la pobreza. Este dinamismo ha incrementado el peso de China en la economía mundial, que ya supuso en 2004 el 13% de la producción mundial en paridad de poder de compra (en adelante, PPC)¹. Además, de continuar el actual ritmo reformista y si se solventan ciertos problemas estructurales, es previsible que el papel de China en el mundo se incremente aún más en las próximas décadas.

Este artículo, tras resumir la estrategia de reforma y los resultados alcanzados, tiene un objetivo doble: por un lado, analizar el papel de China en el escenario económico internacional, con especial atención a la modificación del patrón de los flujos comerciales y de inversión extranjera directa (en adelante, IED), al incremento de la demanda internacional de materias primas y a los desequilibrios globales. Por otro lado, mostrar las vulnerabilidades de las que actualmente adolece esta economía y que podrían condicionar su evolución futura. Entre ellas, destaca el desigual crecimiento regional, que explica los importantes flujos migratorios dentro del país, la falta de viabilidad de las empresas estatales y el elevado volumen de créditos fallidos en el sistema bancario.

Estrategia de reforma y de apertura

LA ESTRATEGIA DE REFORMA.
DEL SOCIALISMO AL MERCADO

La positiva evolución de China se sustenta en una estrategia de reforma cuidadosamente diseñada. El proceso de transición de una economía de planificación a una de mercado se ha delineado de manera incremental y progresiva siguiendo unas directrices establecidas. Las principales características de este proceso se asientan en tres pilares: primero, las reformas se han llevado a cabo de forma experimental en ciertas localidades o regiones antes de aplicarse en todo el país, lo que ha permitido modificar políticas mal planteadas, desarrollar un entramado institucional y hacerlo operativo sin afectar a la economía en su conjunto. Segundo, se han empleado mecanismos que han suavizado la transición hacia la economía de mercado. Por ejemplo, las zonas económicas especiales, creadas a principios de los ochenta, sirvieron para introducir de manera progresiva y controlada capital y tecnología extranjera. Por último, los líderes del partido han intentando preservar el carácter socialista de su modelo económico, al tiempo que introducían las reformas estructurales necesarias para la transición hacia una economía abierta de mercado.

El proceso de reforma puede dividirse en cinco etapas: en la primera (1978-1984), también conocida como «política de puertas abiertas», se diseñó la descentralización del sector agrario, que estableció como unidad de producción básica los hogares, se incrementaron los precios de los bienes agrarios y se permitió a las empresas estatales retener beneficios. El éxito de esta primera fase condujo a las segundas reformas (1984-1988), que incluyeron una mayor flexibilidad de las empresas estatales para determinar precios y salarios, la introducción

1. La metodología de paridad de poder de compra presenta algunos problemas prácticos de estimación, debido, por un lado, a la complejidad de construir cestas de consumo comparables entre los distintos países considerados y, por otro, a su cálculo, a lo que se unen las deficiencias de los métodos estadísticos chinos, que, probablemente, habrían sesgado el crecimiento. No obstante, no cabe duda de que los resultados son más apropiados que los estimados a través de los métodos basados en el tipo de cambio de mercado, que se enfrentan al riesgo de desviaciones sustanciales y prolongadas del tipo de cambio respecto al de equilibrio.

del impuesto de sociedades y la creación del sistema bancario, al separar las funciones del único banco existente entre las propias de un banco central y las comerciales, con la creación de los cuatro principales bancos comerciales públicos. La tercera fase (1988-1991) se caracterizó por la ralentización del proceso de reforma y la falta de desarrollo de instituciones efectivas y de políticas macroeconómicas adecuadas. La inflación creció considerablemente después de la liberalización de precios y las políticas encaminadas a limitarla —entre ellas, nuevos controles de precios— provocaron una importante merma de la actividad, que ocasionó grandes pérdidas a las empresas estatales. En la cuarta (1992-1998), Deng Xiaoping introdujo la doctrina de la compatibilidad del socialismo con la economía de mercado, lo que otorgó un sustento ideológico al proceso de reforma y promovió un mayor vigor de las reformas empresariales y financieras. Por último, a partir de 1998, con la nueva cúpula directiva del partido, las reformas han estado orientadas a la apertura general de la economía y a la liberalización sectorial en el contexto de los compromisos con la Organización Mundial del Comercio (en adelante, OMC), tras la adhesión de China en 2001.

Los acuerdos de China con la OMC, en vigor desde diciembre de 2001, han supuesto un hito en la relación de este país con el resto del mundo. Tras catorce años de negociaciones, esta alianza incluyó la incorporación de la cláusula de nación más favorecida, la reducción de los aranceles, la supresión de barreras no arancelarias y de las cuotas comerciales, la obligación de respetar los derechos de propiedad intelectual, el compromiso de trato no discriminatorio a las empresas extranjeras frente a las nacionales, así como la liberación de algunos sectores clave como el financiero, las telecomunicaciones, los seguros y la distribución de productos en el mercado doméstico. Solo tres años después de la adhesión a la OMC, ya se vislumbran algunas de las repercusiones sobre China y el resto del mundo. Entre las consecuencias internas, destaca la integración del mercado interno, al eliminarse progresivamente las barreras interprovinciales, o la mayor transparencia de las políticas económicas, al estar sujetas a un mayor escrutinio internacional, y, en el caso de las políticas de apertura, escrutadas por la OMC. Además, se ha dinamizado el comercio internacional chino y ha potenciado las entradas de flujos de IED, lo que ha incentivado la eficiencia de las empresas chinas y ha ampliado el conjunto de bienes disponibles para la población, al tiempo que está permitiendo modernizar el débil sector financiero.

Resultados del proceso de reforma

Desde 1992, coincidiendo con la doctrina de Deng Xiaoping de compatibilidad del socialismo con la economía de mercado y con los ulteriores esfuerzos de apertura al exterior, la economía china ha crecido notablemente, incluso en ciertos períodos con un contexto internacional desfavorable. Tal y como muestra el cuadro 1, tras la potente expansión de la primera mitad de los años noventa, la crisis asiática contribuyó a moderar la demanda externa —que deterioró el superávit por cuenta corriente chino y provocó la huida de capitales—. Ante esta situación las autoridades respondieron con políticas expansivas y con el endurecimiento de los controles de capitales. Así, el crecimiento económico real fue superior al 7% en plena crisis. Desde mediados de 1999, coincidiendo con la estrategia de apertura, el crecimiento se aceleró, tras la expansión de las exportaciones y de la demanda interna, especialmente de la inversión. Tras la adhesión a la OMC, en 2001, el crecimiento del PIB real se ha situado en tasas de alrededor del 9%, sustentado en el sector exterior y en la inversión en activos fijos, por parte de residentes nacionales y no residentes. En este contexto, hay signos evidentes de recalentamiento, por el auge excesivo de la inversión en sectores como el inmobiliario y la construcción y en industrias como la del cemento, el acero y el aluminio.

Por tanto, el dinamismo del sector exterior ha contribuido de manera decisiva al crecimiento chino. Las exportaciones e importaciones han crecido a tasas superiores al 18% anual en el período 1992-2001 y se han acelerado a partir de la incorporación a la OMC, hasta el 30%

	PIB real	Población	PIB per cápita (PPC)	PIB per cápita	Inflación	Saldo de la balanza por cuenta corriente	Saldo de las AAPP
	Tasa anual %	Millones	USD	USD	Tasa anual %	% del PIB	% del PIB
1992	14,2	1.172	1.713	412	6,4	1,3	-1,0
1993	13,5	1.185	1.967	507	14,7	-2,0	-0,8
1994	12,6	1.199	2.237	453	24,1	1,4	-1,2
1995	10,5	1.211	2.496	578	17,1	0,2	-1,0
1996	9,6	1.224	2.758	667	8,3	0,9	-0,8
1997	8,8	1.236	3.021	727	2,8	4,1	-0,8
1998	7,8	1.248	3.263	759	-0,8	3,3	-1,2
1999	7,1	1.258	3.518	788	-1,4	1,6	-2,1
2000	8,0	1.267	3.853	853	0,4	1,9	-2,8
2001	7,5	1.276	4.211	921	0,7	1,5	-2,6
2002	8,3	1.285	4.607	989	-0,8	2,8	-3,0
2003	9,3	1.292	5.087	1.096	1,2	3,2	-2,5
2004	9,5	1.300	5.642	1.269	3,9	4,2	-1,5

FUENTE: FMI. Los datos de población y del saldo de las AAPP provienen de la Oficina de Estadística de China.

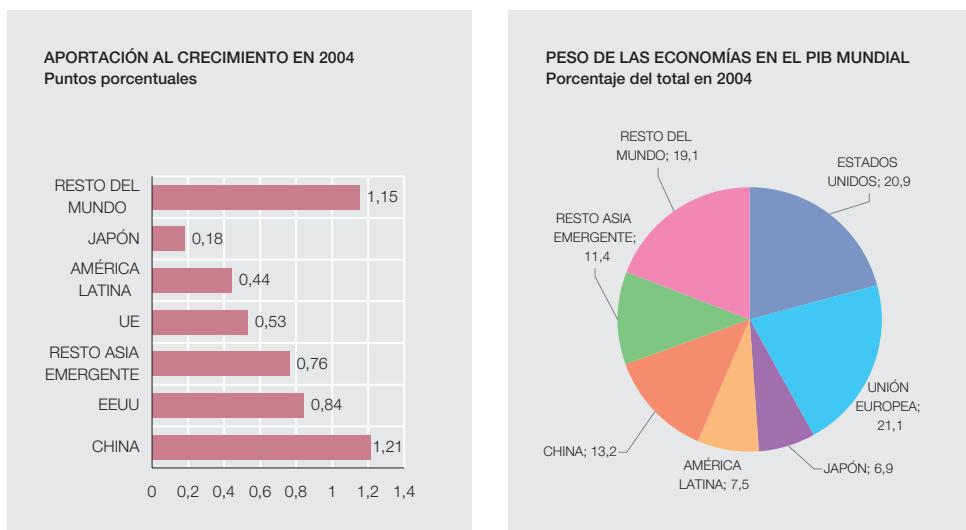
anual. En términos de la balanza comercial, este dinamismo de las exportaciones e importaciones en la última década se ha traducido en un moderado superávit, ligeramente superior, en media, al 2% del PIB (véase cuadro 1).

Por otro lado, a pesar del masivo éxodo rural que se ha producido desde principios de los años noventa, la mano de obra sigue concentrada en el sector agrario, con el 58% de la población residiendo en zonas rurales. Además, la política demográfica de un único hijo ha provocado el envejecimiento de la población, aunque sigue siendo el país más poblado del mundo, por delante de la India y de Estados Unidos.

El dinamismo del PIB, unido al bajo crecimiento de la población, ha provocado un avance considerable del PIB per cápita, especialmente desde las reformas de 1992. Así, en PPC, ha pasado de 1.713 dólares en 1992 a 5.642 dólares en 2004. Medido en dólares corrientes, el aumento ha sido más modesto, de 412 dólares en 1992 a 1.269 dólares en 2004 (véase cuadro 1).

A diferencia del crecimiento, los precios han evolucionado de forma dispar desde 1992 (véase cuadro 1). Entre los años 1993 y 1995 se experimentaron tasas de inflación de dos dígitos, tras la abolición de los controles de precios, que se redujeron paulatinamente hasta 1998. Desde 1998, China ha sufrido tasas de inflación muy bajas e incluso deflación. Sin embargo, a partir de 2003, los precios volvieron a crecer, hasta alcanzar el 3,9% en 2004, coincidiendo con la situación de recalentamiento de algunos sectores de la economía.

Desde el inicio del proceso reformista, con la orientación de la economía hacia el mercado, se ha ido reduciendo el tamaño del sector público en la economía. No obstante, en los últimos años, se han incrementado fuertemente los ingresos, debido a una mejor administración fiscal, aunque a menor ritmo que los gastos, especialmente en infraestructuras, lo que ha supuesto una política fiscal deficitaria (véase cuadro 1). En cualquier caso, las finanzas públicas chinas se encuentran bastante saneadas en el presente, tal y como muestra la ratio de deuda pública sobre PIB, que se situó en el 26% en 2004, aunque se enfrentan a considerables vulnerabilidades en el medio plazo, como se describe más adelante. Por otro lado, la política fiscal ha



FUENTE: FMI.

tenido un papel relevante en la gestión de la situación de recalentamiento en el último año y medio, fundamentalmente mediante el recorte de la inversión pública.

El papel de China en la economía mundial

El gran dinamismo económico ha convertido a China en el principal contribuyente al crecimiento mundial en 2004, en términos de PPC. De hecho, tal y como se observa en el gráfico 1, del 5,1% de crecimiento global estimado para 2004, China aportó 1,2 puntos porcentuales, lo que equivale a un 24% del crecimiento mundial. Asimismo, en PPC, el peso de China en el PIB mundial ascendió al 13% en 2004, situándose justo por detrás de Estados Unidos (21%) y de los países del área del euro (15%). A largo plazo, si el actual proceso de reformas culmina con éxito y el crecimiento se mantiene en niveles robustos (al menos, del 5%), China podría convertirse en la primera potencia mundial en términos de PIB en menos de cuarenta años [Wilson y Purushothaman (2003)]. No obstante, dada su enorme población y el bajo PIB per cápita actual, incluso en este escenario positivo, la renta per cápita china seguiría siendo reducida en comparación con los países industrializados.

Esta evolución ha otorgado a China un papel preponderante en el escenario económico global, con importantes consecuencias, entre ellas, la modificación del patrón de los flujos comerciales y de la IED; además, China ha contribuido sustancialmente al aumento de la demanda global de materias primas y de petróleo y ha desempeñado un papel en los desequilibrios globales.

EL DINAMISMO DEL SECTOR EXTERIOR

La expansión del comercio internacional ha potenciado el papel de China en la economía mundial, que se ha sustentado en una fuerza laboral abundante, relativamente barata² y bien formada, y con una gran capacidad de trabajo. Las exportaciones e importaciones chinas han crecido a tasas cercanas al 15% anual desde el inicio de las reformas y se han acelerado por encima del 30% tras su incorporación a la OMC. Además, se ha producido un cambio en la composición de las exportaciones e importaciones. Por un lado, el peso de las exportaciones de productos electrónicos se ha más que duplicado (del 17% en 1993 al 43% en 2003), mientras que se ha reducido el del resto de las manufacturas, fundamental-

2. Según la Oficina de Estadística de China, el salario anual medio fue inferior a 1.700 dólares en 2003.

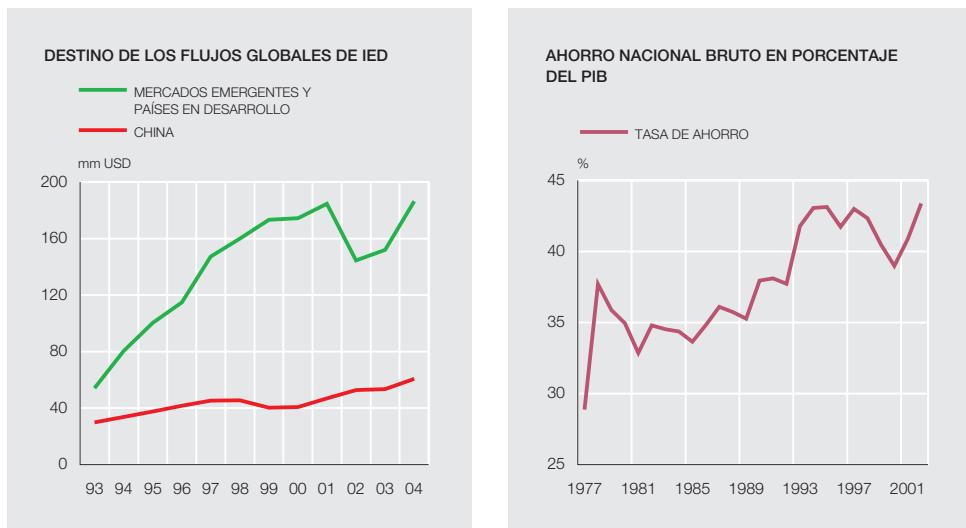


FUENTES: Administración de Aduanas de China y Banco del Pueblo de China.

mente calzado, ropa y juguetes, del 65% al 49% en el mismo período. A su vez, ha variado la composición de las importaciones: han aumentado las destinadas a ser ensambladas, procesadas y posteriormente exportadas, procedentes fundamentalmente del resto de Asia, del 35% en 1993 hasta el 40% en 2004; en paralelo, se ha incrementado el peso de las importaciones de bienes de electrónica, desde el 31% a principios de los años noventa, hasta el 47% en 2003.

Este cambio en la composición del comercio chino refleja un proceso creciente de integración productiva en la región asiática, en el que China aporta mano de obra en la manufactura de bienes intermedios importados del resto de Asia para su reexportación a otras economías desarrolladas. Fruto de esta integración regional se ha ampliado el déficit comercial de China con el resto de Asia, mientras que se ha incrementado fuertemente su superávit comercial con Estados Unidos y con la Unión Europea (véase gráfico 2). En conjunto se ha mantenido en niveles ligeramente superiores al 2% del PIB³.

3. Según datos de contabilidad nacional hasta 2003.



FUENTES: FMI, CEIC y Banco Mundial

Además de la acumulación de superávit y déficit bilaterales crecientes, terceros países se han visto afectados de manera distinta por la expansión de China, dependiendo del grado de complementariedad o de sustituibilidad de su estructura productiva con la de China. Entre los beneficiados, estarían los países exportadores de capital, los de bienes intermedios y los de materias primas. Entre los perjudicados, se encontrarían los países con sectores exportadores muy intensivos en mano de obra, que han experimentado una fuerte presión competitiva de los bajos costes laborales chinos.

LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Otro de los elementos que explican el gran crecimiento chino radica en la capacidad para atraer flujos de IED⁴. Esta evolución comienza tras las reformas de Deng Xiaoping a principios de los años noventa y se refuerza con la adhesión a la OMC en 2001. China se ha convertido en el primer receptor de IED del mundo, al alcanzar los 61 mm de dólares en 2004 (véase gráfico 3), lo que la sitúa en el tercer puesto en términos de stock de IED, después de Estados Unidos y el Reino Unido.⁵ No obstante, esta cifra podría estar sobreestimada, ya que una cantidad importante de flujos financieros abandona China por motivos fiscales, generalmente con destino a Hong Kong, y luego regresa en forma de IED, fenómeno conocido como *round-tripping*.

Las empresas extranjeras, fundamentalmente asiáticas, se han sentido atraídas, por un lado, por el fuerte crecimiento económico chino, su enorme población y su creciente demanda interna, y, por otro, por su ventaja comparativa como plataforma de exportación, gracias a sus bajos costes laborales. Todo ello tuvo también mucho que ver con la entrada en la OMC, que ha proporcionado una mayor seguridad jurídica a los inversores, al establecer un calendario gradual para el trato no discriminatorio de las empresas extranjeras, la eliminación de requisitos para la inversión y el compromiso con los derechos de propiedad intelectual. Asimismo, se ha establecido un programa de desmantelamiento de las restricciones geográficas a la IED y de fomento de la participación extranjera en sectores como distribución y

4. Zebregs (2003) señala que los flujos de IED habrían contribuido con 3 puntos porcentuales al crecimiento chino en la década de los noventa. 5. A raíz del acuerdo con la OMC, se ha incrementado la IED china en el exterior, aunque desde niveles muy bajos (de 785 millones de dólares en 2001 hasta 3,6 mm en 2004). Aún así, sigue siendo prácticamente insignificante en comparación con la inversión recibida.

	1997-2000	2001	2002	2003
TOTAL (millones de dólares)	42.938	46.878	52.743	53.505
Manufacturas	59	66	70	69
Sector inmobiliario	13	11	11	10
Electricidad, gas y agua	7	5	3	2

FUENTE: Oficina de Estadística de China.

ventas al por menor, telecomunicaciones, seguros, servicios bancarios y mercados de capitales.

Desde los años ochenta, los principales inversores directos en China han sido Hong Kong, Taiwán, Macao, Singapur y Japón, lo que da muestras, junto con los altos flujos comerciales, de la elevada integración económica de la región. Les siguen como inversores Estados Unidos y la Unión Europea, aunque a mucha distancia.

Por sectores, los flujos de IED se concentraron en manufacturas, bienes inmuebles e infraestructuras energéticas. Entre las empresas manufactureras, más de la mitad de la IED se dirigió a las empresas con alta intensidad en mano de obra, como textiles y vestido, elaboración de productos alimenticios y mobiliario. Estos hechos sugieren que una buena parte de la IED se motivaría en los bajos costes salariales chinos respecto al resto del mundo (véase cuadro 2). No obstante, hay una parte de la inversión que se dirige, cada vez más, a la producción de bienes con una alta intensidad tecnológica y con una alta cualificación en capital humano, como las aplicaciones informáticas, que se concentran en la región costera.

El destino regional dentro de China de los flujos de IED es dispar, aunque los principales receptores han sido las áreas económicas especiales, es decir, las regiones costeras del Este. Esta dispersión no solo señala el carácter gradual de las políticas de liberalización de la IED, sino también la mejor adecuación de estas áreas, que disfrutan de más capital humano, mejores infraestructuras, superior intensidad tecnológica y mayor tradición con el mercado.

DEMANDA DE MATERIAS PRIMAS Y PRODUCTOS ENERGÉTICOS

La expansión de la producción ha provocado un incremento de la demanda de materias primas y de productos energéticos, de los que China tiene clara escasez, lo que ha presionado los precios al alza.

En 2003, China se convirtió en el principal importador mundial de cobre, acero y cemento, y en uno de los mayores de mineral de hierro y aluminio. De hecho, su demanda representó aproximadamente el 25% de la producción de aluminio y acero, el 30% de la de mineral de hierro y carbón y el 40% de la de cemento. Además, China fue el segundo demandante de petróleo en 2004, al que cabe imputar un 32% del aumento de la demanda global. Esta cifra es superior a su contribución al crecimiento mundial, lo que da muestras de su ineficiente utilización energética y de las carencias del suministro eléctrico, que animaron a las empresas a la instalación de generadores alimentados por hidrocarburos. Lejos de ser un efecto transitorio, se espera que la demanda de petróleo china continúe en ascenso en los próximos años, debido al crecimiento económico previsto y al futuro desarrollo del parque automovilístico.

DESEQUILIBRIOS GLOBALES

China ha desempeñado también un papel destacado, junto con Japón, en la financiación de los déficit público y corriente norteamericanos y, en consecuencia, en la evolución del tipo de

cambio efectivo del dólar y de los tipos a largo plazo norteamericanos. El creciente superávit por cuenta corriente chino y también las fuertes entradas de capitales y la política de tipo de cambio fijo del renminbi respecto al dólar han provocado una rápida acumulación de reservas exteriores. Así, en 2004, crecieron un 50% anual, situándose en 610 mm de dólares, de los que se estima que en torno al 75% corresponderían a activos denominados en dólares [Roubini y Setter (2005)].

La demanda de activos en dólares por parte de los bancos centrales asiáticos en 2003 y 2004, sobre todo de China y Japón, ha contribuido a que el coste de financiación de los déficit público y por cuenta corriente americano se haya mantenido en niveles relativamente reducidos. Además, la política cambiaria china ha contribuido a atenuar la depreciación del dólar en términos efectivos y ha afectado negativamente a los países del área del euro y a Japón. Ambos factores explican, al menos en parte, el mantenimiento, e incluso el aumento, de los desequilibrios fiscal y externo de Estados Unidos.

Vulnerabilidades y retos de la gestión macroeconómica

Aunque la expansión de China ha permitido un notable desarrollo económico con importantes consecuencias internas y externas, el progreso de este país requiere una gestión adecuada de ciertos problemas coyunturales y estructurales. Entre los primeros destaca la actual situación de recalentamiento. Entre los segundos, la culminación del proceso de transición hacia una economía de mercado, las presiones migratorias internas y la reforma del sistema de empresas estatales y del sistema financiero. Además, las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de controles de capitales se enfrentan a importantes retos en el corto y medio plazo. La habilidad de las autoridades para diseñar las políticas macroeconómicas adecuadas y solucionar, o al menos limitar, los problemas estructurales descritos hará que las halagüeñas perspectivas de la economía china se materialicen.

VULNERABILIDADES Presiones migratorias

El propio diseño del proceso reformista y el rápido crecimiento de la economía china en los últimos años han ocasionado una gran dispersión de la renta entre los sectores más tradicionales —como el agrario— y los más modernos, cuya producción se destina a la exportación. Estas discrepancias se observan entre las áreas rurales y urbanas y entre la zona costera y el interior, debido, en gran parte, al diseño de la estrategia de reforma que estableció las áreas económicas especiales en la región costera del Este.

Numerosos indicadores muestran el desarrollo dispar de las áreas rurales y urbanas. Así, la escolarización es tres años más corta en las zonas rurales y la mortalidad infantil es cinco veces superior. Además, los hogares rurales, que constituyen la mayor parte de la población china, tienen una renta disponible per cápita anual de 355 dólares en 2004 y aún gastan casi la mitad de la misma en alimentos, lo que contrasta con la renta per cápita de 1.140 dólares de los habitantes de las ciudades. Asimismo, desde 1990, la creación de empleo se ha concentrado en las áreas urbanas⁶, con un crecimiento del 3% anual, frente al 1% de la media nacional (aún mayor en la región costera).

Estas diferencias de desarrollo económico, de renta y de oportunidades de trabajo han provocado importantes flujos migratorios de las zonas rurales y las urbanas, estimados en entre 80 millones de personas y 150 millones desde el inicio de los noventa. El proceso migratorio ha trascurrido en dos etapas; en una primera, los emigrantes se desplazaron desde las zonas rurales hacia las áreas urbanas próximas, para, en una segunda, emigrar a las regiones costeras del Este, en

6. Este crecimiento del empleo en las ciudades se produce a pesar de los despidos en las empresas estatales ubicadas en zonas urbanas. Así, entre 1998-2004 el empleo de las empresas estatales ha caído en unos 40 millones de personas, lo que supone la reducción del 37% de su plantilla.

particular, a Guangdong, Shangai y Jiangsu [Cai et al. (2001)]. Esto ha supuesto un cambio importante en la distribución de la población china: en 2004, el 58% de la población residía en zonas rurales, frente al 74% en 1990. El Banco Mundial estima que estos flujos habrían sido determinantes para el abandono del umbral de la pobreza⁷ de 400 millones de personas desde 1979.

No obstante, el ritmo de creación de empleo en las zonas urbanas es insuficiente para absorber la inmigración. Por tanto, las autoridades han establecido controles, aunque cada vez más flexibles, sobre estos flujos migratorios a través de un requisito de autorización del lugar de residencia y de trabajo, también conocido como *hukou*, y los han desincentivado limitando las posibilidades de retorno y reduciendo las prestaciones sociales en las zonas urbanas (pensiones, seguro de desempleo y sistema sanitario) [Fleisher y Yang (2004)]. Además, los últimos esfuerzos de las autoridades se concentran en el desarrollo de la zona oeste y norte, a través de una mayor dotación de infraestructuras, y una creciente integración de los mercados internos.

Es de esperar en cualquier caso que estas diferencias de renta no sean contrarrestadas por la migración y por las decisiones de localización de las empresas. De hecho, el aumento de los precios de los bienes inmuebles y de los salarios en la región costera, junto con el colapso de ciertas infraestructuras, está animando a las empresas a ubicar sus centros de producción intensivos en mano de obra en las regiones del oeste y norte, proceso que están incentivando las autoridades chinas con numerosas inversiones y subvenciones a las empresas. Si las políticas destinadas al desarrollo de la zona interior tienen éxito, cabe esperar que se reduzcan los flujos migratorios.

Empresas estatales

La transformación de las empresas públicas chinas en empresas viables listas para competir en el mercado es uno de los puntos clave del proceso de reforma que aún se encuentra muy retrasado. Una buena parte de las empresas públicas producen con tecnologías inefficientes y sin una gestión basada en criterios de mercado. Hasta el momento, los resultados de la mayor parte de estas empresas han sido decepcionantes y las pérdidas en que han incurrido han sido cubiertas por el Estado. En un principio, estas contribuciones se cargaron a los presupuestos públicos; sin embargo, posteriormente, se han financiado a través de préstamos directos de los cuatro principales bancos comerciales públicos —que representan casi dos tercios de los activos bancarios—, lo que ha originado un enorme volumen de préstamos impagados.

El proceso de reforma de las empresas públicas comenzó en 1990, aunque no se produjeron avances por el temor de las autoridades a las repercusiones sociales tras las revueltas de Tiananmen en 1989. Posteriormente, en 1998, se lanzó un plan para revitalizar las medianas y grandes empresas, que, en realidad, solo se limitó a convertir los préstamos morosos en deuda pública, sin atacar el origen del problema. En 2003, se estableció una supervisión más estricta de estas empresas a través de la evaluación de los resultados de las empresas públicas y de sus gestores. En la actualidad, la rentabilidad de las empresas estatales ha mejorado gracias al gran dinamismo económico, aunque es desigual, ya que existe un tercio del total de empresas que ni siquiera son capaces de generar ingresos para cubrir los pagos por intereses [Heytens y Karacadag (2003)].

Según el FMI (2004), el saneamiento de las empresas estatales con dificultades aún requiere una mejora de su eficiencia, una gestión basada en criterios de mercado, la eliminación del canal de financiación bancaria subsidiada y su división en áreas de negocio independientes con el objetivo de evitar subvenciones cruzadas. De este modo, las empresas rentables de-

7. El Banco Mundial define el umbral de la pobreza como la población con un consumo inferior a 1 dólar diario (de 1993 en PPC).

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Préstamos impagados (mm de USD)	155	75	198	196	213	245	232	190
Préstamos totales (mm de USD)	—	753	793	786	850	968	1.139	1.220
Préstamos impagados como % del total de préstamos	25	10	25	25	25	25	20	16
Préstamos impagados como % del PIB	17	8	20	18	18	20	17	12

FUENTE: Comisión de Regulación Bancaria de China

berían pagar dividendos al Gobierno, como paso previo para una posible privatización en el medio plazo, y las no rentables tendrían que ser cerradas o, si son socialmente necesarias, recibir financiación directa del presupuesto público.

Sistema financiero⁸

El sistema financiero es uno de los pilares más débiles del entramado económico chino, lo que supone un lastre especialmente importante para un país con una tasa de ahorro tan elevada, ya que implica una intermediación ineficiente del mismo. En la actualidad, la tasa de ahorro china se encuentra entre las mayores del mundo, al representar más del 40% del PIB (véase gráfico 3). Algunos estudios, como el de Wakabayashi y MacKellar (1999), señalan que esta elevada tasa de ahorro podría ser explicada por los siguientes fenómenos: primero, por el escaso desarrollo de mercados financieros, que no permite transferir rentas futuras al presente; segundo, por la incertidumbre sobre las rentas futuras generada por las reformas en curso; y, tercero, por el deterioro de la cobertura del sistema de pensiones en las áreas rurales, que son las más pobres y que todavía concentran la mayor parte de la población.

El sistema financiero se sustenta en el sector bancario, dada la relativamente reducida dimensión de los mercados de valores y de bonos. Así, en 2003, mientras que los activos del sector bancario suponían el 208% del PIB, el mercado de bonos se situaba en el 53% del PIB, y la capitalización bursátil en el 37% del PIB.

Las vulnerabilidades del sector financiero bancario se han originado fundamentalmente por la financiación de las pérdidas de las empresas públicas, mediante préstamos de los cuatro principales bancos comerciales públicos, lo que ha generado un amplio volumen de créditos impagados (estimado en al menos el 36% del PIB) [García-Herrero y Santabárbara (2004)]. Para el saneamiento del sistema bancario, las autoridades chinas han llevado a cabo una serie de reformas orientadas a limitar la interferencia pública en la concesión de préstamos y a potenciar la gestión basada en criterios de mercado. Entre las reformas cabe destacar una transparente y efectiva supervisión bancaria, una mejor clasificación de los créditos impagados y el fomento de la adopción por parte de los bancos de metodologías de medición del riesgo de crédito; todo ello, acompañado de sucesivas recapitalizaciones y de la salida de préstamos impagados del balance; la última, con cargo a las reservas de divisas del banco central y con el objetivo adicional de privatizar dos de los cuatro principales bancos públicos. No obstante, este proceso de reestructuración no ha mitigado apenas el elevado nivel de préstamos impagados. De hecho, la reducción en la proporción de impagados se debe al fuerte crecimiento del crédito más que a la disminución en el stock de impagados, con el riesgo de que, en un futuro, pueda aflorar un nuevo aumento de la morosidad, sobre todo si el crédito se sigue concediendo bajo unos criterios parecidos a los del pasado (véase cuadro 3).

8. Un análisis más detallado del sistema financiero puede encontrarse en el trabajo de García-Herrero y Santabárbara (2004).

Además de sanear el sistema bancario, las autoridades chinas han iniciado un proceso de liberalización financiera cuyos esfuerzos se han concentrado en la eliminación de los controles sobre los tipos de interés, para permitir la concesión de créditos y la captación de depósitos bajo criterios de mercado, y en la apertura paulatina del sector bancario a la competencia extranjera.

Las autoridades chinas también han impulsado otros mercados de capitales, como el bursátil y el de renta fija, lo que con el tiempo debería permitir completar la estructura financiera y, así, incentivar una asignación más eficiente de los recursos. De este modo, el Gobierno chino autorizó en junio de 2004 la emisión de instrumentos financieros a entidades financieras no bancarias y la flexibilización de las restricciones para las inversiones de los fondos de pensiones. No obstante, quedan ámbitos importantes de reforma, como el aumento de la transparencia de las compañías cotizadas y el desarrollo de un marco regulatorio común para el sector financiero.

GESTIÓN MACROECONÓMICA

Las políticas macroeconómicas desempeñan un papel relevante para limitar o solucionar los problemas estructurales descritos. Así, la política fiscal debe afrontar la reestructuración del sector público, definir la cobertura y financiación del sistema de pensiones y proveer los servicios públicos que los ciudadanos chinos demandan. Además, la política monetaria debe ser capaz de operar eficientemente en un contexto de mayor liberalización de los tipos de interés. Por último, la política cambiaria debe tener en cuenta las ventajas e inconvenientes de los distintos regímenes de tipo de cambio en un contexto de una mayor permeabilidad de los controles de capitales.

Política fiscal

La relativa robustez de las finanzas públicas, a la luz de la evolución del déficit público (véase cuadro 1) y de la deuda pública, estará influida por los costes derivados del proceso de transición hacia la economía de mercado. Así, deberá afrontar, más pronto que tarde, los gastos de reestructurar un amplio sector público, especialmente las empresas y bancos públicos, de reformar el sistema de pensiones y de resolver los problemas presupuestarios de las Administraciones locales.

Además, el sistema de pensiones chino solo cubre, en la práctica, a los trabajadores de las empresas estatales (un 20% de la población total). Este sistema de pensiones de reparto presenta un déficit, que irá aumentando a medida que el cociente entre contribuyentes y beneficiarios se reduzca, por el paulatino envejecimiento de la población, debido a las políticas de control de la natalidad, y por la reestructuración de las empresas públicas, que reducirán el número de cotizantes. Así, Dorfman y Sin (2001) estiman que el coste de transición entre el actual sistema y uno de capitalización tendría, en ausencia de cambios relevantes, un valor actual neto del 70% del PIB. Por el contrario, si las autoridades pusieran en práctica una serie de reformas estructurales, como elevar la edad efectiva de jubilación e indicar las pensiones a la inflación, en lugar de a los salarios, el coste de la transición se podría reducir hasta el 7% del PIB.

En la actualidad, las Administraciones locales mantienen un presupuesto insuficiente para proveer los niveles básicos de servicios públicos, especialmente en las zonas más pobres. Aunque tienen prohibido financiarse con deuda, en la práctica lo hacen a través de empresas públicas. Este problema comienza a ser de importancia y se ha establecido una comisión de estudio que evaluará los compromisos fiscales y el nivel de apalancamiento de la Administración local. En este sentido, el FMI (2004) recomienda una mayor transparencia de la normativa contable, que permita conocer fielmente las obligaciones de las Administraciones locales, y que se delimiten nítidamente las competencias del Gobierno central y local.

Por otro lado, parece ineludible que el desarrollo económico que China está experimentando lleve aparejado un mayor gasto público, especialmente en educación, sanidad y protección del medio ambiente. La OCDE (2002) estimó que el gasto en educación y en otros programas sociales está por debajo de los estándares internacionales comparables, por lo que en los próximos cinco a diez años se incrementará el gasto primario entre 2 y 3 puntos porcentuales del PIB para atender a las demandas sociales.

Política monetaria

Desde el verano de 2003, el Banco del Pueblo de China, el banco central, ha llevado a cabo diversas medidas de política monetaria contractiva, de manera coordinada con el Gobierno, con varios objetivos: esterilizar la liquidez generada por la acumulación de reservas internacionales, controlar el recalentamiento —al suavizar el crecimiento de la inversión y moderar el aumento de los precios— y evitar que la expansión del crédito intensifique los problemas estructurales del sector bancario en el medio plazo. Esta política monetaria se ha instrumentado a través de una serie de medidas administrativas restrictivas del crédito bancario, el menor crecimiento de la base monetaria y el incremento de los tipos de descuento y de préstamos a instituciones financieras. Posteriormente, se han aumentado los tipos de interés de referencia de préstamos y depósitos y el tipo mínimo de los préstamos hipotecarios.

Actualmente, el mayor reto de la política monetaria es aumentar la efectividad de los tipos de interés. El uso de instrumentos cuantitativos se debe a que su mecanismo de transmisión es más potente en una economía aún fuertemente intervenida, con un conjunto limitado de activos financieros donde materializar el ahorro y con parte del crédito ofrecido fuera de criterios de mercado. No obstante, el avance en el proceso de liberalización financiera ampliará el abanico de instrumentos financieros y fomentará la concesión del crédito con criterios de mercado, por lo que deberá aumentar la efectividad del mecanismo de transmisión de los tipos de interés.

Política de tipo de cambio

Otro tema de debate actual es el régimen de tipo de cambio del renminbi⁹. Desde 1994, el régimen de tipo de cambio del renminbi, aunque de iure flexible, está ligado al dólar a una paridad de 1 dólar por 8,28 renminbi, con una banda de fluctuación del 0,3%.

El amplio crecimiento de las exportaciones chinas, el incremento de su cuota frente a sus rivales comerciales y la rápida acumulación de reservas —a pesar de los controles de capitales— han llevado a suscitar el debate de si el tipo de cambio, fijo de facto con el dólar, estaría infravalorado (véase gráfico 2). No obstante, la estimación del tipo de cambio de equilibrio es compleja, y más aún en el caso de China, dada la poca flexibilidad de precios y salarios y la transición, en ciernes, hacia una economía de mercado.

Las autoridades chinas reconocen que un modelo de *tipo de cambio más flexible* del renminbi podría tener consecuencias positivas para la economía china. Entre distintas razones, se podrían encontrar las siguientes: *i)* obviamente, la economía china y la de Estados Unidos no forman parte de un área monetaria óptima, por lo que un tipo de cambio fijo con el dólar no puede ajustarse a perturbaciones específicas de la economía china; *ii)* una previsible mayor porosidad de los controles de capitales requerirá una mayor flexibilización del tipo de cambio para gestionar una política monetaria efectiva; y *iii)* las revaluaciones o apreciaciones de otras divisas asiáticas respecto al dólar, dada la integración vertical de China dentro de Asia, presionarán adicionalmente a la apreciación del tipo de cambio del renminbi con el dólar.

9. La moneda oficial china es el renminbi, que se traduce como «moneda del pueblo» y cuya unidad básica es el yuan.

Sin embargo, las autoridades también son conscientes de que la presente política de *tipo de cambio fijo* presenta ciertas ventajas: primero, en un contexto de controles de capital, como el actual, permite proteger al débil sector financiero¹⁰ y favorecer la estabilidad económica; y, segundo, disminuye la incertidumbre a la que se enfrentan las empresas exportadoras y los inversores extranjeros, principales motores del crecimiento chino, al suavizar el riesgo de cambio. En cualquier caso, la gestión del actual modelo de tipo de cambio fijo, en un contexto de una mayor movilidad de capitales y mayor apertura comercial, se convierte en una tarea cada vez más compleja.

LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA

Otro de los puntos pendientes en la estrategia de reforma es la liberalización de los movimientos de capitales. En la actualidad, China mantiene restricciones a las entradas y, sobre todo, a las salidas de capitales, en especial para residentes, pese a lo cual los flujos de IED se sitúan entre los más altos del mundo.

Las autoridades están llevando a cabo una reforma tímida de la cuenta financiera dentro de la estrategia general de gradualismo y secuencialidad. Así, se está permitiendo una cierta movilidad de los capitales a través del programa de inversores institucionales extranjeros autorizados, que permiten las inversiones en bonos y acciones domésticas, y el programa de instituciones domésticas autorizadas a invertir en el exterior, que aún se encuentra en una fase preliminar. En cualquier caso, se ha autorizado al fondo de la Seguridad Social y a las compañías de seguros a invertir en el exterior, aunque con restricciones.

La estrategia de las autoridades se refrenda por la experiencia internacional y la evidencia empírica, que muestran la necesidad de completar las reformas de los mercados financieros internos y profundizar en el desarrollo institucional antes de que se produzca la liberalización de la cuenta financiera [Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998)]. Dada la escasa solvencia y debilidad del sistema financiero chino, la liberalización de los controles de capitales podría introducir perturbaciones con consecuencias reales que las autoridades de política económica deben evitar. Sin embargo, la sofisticación de los inversores internacionales hace que los controles de capitales vayan perdiendo efectividad, por lo que la liberalización no puede ser demorada sine die. Por este motivo, el saneamiento del sector financiero chino no es solo necesario sino también urgente, al igual que el desarrollo de instituciones que permitan gestionar las posibles perturbaciones externas. En este sentido, la flexibilización del tipo de cambio podría facilitar la liberalización de la cuenta de capital, al preparar a la economía a flujos de capitales cada vez mayores y posiblemente más volátiles.

Conclusiones

Desde 1979, la economía china ha experimentado un desarrollo económico de gran éxito, acentuado en los últimos años, y se ha convertido en la primera contribuyente al crecimiento mundial. Esta evolución se sustenta en una estrategia de reforma coherente y bien planificada, cuyo último hito ha sido la incorporación a la OMC, que ha impulsado el comercio internacional chino y la IED.

Además, los procesos de producción de China se han integrado dentro de la región asiática, lo que ha incrementado las importaciones desde Asia y las exportaciones a otras economías desarrolladas. Por tanto, China ha amplificado el superávit comercial con Estados Unidos y, en menor medida, con la Unión Europea, y el déficit comercial con el resto de Asia. Este patrón comercial desequilibrado y la actual política de tipo de cambio están detrás de algunos

10. En cualquier caso, el FMI (2004) señala que la incidencia sobre el sector financiero sería reducida, ya que la banca doméstica mantiene una baja exposición al riesgo de tipo de cambio y los controles de capitales evitarán una salida de los depósitos.

de los desequilibrios globales actuales. Además, la expansión de la producción en China ha tenido un papel predominante en el aumento de la demanda global de materias primas y productos energéticos, que ha presionado sus precios al alza.

No obstante, la economía china aún presenta importantes debilidades. Entre ellas, unas diferencias regionales de renta que han generado importantes flujos migratorios internos; unas empresas estatales poco viables, que han inundado al sistema bancario de préstamos impagados; y unos mercados financieros poco desarrollados, que intermedian el ahorro de manera ineficiente. Además, las elevadas tasas de crecimiento y de inflación registradas en el último año y medio aportan señales claras de recalentamiento en algunos sectores. A todo ello se le unen las propias incertidumbres, asociadas a la transición de un sistema de planificación a uno de mercado y a la transformación de sus instituciones.

20.4.2005.

BIBLIOGRAFÍA

- CAI, F., W. DEWEN y D. YANG (2001). *Labor market distortions and economic growth: Examining institutional components of regional disparity in China*, Working Paper n.º 10, Center for Human Resource Studies, Chinese Academy of Social Sciences.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y E. DETRAGIACHE (1998). *Financial liberalization and financial fragility*, Annual World Bank Conference on Development Economics.
- DORFMAN, M., y Y. SIN (2001). *China: Social Security reform-technical analysis of strategic options*, World Bank.
- FLEISHER, B. M., y D. T. YANG (2004). «Problems of China's rural labor markets and rural-urban migration», trabajo para *International Symposium on China's Rural Economy after WTO: Problems and Strategies*, 25-27 de junio.
- FMI (2004). *People's Republic of China: Staff report for the 2004 article IV consultation*.
- GARCÍA-HERRERO, A., y D. SANTABÁRBARA (2004). «Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?», Documento Ocasional n.º 0406, Banco de España.
- HEYTRENS, P., y C. KARACADAG (2003). «The finances of China's enterprise sector», capítulo 11 del libro *China: Competing in the global economy*, FMI.
- OCDE (2002). *China in the world economy. The domestic policy challenges*.
- PRASAD, E. (2004). *China's growth and integration into the world economy. Prospects and challenges*, Ocassional Paper 232, FMI.
- ROUBINI, N., y B. SETSER (2005). «Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006», trabajo presentado en la conferencia *Revived Bretton Woods system: A new paradigm for Asian development?*
- TSENG, W., y M. RODLAUER (2003). *China. Competing in the global economy*, FMI.
- WAKABAYASHI, M., y L. MACKELLAR (1999). *Demographic trends and household saving in China*, Working Paper IR 99-057, International Institute for Applied Systems Analysis.
- WILSON, D., y R. PURUSHOTHAMAN (2003). *Dreaming with the BRICS*, Goldman Sachs.
- XIAO, G. (2004). *Round-tripping foreign direct investment in the People's Republic of China: Scale, causes and implications*, ADB Institute Discussion Paper n.º 7.
- ZEBREGS, H. (2003). «Foreign direct investment and output growth», capítulo 6 del libro *China. Competing in the global economy*, FMI.

REGULACIÓN FINANCIERA: PRIMER TRIMESTRE DE 2005

Introducción

Durante el primer trimestre de 2005 la promulgación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente elevada en relación con el mismo período del año anterior.

Una de las novedades legislativas más importantes en este período son las medidas adoptadas para impulsar la productividad en el sistema económico, que, desde el punto de vista financiero, se han traducido en una serie de reformas del mercado de valores orientadas a mejorar la competitividad del sector financiero español.

En relación con los sistemas nacionales de pago, el Banco Central Europeo ha modificado la normativa del TARGET para establecer la posibilidad de que los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) de los nuevos Estados miembros, que no han adoptado el euro, puedan conectarse al sistema TARGET por el mecanismo habitual de interconexión o por una conexión bilateral.

En el área de la deuda pública, como es habitual en este período, se han desarrollado las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2005 y para el mes de enero del año 2006, con la limitación establecida en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2005.

En el ámbito comunitario se han publicado dos directivas: la primera, que actualiza el régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones, y la segunda, que establece una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros. Por otro lado, se ha modificado el reglamento de prevención del blanqueo de capitales para adaptar su contenido a las últimas novedades legislativas nacionales y comunitarias.

Finalmente, se ha actualizado el procedimiento sobre intercambio de información tributaria entre las autoridades competentes de los Estados miembros de la Unión Europea.

Reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública

En el actual contexto de creciente apertura e integración de la economía española en los mercados europeos e internacionales, y ante los riesgos e incertidumbres derivados del elevado nivel de los precios de los productos energéticos, así como los asociados a un eventual endurecimiento de las condiciones monetarias, es necesaria la adopción de reformas urgentes que apuesten decididamente por la eficiencia y la competitividad de los mercados financieros y energéticos, como mecanismo para contribuir al impulso de la productividad en el conjunto del sistema económico.

A tal efecto, se ha publicado el *Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo* (BOE del 14), de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. Las reformas abordadas en este Real Decreto-Ley (que forman parte de un conjunto más amplio de medidas para el impulso de la productividad), además de afectar a los mercados financieros y energéticos, se completan con otras actuaciones referentes al régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, así como otras modificaciones de la legislación de contratos de las Administraciones Públicas, a fin de extender su normativa a determinados aspectos de las fundaciones del sector.

Asimismo, se ha publicado la *Resolución de 1 de abril de 2005*, de la Subsecretaría del Ministerio de la Presidencia (BOE del día 2), por la que se dispone la publicación del Acuerdo del

Consejo de Ministros, de 25 de febrero de 2005, por el que se adoptan una serie de mandatos para poner en marcha medidas de impulso a la productividad.

A continuación se hace un comentario sucinto de los aspectos más importantes de las normas, con especial referencia a los mercados financieros.

REFORMAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Modificaciones relativas a los regímenes de ofertas públicas y de admisión a cotización en mercados secundarios oficiales de valores en España (Transposición de la Directiva 2003/71/CE)

En el ámbito financiero, el Real Decreto-Ley responde a la necesaria transposición de dos directivas comunitarias que son clave para la competitividad y el desarrollo de estos mercados, además de introducir otras medidas que eviten posibles riesgos de deslocalización, sobre todo en la emisión y admisión a cotización de valores, y en la prestación de garantías financieras.

En primer lugar, se transpone la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, que, a su vez, modifica la Directiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

La Directiva 2003/71/CE —que debe ser incorporada a la legislación nacional antes del 1 de julio de 2005— tiene como objeto fundamental armonizar las exigencias relativas a todo el proceso de aprobación del folleto exigido para la admisión a cotización de valores en mercados regulados comunitarios y para las ofertas públicas de valores. Además, introduce, como novedad esencial, la posibilidad de que el emisor de los valores elija libremente, en determinados casos y para determinadas categorías de valores, la autoridad competente y, por tanto, el régimen regulatorio que desea aplicar a la autorización del folleto.

A tal efecto, para poder mantener la posición competitiva del mercado después de la transposición de la Directiva, es necesario eliminar aquellos requisitos, trabas o costes que no tengan justificación desde el punto de vista de la protección del inversor o del correcto funcionamiento del mercado.

En concreto, en el *mercado primario de valores*, se elimina el régimen de verificación administrativa previa de las emisiones de valores, se suprime la facultad del ministro de Economía de prohibir o someter a autorización previa determinadas emisiones, y se mantiene el principio de no necesidad de autorización administrativa previa para las emisiones de valores, reforzando el principio de libertad de emisión.

Respecto al contenido del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, se amplía su contenido, el cual deberá contener toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará de forma fácilmente analizable y comprensible. Asimismo, como novedad respecto al régimen anterior, el folleto contendrá un *resumen breve*, en un lenguaje no técnico, que reflejará, entre otros aspectos, las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, los posibles garantes y los valores.

Por otro lado, la norma hace referencia a la validez transfronteriza del folleto, a fin de hacer efectivo el *pasaporte comunitario* para dicho documento, que consiste en que una vez aprobado por la CNVM, será válido para la admisión a negociación en cualesquiera Estados miem-

bros de acogida, siempre que la CNMV lo notifique a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida. Del mismo modo, el folleto aprobado por la autoridad competente del Estado de origen será válido para la admisión a negociación en España, siempre que dicha autoridad competente lo notifique a la CNMV.

En cuanto a la oferta pública de venta (OPV) o suscripción de valores, se mantienen similares características respecto a la normativa anterior, aunque detalla y enumera aquellos casos en los que no existiría obligación de publicar folleto informativo, a efectos de esta disposición. Son los siguientes:

- a) Ofertas de valores dirigidas exclusivamente a inversores cualificados.
- b) Ofertas de valores dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados.
- c) Ofertas de valores dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.
- d) Ofertas de valores cuyo valor nominal unitario sea, al menos, 50.000 euros.
- e) Ofertas de valores por un importe total inferior a 2.500.000 euros, cuyo límite se calculará en un período de 12 meses.

Respecto a los *valores representados mediante anotaciones en cuenta*, se sustituye la escritura pública de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta por un documento que deberá ser elaborado por la entidad emisora y contener toda la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión. El emisor deberá depositar este documento en la entidad encargada del registro contable y ante la CNMV, y, si se trata de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarlo ante su organismo rector.

En el *mercado secundario de valores*, se mantiene el régimen de verificación administrativa previa por parte de la CNMV para la admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial, aunque se reducen significativamente los requisitos de información para la admisión a negociación en dicho mercado, que ahora quedan fijados en los siguientes: la aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable, así como de los estados financieros del emisor preparados y auditados; y la aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo, así como su publicación. Con ello se pretende reducir de forma significativa determinadas tasas de la CNMV (registro de folletos, supervisión del proceso de admisión a negociación y supervisión de la actividad de las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación) para mejorar la competitividad de los mercados de valores. Asimismo, se introduce como novedad que dichos requisitos no serán necesarios cuando se trate de valores no participativos emitidos por el Estado, las comunidades autónomas y las entidades locales. No obstante, estos emisores podrán elaborar el folleto informativo, que tendrá validez transfronteriza.

Sobre acuerdos de compensación contractual y garantías financieras
(Transposición de la Directiva 2002/47/CE)

En segundo lugar, el Real Decreto-Ley transpone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera. Con la aprobación de esta Directiva se persigue conseguir una amplia armonización comunitaria para todas las garantías financieras que formalicen las partes, así como ordenar y sistematizar la normativa vigente aplicable en esta materia. Con ello,

se conseguiría facilitar determinadas operaciones financieras que necesiten de constitución de garantías, reduciendo de manera sustancial los requisitos para la constitución y ejecución de esas garantías.

Su ámbito de aplicación son los acuerdos de compensación contractual financieros y los acuerdos de garantías financieras cuando las partes intervenientes estén incluidas en una de las categorías siguientes: a) entidades públicas; b) el Banco Central Europeo, el Banco de España, los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea, los bancos centrales de terceros Estados, el Banco de Pagos Internacionales, los bancos multilaterales de desarrollo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones; c) las entidades de crédito; las empresas de servicios de inversión; las entidades aseguradoras; las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades gestoras; los fondos de titulización hipotecaria, los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización; y los fondos de pensiones, entre otros, y d) los organismos rectores de los mercados secundarios y las sociedades que gestionan sistemas de registro, compensación y liquidación, así como las entidades de contrapartida central, agentes de liquidación o cámaras de compensación, y las entidades similares que actúen en los mercados de futuros, opciones y derivados.

A su vez se aplicará a los acuerdos de compensación contractual financieros y de garantías financieras en los que una de las partes sea una persona jurídica, siempre que la otra parte pertenezca a alguna de las categorías anteriores, y, finalmente, en determinados casos, también cabe que una de las partes pueda ser persona física.

En cuanto al régimen jurídico de este tipo de acuerdos, este se aplicará a las operaciones financieras¹ que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual, siempre que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones. El saldo neto deberá ser calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con este.

OTRAS MEDIDAS DE IMPULSO A LA PRODUCTIVIDAD

En el *ámbito energético*, las principales actuaciones se concentran en el sector eléctrico, donde es indispensable y urgente introducir las reformas necesarias para adaptar el mercado al Convenio Internacional relativo a la constitución de un Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL), cuya entrada en vigor está prevista para antes del 30 de junio de 2005. Otras reformas adoptadas se orientan a eliminar prácticas ineficientes en el ámbito de la distribución, como la coexistencia de varios distribuidores en un mismo ámbito territorial, que puede llevar a la existencia de instalaciones redundantes y aumentar los costes de mantenimiento, con la consiguiente pérdida de eficiencia.

Por último, la Resolución de 1 de abril —que publica el acuerdo del Consejo de Ministros de 25 de febrero— faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para que desarrolle la normativa que permita la creación de mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre energía. Dicho Ministerio desarrollará, en el plazo de tres meses, el Real Decreto 1814/1991, de

1. A efectos de esta norma, se considerarán operaciones financieras, entre otras, las siguientes: a) los acuerdos de garantía financiera regulados en esta sección; b) los préstamos de valores; c) las operaciones financieras realizadas sobre determinados instrumentos financieros; d) las cesiones, temporales o no, en garantía u otras operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo, y e) las operaciones dobles o con pacto de recompra, cualesquiera que sean los activos sobre los que recaen, y, en general, las cesiones temporales de activos.

20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, con el objeto de regular los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre energía.

Por otra parte, se abordan algunas reformas en materia de régimen de comercio de derechos de *emisión de gases de efecto invernadero*, en aplicación del Protocolo de Kioto, y, en concreto, de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003 (modificada por la Directiva 2004/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de octubre de 2004), por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad.

En el *ámbito de la Administración Pública*, se procede a la mejora de la contratación pública, adaptando el texto refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2000, de 16 de junio, para incluir determinados aspectos de la actividad de las fundaciones del sector público, así como de los convenios firmados con otras Administraciones.

Finalmente, la citada Resolución de 1 de abril establece una serie de mandatos a distintos ministerios para que —en el corto plazo— desarrollos un conjunto de medidas que complementan y dan continuidad a la estrategia de impulso a la productividad.

Modificación del sistema

TARGET: actualización del sistema de acceso a TARGET para los nuevos Estados miembros participantes

Como consecuencia de la adhesión a la Unión Europea de los diez nuevos Estados miembros el 1 de mayo de 2004, el Banco Central Europeo (BCE) ha decidido que los bancos centrales de esos Estados miembros tuvieran los mismos derechos y obligaciones con respecto a la conexión a TARGET que otros bancos centrales interconectados. Para ello es preciso modificar la Orientación BCE/2001/3, de 26 de abril, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET).

A tal efecto, el Consejo de Gobierno del BCE ha publicado la *Orientación BCE/2005/1 del Banco Central Europeo, de 21 de enero de 2005* (DOUE de 3 de febrero), por la que se modifican algunos aspectos recogidos en la Orientación BCE/2001/3.

El contenido de la nueva Orientación se refiere, básicamente, a que se establezca la posibilidad de que los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) de los nuevos Estados miembros, que no han adoptado el euro (Estados miembros no participantes), puedan conectarse al sistema TARGET por el mecanismo habitual de interconexión o por una conexión bilateral, siempre que cumplan los requisitos mínimos comunes establecidos en la Orientación BCE/2001/3 y puedan procesar el euro como divisa, además de sus respectivas monedas nacionales.

En primer lugar, esta Orientación permitirá la participación directa en los sistemas de liquidación de los bancos centrales conectados a TARGET, de aquellos bancos centrales de la Unión Europea cuyos sistemas de liquidación no estén conectados a TARGET.

En segundo lugar, establece la posibilidad de que los bancos centrales de la Unión Europea se conecten a TARGET a través de una relación de corresponsalía con un banco central que, a su vez, esté conectado a TARGET mediante la red Interlinking. Los primeros harán llegar los pagos procedentes de su comunidad bancaria al segundo, que, a su vez, los distribuirá hacia los participantes beneficiarios a través de los respectivos bancos centrales receptores. Los pagos dirigidos a los participantes en el SLBTR del banco central conectado a TARGET mediante dicha relación de corresponsalía desde el resto de participantes en TARGET seguirán el proceso inverso.

En tercer lugar, se establece que los bancos centrales nacionales de los Estados miembros no participantes cuyos SLBTR estén conectados a TARGET podrán elaborar y llevar listas de los activos para que las utilicen las entidades participantes en sus respectivos SLBTR nacionales. Estos activos incluidos en las listas deberán cumplir los mismos criterios de calidad y se ajustarán a las mismas normas de valoración y control del riesgo que los activos de garantía admitidos en las operaciones de política monetaria.

En cuarto lugar, el procedimiento compensatorio de TARGET se aplicará a todos los SLBTR nacionales (ya estén conectados a TARGET por el mecanismo de interconexión o ya por una conexión bilateral) y al mecanismo de pagos del BCE, y podrán acogerse a él todos los participantes (incluidos los participantes en SLBTR nacionales de Estados miembros participantes que no sean entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosystema y los participantes en SLBTR nacionales de Estados miembros no participantes).

Finalmente, junto a los acuerdos relativos a los pagos transfronterizos efectuados o que hayan de efectuarse por el mecanismo de interconexión, se añaden una serie de disposiciones referentes a los pagos transfronterizos que hayan de efectuarse por una conexión bilateral.

Para nuestro país, el Banco de España, en uso de la habilitación normativa contenida en la Ley de Autonomía (Ley 13/1994, de 1 de junio), ha incorporado la *Orientación BCE/2005/1*, mediante la publicación de la *CBE 1/2005, de 25 de febrero* (BOE de 7 de marzo), sobre adaptación de la normativa del SLBE a la modificación de la Orientación sobre TARGET del Banco Central Europeo, para permitir la conexión a TARGET por medios alternativos a la red Interlinking.

A tal efecto, el Banco de España establecerá las «Aplicaciones técnicas» que sean precisas para el desarrollo de los aspectos técnicos de la citada Circular, y, en especial, de los relativos al procesamiento de los pagos transfronterizos a través de este nuevo mecanismo.

***Deuda del Estado:
condiciones de emisión
durante el año 2005
y enero de 2006***

La Ley 2/2004, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005², autorizó al ministro de Economía y Hacienda para que incremente la deuda del Estado en el año 2005, con la limitación de que el saldo vivo de la misma al término del año no supere el correspondiente saldo a 1 de enero de 2005 en más de 14.011 millones de euros.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se ha publicado la *Orden EHA/73/2005, de 25 de enero* (BOE de 27 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2005 y enero de 2006 y se delegan determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 28 de enero de 2005*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 29 de enero y de 3 de febrero), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro y bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2005 y el mes de enero de 2006.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores, si bien se incorpora la opción de poder efectuar las subastas en términos de precio o de tipo de interés y algunos cambios menores en las fechas de las mismas. Al igual que en el año 2004, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas.

2. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 116 -118.

Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores y, en particular, los siguientes procedimientos de emisión: mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas), y mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro y bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

LETAS DEL TESORO

Para el año 2005, se ha considerado conveniente reducir el número de plazos de emisión debido al actual entorno de moderación en el volumen total a emitir. En particular, en 2005 no se subastarán letras a tres meses, aunque de cara al futuro podría reabrirse de nuevo esta línea de emisión, alternándose, en su caso, con otros vencimientos, si la demanda de los inversores o la política de emisiones del Tesoro así lo aconsejasen. Por ello, las nuevas letras se emitirán a los plazos de seis, doce y dieciocho meses y se mantendrá la agrupación de emisiones, a fin de consolidar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y potenciar la competitividad con el resto de emisores institucionales del área del euro.

Las subastas tendrán lugar el tercer miércoles de cada mes y se pondrán en oferta, con esa periodicidad, las letras a doce y dieciocho meses, mientras que las letras a seis meses se emitirán en fechas alternas, coincidiendo con los meses pares. No obstante, los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación de vencimientos, de forma que la periodicidad de estos sea de dos meses, teniendo lugar en los meses pares y coincidiendo con fechas de emisión para facilitar la reinversión a los tenedores.

En cuanto a la forma de presentar las peticiones en las subastas, se ha considerado conveniente mantener que las subastas tengan lugar en términos de tipo de interés, tal como cotizan las letras en los mercados secundarios, facilitándose con ello la presentación de peticiones. Así, en las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente a los tipos de interés solicitado y medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

Las subastas mantienen su configuración actual, pudiendo formularse peticiones competitivas y no competitivas. El importe nominal mínimo de las ofertas competitivas continúa siendo de 1.000 euros, y se formularán, a partir de ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad. Respecto a las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo es de 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de 1.000 euros, siendo el importe nominal máximo por cada postor de 200.000 euros. No obstante, este límite será de 100 millones de euros para ciertas entidades, como son: el Fondo de Garantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el director general del Tesoro y Política Financiera.

Finalmente, se contempla la posibilidad de que, al igual que en bonos y obligaciones del Estado, con posterioridad a las mismas tenga lugar una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de Creador de Mercado. Esta segunda vuelta se desarrollará según la normativa que regule dichas entidades.

**Bonos y obligaciones
del Estado**

En relación con el año anterior, a grandes rasgos, se mantienen las características de emisión de los bonos y obligaciones del Estado.

Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán los habituales de tres y cinco años para los bonos, y de diez, quince y treinta años para las obligaciones, aunque para compaginar la moderación en el volumen total a emitir y el incremento de la liquidez de las referencias en proceso de emisión, se ha considerado conveniente interrumpir, temporalmente, la emisión de obligaciones del Estado a quince años, no siendo descartable la reapertura de este instrumento, o su alternancia con otros vencimientos, en función de la demanda de los inversores.

Las subastas mantienen su configuración actual e irán seguidas, como en años anteriores, de una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de Creador de Mercado en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado. También se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de completar el volumen que requieren las emisiones en la actualidad para garantizar su liquidez en los mercados secundarios.

Al igual que en las letras del Tesoro, en las ofertas competitivas, el importe nominal mínimo será de 1.000 euros, y se formularán, a partir de ese importe, en múltiplos de 1.000 euros. Respecto a las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo será de 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de esa cantidad, siendo el importe nominal máximo por cada postor de 200.000 euros. No obstante, para las entidades citadas en el apartado anterior este límite será de 100 millones de euros.

**Directiva relativa
al régimen fiscal común
aplicable a las fusiones,
escisiones, aportaciones
de activos y canjes de
acciones**

Se ha publicado la *Directiva 2005/19/CE del Consejo, de 17 de febrero de 2005* (DOUE de 4 de marzo), por la que se modifica la Directiva 90/434/CEE del Consejo, de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros.

En primer lugar, se amplía el ámbito de aplicación de la Directiva 90/434/CEE, para englobar a las entidades que puedan desarrollar actividades transfronterizas en la Comunidad que cumplan todas las condiciones establecidas en la misma, y para contemplar en su articulado el traslado del domicilio social de una sociedad anónima europea (SE) y de una sociedad cooperativa europea (SCE) de un Estado miembro a otro, sin que ello dé lugar a la disolución de la sociedad ni a la creación de una nueva persona jurídica.

En segundo lugar, se contempla como novedad la *escisión parcial* de una sociedad, que es la operación por la cual una sociedad transfiere a una o varias sociedades ya existentes o nuevas, sin ser disuelta, una o varias ramas de actividad, manteniendo, al menos, una rama de actividad en la sociedad transmitente, mediante la atribución a sus socios, con arreglo a una norma proporcional, de títulos representativos del capital social de las sociedades beneficiarias de la aportación y, en su caso, de una compensación en dinero que no exceda del 10% del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos títulos deducido de su contabilidad.

En tercer lugar, se amplia la actual definición de *canje de acciones*, para que abarque otras adquisiciones subsiguientes, además de la que garantiza una mayoría simple de los derechos de voto.

En relación con las plusvalías, la Directiva 90/434/CEE establecía que, cuando la sociedad beneficiaria poseyera una participación en el capital de la sociedad transmitente, no podría aplicar-

se ningún gravamen sobre la plusvalía obtenida por la sociedad beneficiaria con motivo de la anulación de su participación, aunque los Estados miembros podían introducir excepciones cuando la participación de la sociedad beneficiaria en el capital de la sociedad transmitente no excediera del 25%. Ahora, la Directiva 2005/19/CE baja dicho porcentaje al 20%, y establece que, a partir del 1 de enero de 2007, el porcentaje será del 15% y, a partir del 1 de enero de 2009, del 10%.

En cuanto a las normas aplicables al traslado de domicilio social de una SE o una SCE, cabe reseñar que, en relación con una SE o una SCE que sea residente en el primer Estado miembro y pase a serlo en otro Estado miembro, el traslado del domicilio social o el término de la residencia no dará lugar a la aplicación de impuesto alguno sobre las plusvalías en el Estado miembro del que haya sido trasladado el domicilio social. Asimismo, el Estado miembro de acogida deberá adoptar las medidas necesarias para garantizar que las provisiones o reservas debidamente constituidas por la SE o la SCE antes del traslado del domicilio social estén total o parcialmente exentas de imposición y no deriven de un establecimiento permanente en el extranjero.

Nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros

Se ha publicado la *Directiva 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo de 2005* (DOUE de 24 de marzo), por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE del Consejo y las Directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, con el fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros.

A continuación se hace un sucinto comentario de las modificaciones de las directivas relativas al sector bancario y al mercado de valores.

MODIFICACIONES DE LAS DIRECTIVAS 93/6/CEE, 94/19/CE Y 2000/12/CE, RELATIVAS AL SECTOR BANCARIO

En las Directivas 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993³, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994⁴, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, y 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se sustituye la denominación «Comité Consultivo Bancario» por «Comité Bancario Europeo», creado por la Decisión 2004/10/CE de la Comisión. Asimismo, desaparecen las competencias del antiguo Comité Consultivo Bancario en materia de control de la solvencia y la liquidez de las entidades de crédito, ya que actualmente se consideran innecesarias, dada la armonización de las normas sobre adecuación del capital y la evolución de las técnicas empleadas por las entidades de crédito a la hora de medir y gestionar su riesgo de liquidez.

Por otra parte, desaparece la supervisión periódica por parte de la Comisión de determinadas decisiones individuales de supervisión y, por lo tanto, la presentación sistemática de informes al Comité Consultivo Bancario, debido a los avances realizados en materia de cooperación e intercambio de información entre las autoridades supervisoras.

Finalmente, la creación del Comité Bancario Europeo no excluye otras formas de cooperación entre las distintas autoridades que participan en la reglamentación y supervisión de las entidades de crédito y, en particular, dentro del Comité de Supervisores Bancarios Europeos creado por la Decisión de la Comisión 2004/5/CE.

3. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1993, Banco de España, pp. 108 y 109. 4. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 97 y 98.

Respecto a la Directiva del Consejo 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), se suprime las disposiciones que regulan la organización y las funciones del actual Comité de Contacto sobre los OICVM, con excepción de sus competencias de comitología para asistir a la Comisión, con respecto a las modificaciones técnicas que deban introducirse en la Directiva, y se transfieren al Comité Europeo de Valores creado por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión, entre otras, las funciones de asesoramiento a la Comisión en el ejercicio de sus competencias, que desempeña el Comité de Contacto sobre los OICVM.

Respecto a la Directiva 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, se suprime las disposiciones que regulan las funciones del Comité de Contacto, que transfiere sus competencias al Comité Europeo de Valores.

Por último, los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva antes del 13 de mayo de 2005.

***Medidas de prevención
del blanqueo de capitales:
modificación
del Reglamento***

La Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio (en adelante, el Reglamento), traspuso a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 91/308/CEE, de 10 de junio. Esta Ley tenía como objetivo prevenir y dificultar la utilización de las entidades de crédito y de las instituciones financieras para el blanqueo de fondos provenientes del tráfico de drogas, del terrorismo y de la delincuencia organizada.

Posteriormente, la Ley 19/2003, de 4 de julio, de régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, introdujo una serie de modificaciones en la Ley 19/1993, con el propósito de adaptar a nuestro régimen jurídico de prevención del blanqueo de capitales las disposiciones de la Directiva 2001/97/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de diciembre de 2001. En esta línea de adaptación, ciertas previsiones de la Ley requieren, para su total efectividad, la adecuada modificación del citado Reglamento.

Con objeto de cumplir esta exigencia legal, se ha promulgado el *Real Decreto 054/2005, de 21 de enero* (BOE de 22 de enero) (en adelante, el RD), por el que se modifica el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, y otras normas de regulación del sistema bancario, financiero y asegurador.

A continuación se comentan sucintamente las novedades más relevantes.

SUJETOS OBLIGADOS

En primer lugar, este RD, al igual que en la Ley, amplía la casuística de los sujetos que puedan ejercer actividades profesionales o empresariales particularmente susceptibles de ser utilizadas para el blanqueo de capitales. En concreto, además de los ya establecidos en la Ley 19/1993, alcanza a las personas físicas o jurídicas que actúen en el ejercicio de su profesión como auditores, contables externos o asesores fiscales y a los notarios, abogados y procuradores cuando participen en la concepción, realización o asesoramiento de transacciones por cuenta de clientes relativas a la compraventa de bienes inmuebles o entidades comerciales; la gestión de fondos, valores u otros activos; la apertura o gestión de cuentas bancarias, cuentas de ahorros o cuentas de valores; la organización de las aportaciones

necesarias para la creación, el funcionamiento o la gestión de empresas o la creación, el funcionamiento o la gestión de fiducias (*trust*), sociedades o estructuras análogas, o actúen en nombre y por cuenta de clientes, en cualquier transacción financiera o inmobiliaria. También alcanza a las actividades de transporte profesional de fondos o medios de pago; a las actividades de giro o transferencia internacional realizadas por los servicios postales; a la comercialización de loterías u otros juegos de azar respecto de las operaciones de pago de premios.

Cuando las personas físicas mencionadas en este apartado ejerzan su profesión en calidad de empleados de una persona jurídica o le presten servicios permanentes o esporádicos, las obligaciones impuestas recaerán sobre dicha persona jurídica respecto de los servicios prestados.

Por otro lado, el RD introduce la obligación de presentar declaración previa sobre el origen, destino y tenencia de los fondos para las personas físicas y jurídicas que, actuando por cuenta propia o de tercero, realicen los siguientes movimientos de medios de pago:

- a) Salida o entrada en territorio nacional de moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador denominados en moneda nacional o en cualquier otra moneda o cualquier medio físico, incluidos los electrónicos, concebido para ser utilizado como medio de pago, por importe superior a 6.000 euros por persona y viaje.
- b) Movimientos por territorio nacional de medios de pago consistentes en moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador, denominados en moneda nacional o en cualquier otra moneda o cualquier medio físico, incluidos los electrónicos, concebido para ser utilizado como medio de pago, por importe superior a 80.500 euros. La referencia a medios de pago electrónicos no comprende las tarjetas nominativas de crédito o débito.

A estos efectos, se entenderá por origen el título o negocio jurídico que determine la legítima tenencia de los fondos, y por destino, la finalidad económico-jurídica a que se hayan de aplicar los fondos.

IDENTIFICACIÓN DE LOS CLIENTES

Como norma general, los sujetos obligados exigirán la presentación de los documentos acreditativos de la identidad de sus clientes, habituales o no, en el momento de establecer relaciones de negocio o de efectuar cualesquier operaciones. Además de las obligaciones reseñadas en el Reglamento, el RD establece que los sujetos obligados adoptarán medidas dirigidas a comprobar razonablemente la veracidad de la actividad profesional o empresarial de sus clientes. Tales medidas consistirán en el establecimiento y aplicación de procedimientos de verificación de las actividades declaradas por los clientes.

Asimismo, los sujetos obligados deberán aplicar medidas adicionales de identificación y conocimiento del cliente para controlar el riesgo de blanqueo de capitales en las áreas de negocio y actividades más sensibles, en particular, banca privada, banca de corresponsales, banca a distancia, cambio de moneda, transferencia de fondos con el exterior o cualesquier otras que determine la Comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias.

En el caso de transferencias de fondos dentro del territorio nacional, la entidad de origen de la transferencia tendrá los datos de identificación del ordenante y, en su caso, de la persona por cuya cuenta aquella actúe, a disposición de la entidad de destino, a la que le serán facilitados de modo inmediato si lo solicita.

EXCEPCIONES A LA OBLIGACIÓN DE IDENTIFICAR

Si se trata de transferencias internacionales, las entidades deberán incluir y, en su caso, mantener los datos de identificación del ordenante en la transferencia y en los mensajes relacionados con ella a través de la cadena de pago.

El RD establece que la obligación de identificación quedará exceptuada siempre y cuando el cliente sea una institución financiera domiciliada en el ámbito de la Unión Europea o en aquellos terceros Estados que, por establecer requisitos equivalentes a los de la legislación española, determine la Comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias. Y, además, quedará exceptuada en los siguientes casos:

- a) Cuando se trate de operaciones con clientes no habituales cuyo importe no supere los 3.000 euros o su contravalor en divisas. No obstante, cuando se aprecie que los clientes fraccionan la operación en varias para eludir el deber de identificación, se sumará el importe de todas ellas y se procederá a exigir su identificación. Igualmente, existirá el deber de identificación en aquellas operaciones que, tras su examen, presenten indicios o certeza de que están relacionadas con el blanqueo de capitales, incluso cuando su importe sea inferior al umbral antes mencionado.
- b) Cuando se trate de planes de pensiones o contratos de seguro de vida suscritos en virtud de una relación de trabajo o de la actividad profesional del asegurado, siempre que dichos contratos no contengan cláusula de rescate ni puedan servir de garantía para un préstamo.
- c) Cuando se trate de contratos de seguros de vida y complementarios realizados por empresas debidamente autorizadas, cuando el importe de la prima o de las primas periódicas que se deben pagar durante un año no exceda de 1.000 euros o, si se trata del pago de una prima única, cuando el importe sea inferior a 2.500 euros, y cuando se trate de planes de pensiones individuales siempre que la aportación o las aportaciones al año no superen los 1.000 euros.
- d) Cuando se haya establecido que el importe de las contraprestaciones de los seguros de vida, complementarios y planes de pensiones deba ser adeudado en una cuenta abierta a nombre del cliente en una entidad de crédito.

COMUNICACIÓN DE OPERACIONES AL SERVICIO EJECUTIVO

En el Reglamento se indicaba que los sujetos obligados debían colaborar con el Servicio Ejecutivo y, a tal fin, habían de comunicar inmediatamente cualquier hecho u operación en el que existiera indicio o certeza de que está relacionado con el blanqueo de capitales, así como cualquier circunstancia relacionada con dichos hechos u operaciones que se produjera con posterioridad.

A tal efecto, el RD añade la obligación de comunicar las operaciones que muestren una falta de correspondencia ostensible con la naturaleza, volumen de actividad o antecedentes operativos de los clientes, siempre que no se aprecie justificación económica, profesional o de negocio para la realización de las operaciones vinculadas a actividades relacionadas con el blanqueo de capitales.

También se establece, como novedad, que las comunicaciones podrán cursarse en forma electrónica. Con tal finalidad, el Servicio Ejecutivo podrá establecer procedimientos técnicos de comunicación que garanticen la celeridad en la transmisión de la información y su confidencialidad.

MEDIDAS DE CONTROL INTERNO

En el Reglamento se establecía que los sujetos obligados, cuyo número de empleados fuera superior a veinticinco, debían establecer procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación, a fin de conocer, prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales.

El RD añade, como novedad, que dichos procedimientos de control interno y de comunicación deben ser objeto de examen anual por un experto externo. Los resultados del examen serán consignados en un informe escrito de carácter reservado que describirá detalladamente las medidas de control interno existentes, valorará su eficacia operativa y propondrá, en su caso, eventuales rectificaciones o mejoras.

Asimismo, aquellos sujetos obligados que no tienen carácter financiero podrán optar por realizar el examen externo regulado en el párrafo anterior cada tres años, siempre que anualmente evalúen internamente por escrito la efectividad operativa de sus procedimientos y órganos de control interno y de comunicación. Ambos informes, externo e interno, estarán en todo caso a disposición del Servicio Ejecutivo durante los seis años siguientes a su realización.

PROCEDIMIENTO SANCIONADOR

El RD mantiene el régimen sancionador reseñado en el Reglamento, y añade que la omisión de la declaración, cuando esta sea preceptiva, o la falta de veracidad de los datos declarados, siempre que pueda estimarse como especialmente relevante, determinará la intervención por las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad del Estado o por el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la totalidad de todos los medios de pago hallados. El acta de intervención, de la que se dará traslado inmediato al Servicio Ejecutivo, para su investigación, y a la Secretaría de la Comisión, para la instrucción del correspondiente expediente, deberá reflejar claramente si los medios de pago fueron hallados en lugar o situación que mostrase una clara intención de ocultarlos. Los medios de pago intervenidos deberán remitirse, en todo caso, al Banco de España o ponerse a disposición en la misma moneda o divisa intervenida en las cuentas abiertas, en la citada entidad, a nombre de la Comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias.

MODIFICACIONES RELATIVAS AL RÉGIMEN JURÍDICO Y CREACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y ENTIDADES ASEGURADORAS

En las disposiciones adicionales del RD se modifican la mayor parte de los regímenes relativos a la creación de las entidades financieras, incluyendo el sector asegurador. En particular, se modifican, entre otros, el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, y el Decreto 1838/1975, de 3 de julio, sobre creación de cajas de ahorro y distribución de los beneficios líquidos de estas entidades, el Reglamento de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de cooperativas de crédito, aprobado por el Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, y el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, de régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito.

En todos ellos, se establece que corresponderá al ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias, en los aspectos de su competencia, autorizar la creación de la entidad de crédito correspondiente. Dentro de los requisitos exigidos para ejercer su actividad, se añade uno nuevo, que consiste en contar con procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales en las condiciones recogidas en este Reglamento. Finalmente, en el programa de actividades deberá constar el género de operaciones que se pretenden realizar, la organización administrativa y contable, los procedimientos de control interno, así como los procedimientos y órganos de control interno y de comunicación que se establezcan para prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales.

Procedimiento de aplicación de las directivas de la Comunidad Europea sobre intercambio de información tributaria

La Directiva 77/799/CEE del Consejo, de 19 de diciembre de 1977, relativa a la asistencia mutua entre las autoridades competentes de los Estados miembros en el ámbito de los impuestos directos, de determinados impuestos sobre consumos específicos y de los impuestos sobre primas de seguros, proporcionó a los Estados miembros el marco jurídico necesario para el intercambio de información tributaria en el ámbito de los impuestos directos e indirectos. Dicha Directiva fue incorporada al ordenamiento interno por el Real Decreto 1326/1987, de 11 de septiembre, por el que se establece el procedimiento de aplicación de las directivas de la Comunidad Europea sobre intercambio de información tributaria.

Posteriormente, el citado Real Decreto fue objeto de nuevas modificaciones, para dar cumplimiento a lo dispuesto en la Directiva 92/12/CEE del Consejo, de 25 de febrero de 1992, que dio cabida a los impuestos especiales de fabricación en su ámbito de aplicación, y la Directiva 2003/93/CE del Consejo, de 7 de octubre de 2003, que excluyó el impuesto sobre el valor añadido de su ámbito de aplicación, en el que incluyó el impuesto sobre primas de seguros.

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 161/2005, de 11 de febrero* (BOE del 12 de febrero), que modifica el Real Decreto 1326/1987, anteriormente citado. Los cambios introducidos más relevantes son los siguientes:

- En primer lugar, se actualiza la denominación actual de los impuestos incluidos e incorpora expresamente el impuesto sobre la renta de no residentes, que, no obstante, ya se encontraba incluido en el ámbito de aplicación del Real Decreto 1326/1987.
- En segundo lugar, se incorpora el principio de actuación por cuenta propia, según el cual la Administración Tributaria no debe dar un tratamiento distinto, por razones de derecho o de práctica administrativa, a las peticiones de información de otros Estados miembros que a las propias actuaciones de captación de información que realice por propósitos meramente internos. Este principio supone no solo que cada autoridad competente aplique la debida diligencia en la recopilación de la información, sino que en cada Estado miembro el conjunto de disposiciones que regulen las actuaciones de captación de información de las Administraciones Tributarias sea único, sin distinguir si la captación se realiza a efectos internos o a solicitud de la autoridad competente de otro Estado.
- En tercer lugar, se revisan los apartados referentes a la confidencialidad, y a las limitaciones del uso de la información obtenida por la Administración Tributaria.
- Finalmente, se añaden dos preceptos nuevos: por un lado, se incorpora la asistencia mutua en materia de notificaciones de actos de aplicación de los tributos, así como la imposición de sanciones en otros Estados miembros. Por otro, se establece la posibilidad de realizar controles simultáneos entre dos Estados miembros para intercambiar la información obtenida, siempre que se estime que estos resultarán más eficaces que los realizados por un único Estado miembro.

11.4.2005.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES		Estos indicadores están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (http://www.bde.es). La fecha de actualización de la información que tiene como fuente el Banco de España se publica en un calendario en la Red (http://www.bde.es/infoest/htmls/calenda.pdf) que informa sobre la fecha concreta o aproximada en la que se difundirán los datos en los tres próximos meses. Este calendario se actualiza al final de cada semana y, en el caso de indicar fecha aproximada de publicación de los datos, una semana antes se especifica la fecha concreta en que estos se difundirán.
		1.1 PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
		1.2 PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle 8*
		1.3 PIB. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España 9*
		1.4 PIB. Deflactores implícitos. España 10*
ECONOMÍA INTERNACIONAL		2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
		2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12*
		2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13*
		2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14*
		2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 15*
		2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
		2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*
DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD		3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
		3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
		3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España 20*
		3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
		3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 22*
		3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro 23*
		3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*
MERCADO DE TRABAJO		4.1 Población activa. España 25*
		4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
		4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27*
		4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
		4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España 29*
		4.6 Convenios colectivos. España 30*
		4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31*
		4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

PRECIOS	5.1 Índice de precios de consumo. España. Base 2001 33*
	5.2 Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 1996 34*
	5.3 Índice de precios industriales. España y zona del euro 35*
	5.4 Índices del valor unitario del comercio exterior de España 36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1 Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España 37*
	6.2 Estado. Operaciones financieras. España ¹ 38*
	6.3 Estado. Pasivos en circulación. España ¹ 39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1 Balanza de Pagos de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ 40*
	7.2 Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera 41*
	7.3 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones 42*
	7.4 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones 43*
	7.5 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial 44*
	7.6 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ 45*
	7.7 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes de la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ 46*
	7.8 Activos de reserva de España ¹ 47*
	7.9 Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ 48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1 Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas 49*
	8.2 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España 50*
	8.3 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España 51*
	8.4 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España 52*
	8.5 Financiación a los sectores no financieros, residentes en España 53*
	8.6 Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España 54*
	8.7 Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España 55*
	8.8 Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España 56*
	8.9 Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades 57*
	8.10 Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España 58*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

	8.11	Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
	8.12	Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	9.1	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español 61*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo ¹ 62*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002) ¹ 63*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 15 y a la zona del euro 64*
	9.5	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados 65*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

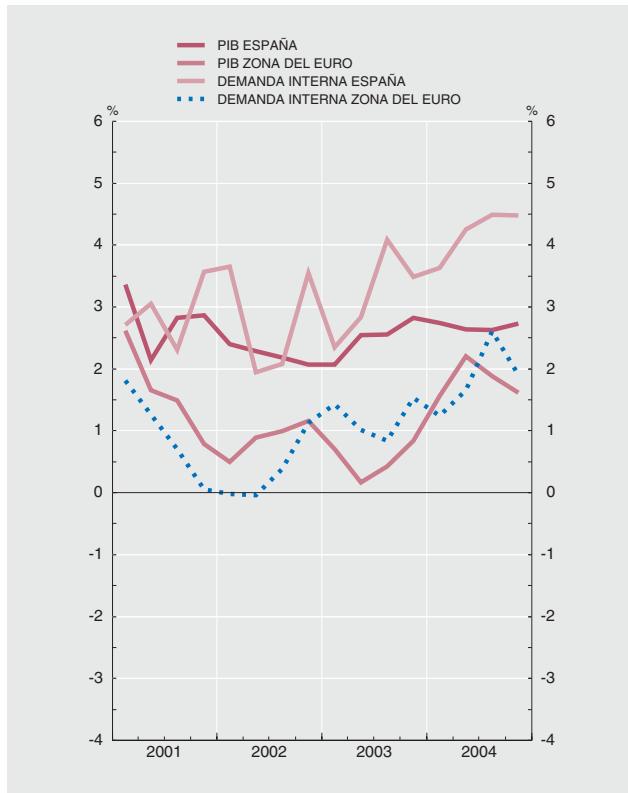
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda interna		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (e)		
	España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01	P	2,8	1,6	2,8	1,9	3,5	2,4	3,0	-0,2	2,9	1,0	3,6	3,6	3,9	1,9	654	6 850
02	P	2,2	0,9	2,9	0,7	4,1	3,1	1,7	-2,5	2,8	0,4	1,2	1,9	3,1	0,5	699	7 085
03	P	2,5	0,5	2,9	1,0	3,9	1,6	3,2	-0,6	3,2	1,2	2,6	0,2	4,8	2,0	745	7 272
02 /	P	2,4	0,5	1,8	0,3	4,0	2,8	1,1	-2,8	3,7	-0,0	-4,0	-1,7	0,2	-3,2	170	1 750
//	P	2,3	0,9	2,8	0,4	4,3	3,4	-0,5	-3,6	1,9	-0,0	1,4	2,0	0,4	-0,5	173	1 764
/I	P	2,2	1,0	3,1	0,7	4,2	3,1	1,9	-2,8	2,1	0,4	3,0	3,3	2,7	1,8	176	1 781
/IV	P	2,1	1,2	3,7	1,2	3,9	2,9	4,1	-0,9	3,6	1,1	4,7	3,9	9,3	4,1	179	1 790
03 /	P	2,1	0,7	2,9	1,5	4,0	1,8	3,4	-1,8	2,4	1,4	1,9	1,6	2,8	3,7	182	1 800
//	P	2,5	0,2	2,7	1,1	3,5	1,5	3,6	-0,5	2,8	1,0	3,9	-1,2	4,7	1,0	184	1 805
/I	P	2,6	0,4	3,0	0,9	3,8	1,7	3,1	-0,2	4,1	0,8	3,1	0,3	7,9	1,4	187	1 826
/IV	P	2,8	0,8	2,9	0,6	4,2	1,4	2,6	0,2	3,5	1,5	1,6	0,2	3,7	2,0	191	1 841
04 /	P	2,7	1,6	3,4	1,2	4,6	1,9	2,7	1,2	3,6	1,2	5,5	3,6	8,0	2,8	195	1 863
//	P	2,6	2,2	3,6	1,2	4,7	1,8	4,0	1,9	4,3	1,7	3,3	7,2	8,2	6,0	198	1 884
/I	P	2,6	1,9	3,5	0,9	4,8	1,5	5,8	2,1	4,5	2,6	4,1	5,6	9,5	7,8	201	1 893
/IV	P	2,7	1,6	3,5	1,3	5,4	1,2	6,0	1,6	4,5	1,9	5,2	6,0	10,2	7,1	205	1 903

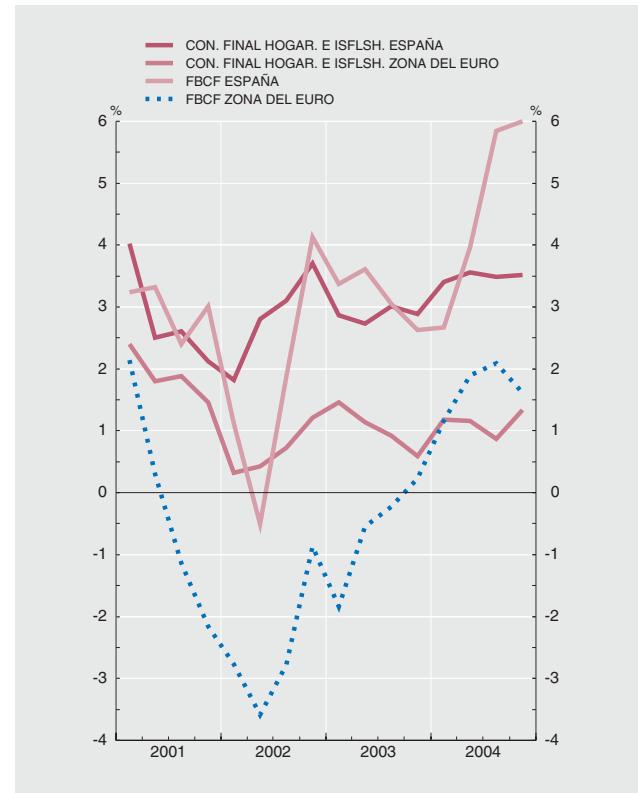
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95.

b. Zona del euro, consumo privado.

c. Zona del euro, consumo público.

d. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

e. Miles de millones de euros.

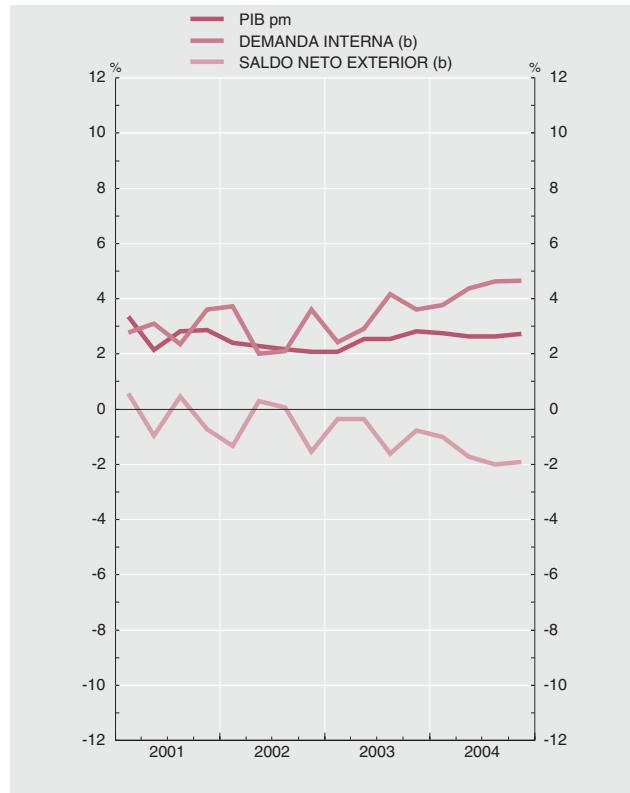
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

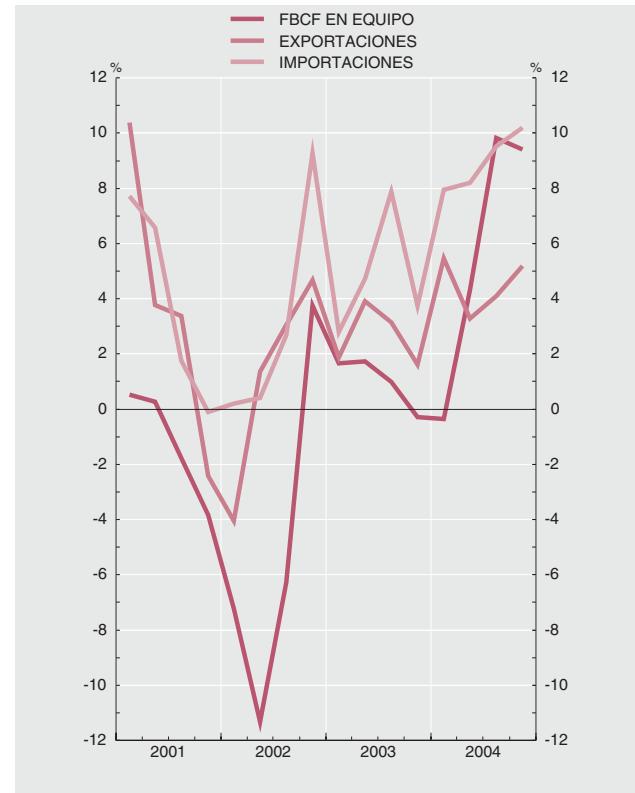
Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo					Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria			
	Total	Equipo	Construcción	Otros productos	Variación de existencias (b)	Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Saldo de intercambios exteriores de bienes y servicios (b)	Demandada interna (b)	PIB	
						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	16
01	P	3,0	-1,2	5,3	3,7	-0,1	3,6	2,4	3,3	11,1	3,9	3,3	9,2	6,9	-0,2	3,0	2,8
02	P	1,7	-5,4	5,2	3,0	0,0	1,2	3,0	-7,3	3,5	3,1	3,4	4,9	0,9	-0,6	2,9	2,2
03	P	3,2	1,0	4,3	3,0	0,1	2,6	3,9	-0,3	-0,6	4,8	5,2	5,0	2,3	-0,8	3,3	2,5
02 I	P	1,1	-7,2	5,3	3,6	1,7	-4,0	-4,2	-8,1	2,4	0,2	0,1	1,4	0,3	-1,3	3,7	2,4
//	P	-0,5	-11,3	4,9	2,5	-0,3	1,4	3,3	-9,5	6,0	0,4	0,8	3,1	-2,5	0,3	2,0	2,3
///	P	1,9	-6,3	6,3	2,7	-0,9	3,0	5,2	-6,6	4,1	2,7	2,5	10,4	1,9	0,1	2,1	2,2
/V	P	4,1	3,7	4,6	3,3	-0,3	4,7	7,7	-5,2	1,8	9,3	10,3	5,0	3,9	-1,5	3,6	2,1
03 I	P	3,4	1,7	4,2	3,4	-0,8	1,9	2,9	-3,1	2,7	2,8	2,5	1,2	4,8	-0,4	2,4	2,1
//	P	3,6	1,7	4,6	3,3	-0,2	3,9	5,3	0,9	0,1	4,7	4,8	3,7	4,2	-0,4	2,9	2,5
///	P	3,1	1,0	4,1	2,9	0,9	3,1	4,7	0,5	-1,7	7,9	9,2	5,0	0,5	-1,6	4,2	2,6
/V	P	2,6	-0,3	4,2	2,4	0,4	1,6	2,7	0,7	-3,2	3,7	4,1	9,9	0,0	-0,8	3,6	2,8
04 I	P	2,7	-0,4	4,2	2,5	0,2	5,5	8,2	0,1	-2,0	8,0	8,6	23,0	0,7	-1,0	3,8	2,7
//	P	4,0	4,3	4,1	3,0	0,4	3,3	5,7	-3,2	-2,1	8,2	9,1	21,2	-0,3	-1,7	4,4	2,6
///	P	5,8	9,8	4,6	3,5	0,2	4,1	6,5	-2,0	-2,2	9,5	10,5	17,4	1,4	-2,0	4,6	2,6
/V	P	6,0	9,4	4,9	3,8	0,0	5,2	7,4	-2,0	1,7	10,2	11,1	25,7	0,5	-1,9	4,6	2,7

PIB. DEMANDA INTERNA Y SALDO NETO EXTERIOR
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

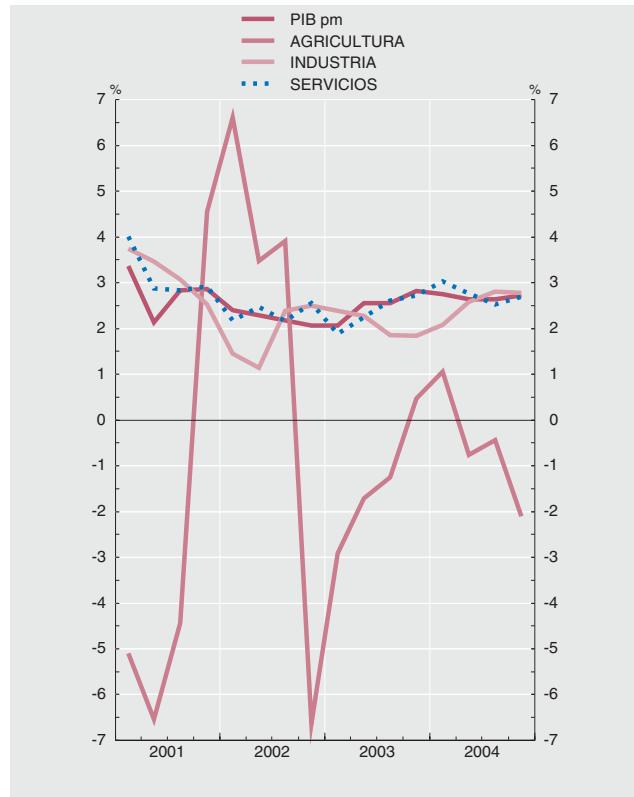
b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

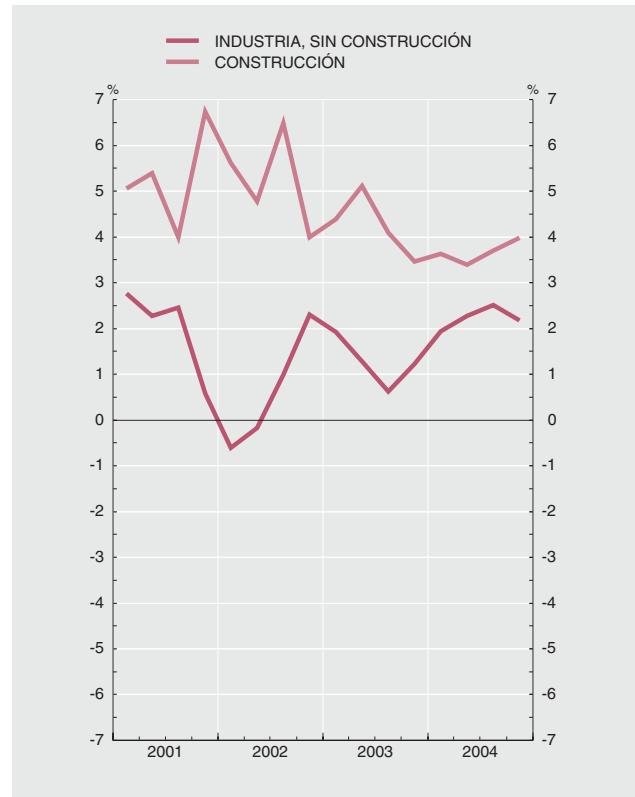
■ Serie representada gráficamente.

	1	P	2	Ramas agraria y pesquera	3	Ramas energéticas	4	Ramas industriales	5	Construcción	Ramas de los servicios			9	Tasas de variación interanual		
											Ramas de los servicios						
											6	7	8				
01	P	2,8	-2,9	4,6	2,0	5,3	3,2	3,2	2,9	2,3	2,3	1,0	0,8				
02	P	2,2	1,7	0,9	0,6	5,2	2,3	2,2	2,7	2,3	2,3	-0,3	4,6				
03	P	2,5	-1,4	1,3	1,3	4,3	2,4	2,1	3,3	5,3	5,3	5,9	8,7				
02 I	P	2,4	6,6	2,7	-0,6	5,6	2,2	1,8	3,4	5,0	-3,2	6,4					
//	P	2,3	3,5	-0,1	-0,2	4,8	2,5	2,3	3,0	7,0	-	0,0					
///	P	2,2	3,9	0,7	1,0	6,5	2,2	2,1	2,4	-0,0	0,8	2,6					
/V	P	2,1	-6,6	0,3	2,3	4,0	2,6	2,7	1,9	-2,3	1,2	9,6					
03 I	P	2,1	-2,9	0,3	1,9	4,4	1,9	1,5	3,1	3,2	3,3	7,0					
//	P	2,5	-1,7	0,9	1,3	5,1	2,2	2,1	2,8	7,3	4,0	8,0					
///	P	2,6	-1,2	2,9	0,6	4,1	2,6	2,4	3,3	4,9	9,1	8,6					
/V	P	2,8	0,5	1,2	1,2	3,5	2,7	2,4	3,9	6,0	7,3	11,1					
04 I	P	2,7	1,1	-0,7	1,9	3,6	3,0	3,0	3,2	0,6	17,9	9,0					
//	P	2,6	-0,8	2,3	2,3	3,4	2,8	2,7	3,0	0,0	14,4	9,3					
///	P	2,6	-0,4	2,3	2,5	3,7	2,5	2,3	3,3	4,7	4,4	2,9					
/V	P	2,7	-2,1	3,0	2,2	4,0	2,7	2,1	4,6	4,7	12,5	4,3					

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

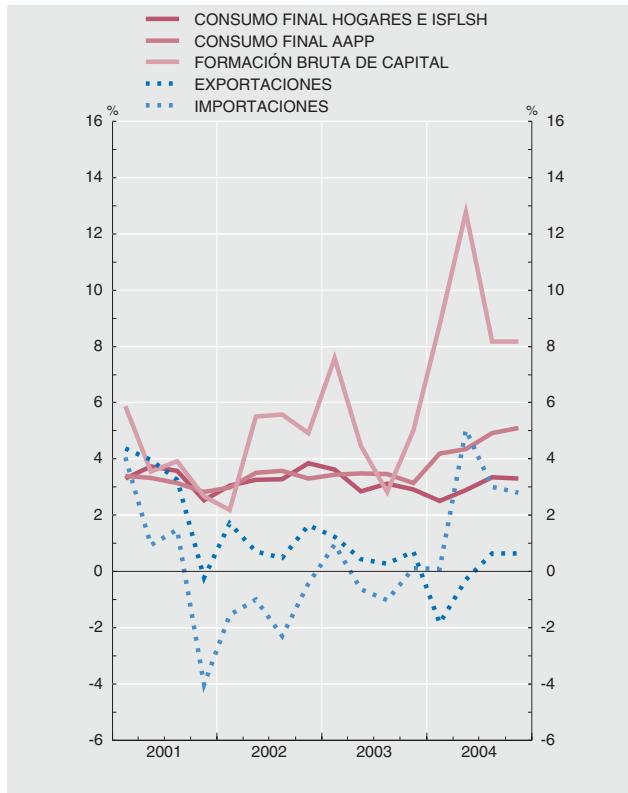
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

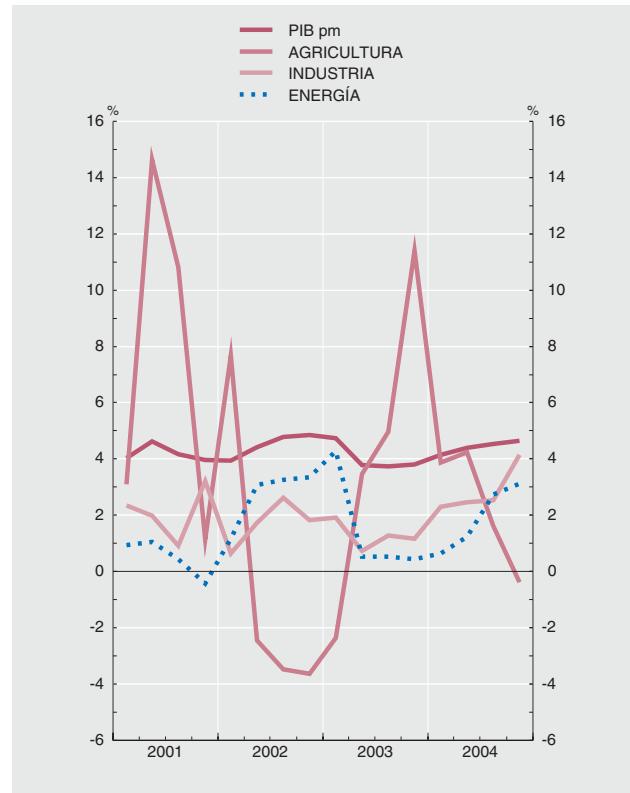
Tasas de variación interanual

	Componentes de la demanda									Ramas de actividad														
	Consumo final de los hogares y de las ISFLSH	Consumo final de las AAPP	Total	Formación bruta de capital			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera			Ramas energéticas			Construcción	Ramas de los servicios	De los que Servicios de mercado						
				Del cual						Formación bruta de capital fijo			Ramas agraria y pesquera											
				Bienes de equipo	Construcción	Otros productos				Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios	De los que Servicios de mercado									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15									
01	P	3,3	3,2	4,0	1,0	5,5	3,7	2,7	0,5	4,2	7,3	0,5	2,1	6,8	4,7	5,1								
02	P	3,4	3,3	4,5	1,6	5,3	4,7	1,1	-1,3	4,5	-0,6	2,7	1,7	7,1	5,0	5,4								
03	P	3,1	3,4	5,0	1,9	6,0	5,4	0,7	-0,2	4,0	4,2	1,4	1,3	6,7	4,1	4,2								
02 I	P	3,1	3,0	2,2	0,8	4,4	3,7	1,7	-1,6	4,0	7,7	1,2	0,6	6,5	4,3	4,5								
//	P	3,3	3,5	5,5	1,6	4,9	4,3	0,7	-1,0	4,4	-2,4	3,1	1,7	6,6	5,0	5,4								
///	P	3,3	3,6	5,6	2,0	5,1	5,3	0,5	-2,3	4,8	-3,5	3,3	2,6	8,1	5,2	5,6								
/V	P	3,9	3,3	4,9	2,0	6,6	5,4	1,6	-0,4	4,8	-3,6	3,3	1,8	7,2	5,4	5,9								
03 I	P	3,6	3,4	7,6	2,1	5,9	4,6	1,2	1,0	4,7	-2,4	4,3	1,9	6,7	5,2	5,7								
//	P	2,9	3,5	4,5	2,0	5,8	5,7	0,4	-0,6	3,8	3,5	0,5	0,7	6,4	3,8	3,8								
///	P	3,1	3,5	2,8	1,8	5,9	5,3	0,3	-1,0	3,7	5,0	0,5	1,3	6,1	3,7	3,8								
/V	P	2,9	3,1	5,0	1,8	6,5	6,1	0,7	0,1	3,8	11,4	0,4	1,2	7,5	3,5	3,5								
04 I	P	2,5	4,2	8,8	1,8	7,5	6,5	-1,8	0,1	4,1	3,9	0,6	2,3	8,2	3,7	3,7								
//	P	2,9	4,3	12,8	1,9	7,9	7,0	-0,3	5,0	4,4	4,2	1,2	2,5	8,4	3,7	3,8								
///	P	3,3	4,9	8,2	2,2	8,2	7,1	0,6	3,0	4,5	1,6	2,7	2,5	8,5	3,8	4,1								
/V	P	3,3	5,1	8,2	2,3	7,8	7,9	0,6	2,8	4,7	-0,4	3,1	4,1	8,9	3,8	4,3								

PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

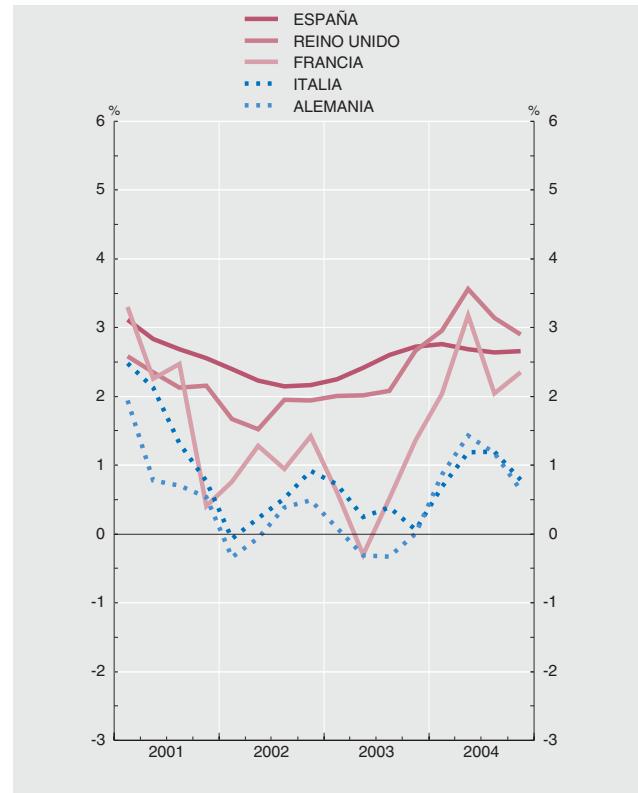
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
02	1,6	1,0	0,9	0,1	2,2	1,9	1,1	0,4	-0,3	1,8	
03	2,0	0,8	0,5	-0,1	2,5	3,0	0,5	0,4	1,4	2,2	
04	...	2,0	1,8	1,0	2,7	4,4	2,4	1,0	2,6	3,1	
01 /V	0,4	1,0	0,8	0,5	2,9	0,2	0,4	0,8	-2,0	2,2	
02 /	0,8	0,7	0,5	-0,3	2,4	1,2	0,8	-0,1	-2,7	1,7	
//	1,4	1,0	0,9	-0,1	2,3	1,5	1,3	0,2	-0,5	1,5	
/III	2,1	1,2	1,0	0,4	2,2	2,5	0,9	0,5	0,6	1,9	
/IV	2,2	1,3	1,2	0,5	2,1	2,3	1,4	0,9	1,4	1,9	
03 /	1,8	0,9	0,7	0,1	2,1	1,9	0,6	0,7	1,5	2,0	
//	1,6	0,5	0,2	-0,3	2,5	2,3	-0,3	0,2	1,0	2,0	
/III	2,0	0,7	0,4	-0,3	2,6	3,5	0,5	0,4	1,0	2,1	
/IV	2,8	1,1	0,8	0,0	2,8	4,4	1,4	0,1	2,1	2,7	
04 /	3,6	1,8	1,5	0,9	2,7	5,0	2,0	0,7	4,1	3,0	
//	3,8	2,4	2,2	1,4	2,6	4,8	3,2	1,2	3,1	3,6	
/III	3,3	2,1	1,8	1,2	2,6	4,0	2,0	1,2	2,3	3,1	
/IV	...	1,8	1,6	0,6	2,7	3,9	2,3	0,8	1,0	2,9	

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

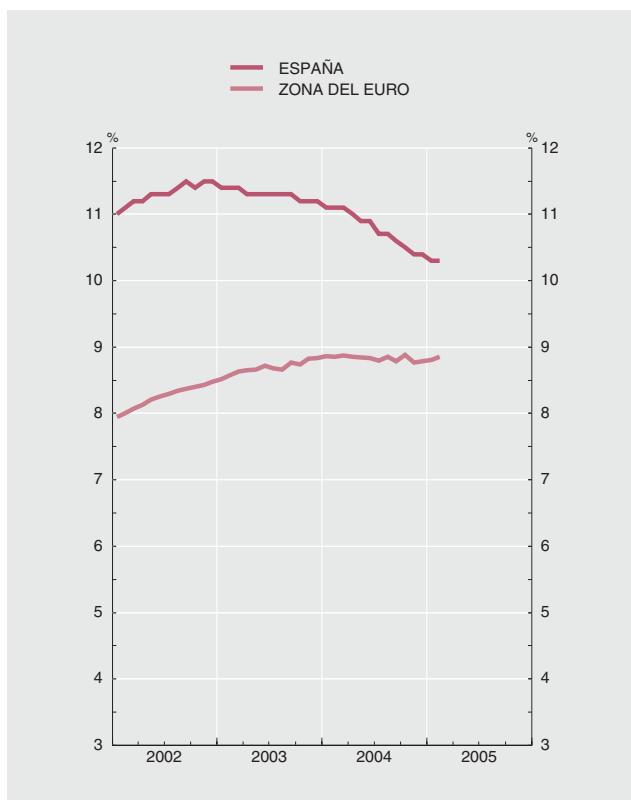
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

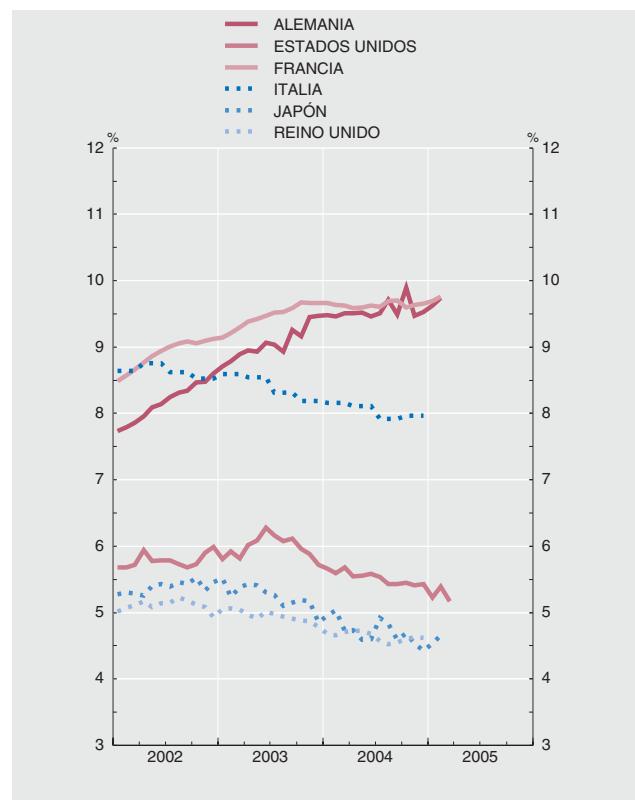
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
02	6,9	7,6	8,2	8,2	11,3	5,8	8,9	8,6	5,4	5,1	
03	7,1	7,9	8,7	9,1	11,3	6,0	9,5	8,4	5,3	5,0	
04	6,9	8,1	8,8	9,5	10,8	5,5	9,6	8,0	4,7	4,6	
03 Sep	7,1	8,0	8,8	9,3	11,3	6,1	9,6	8,3	5,2	4,9	
Oct	7,1	8,0	8,7	9,2	11,2	6,0	9,7	8,2	5,2	4,9	
Nov	7,1	8,0	8,8	9,5	11,2	5,9	9,7	8,2	5,2	4,9	
Dic	7,0	8,0	8,8	9,5	11,2	5,7	9,7	8,2	4,9	4,8	
04 Ene	7,0	8,1	8,9	9,5	11,1	5,7	9,7	8,2	5,0	4,7	
Feb	7,0	8,1	8,9	9,5	11,1	5,6	9,6	8,2	5,0	4,7	
Mar	6,9	8,1	8,9	9,5	11,1	5,7	9,6	8,2	4,7	4,7	
Abr	6,9	8,1	8,9	9,5	11,0	5,6	9,6	8,1	4,7	4,7	
May	6,9	8,1	8,8	9,5	10,9	5,6	9,6	8,1	4,6	4,7	
Jun	6,9	8,0	8,8	9,5	10,9	5,6	9,6	8,1	4,6	4,7	
Jul	6,9	8,0	8,8	9,5	10,7	5,5	9,6	7,9	4,9	4,6	
Ago	6,9	8,0	8,9	9,7	10,7	5,4	9,7	7,9	4,8	4,5	
Sep	6,8	8,0	8,8	9,5	10,6	5,4	9,7	7,9	4,6	4,6	
Oct	6,8	8,1	8,9	9,9	10,5	5,5	9,6	8,0	4,7	4,6	
Nov	6,7	8,0	8,8	9,5	10,4	5,4	9,6	8,0	4,5	4,6	
Dic	6,7	8,0	8,8	9,5	10,4	5,4	9,7	8,0	4,4	4,6	
05 Ene	6,7	8,0	8,8	9,6	10,3	5,2	9,7	...	4,5	...	
Feb	6,7	8,1	8,9	9,7	10,3	5,4	9,8	...	4,7	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



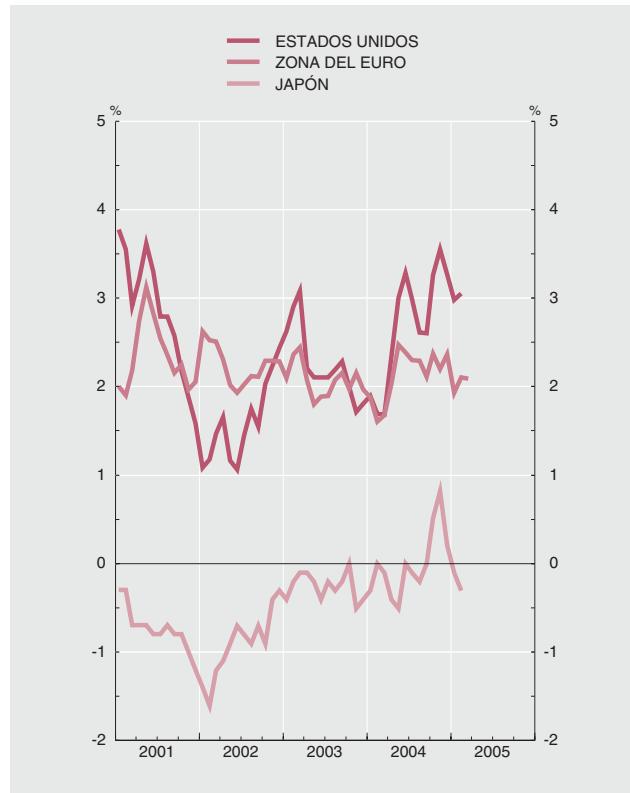
FUENTES: BCE y OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

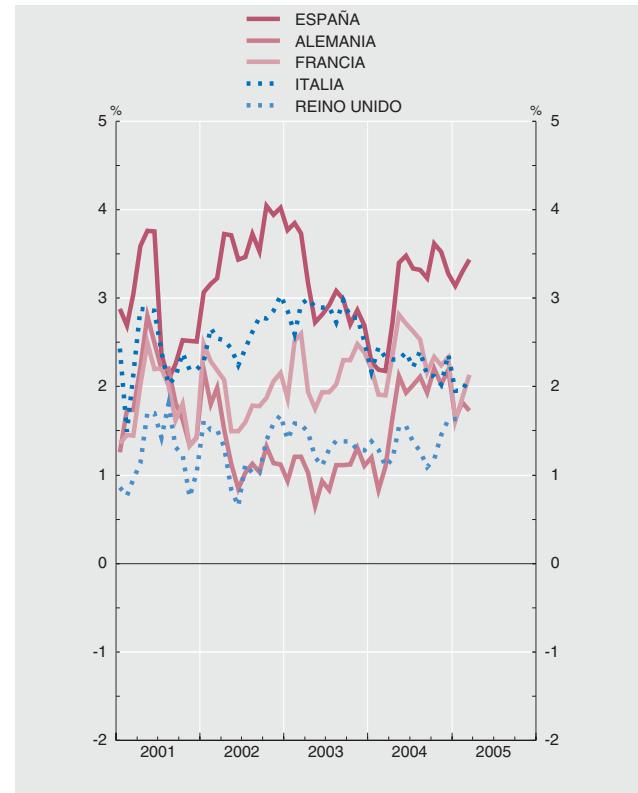
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
01	3,5	2,2	2,3	1,9	2,8	2,8	1,8	2,3	-0,7	1,2	
02	2,6	2,1	2,3	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3	
03	2,5	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,3	1,4	
04	2,5	2,0	2,1	1,8	3,0	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3	
03 Oct	2,2	1,9	2,0	1,1	2,7	2,0	2,3	2,8	-	1,4	
Nov	2,1	2,0	2,2	1,3	2,9	1,7	2,5	2,8	-0,5	1,3	
Dic	2,1	1,8	2,0	1,1	2,7	1,8	2,4	2,5	-0,4	1,3	
04 Ene	2,0	1,8	1,9	1,2	2,3	1,9	2,2	2,2	-0,3	1,4	
Feb	1,8	1,5	1,6	0,8	2,2	1,7	1,9	2,4	-	1,3	
Mar	1,9	1,5	1,7	1,1	2,2	1,7	1,9	2,3	-0,1	1,1	
Abr	2,1	1,8	2,0	1,7	2,7	2,3	2,4	2,3	-0,4	1,2	
May	2,7	2,3	2,5	2,1	3,4	3,0	2,8	2,3	-0,5	1,5	
Jun	2,8	2,2	2,4	1,9	3,5	3,3	2,7	2,4	-	1,6	
Jul	2,7	2,1	2,3	2,0	3,3	3,0	2,6	2,2	-0,1	1,4	
Ago	2,6	2,1	2,3	2,1	3,3	2,6	2,5	2,4	-0,2	1,3	
Sep	2,5	1,9	2,1	1,9	3,2	2,6	2,2	2,1	-	1,1	
Oct	2,8	2,1	2,4	2,2	3,6	3,3	2,3	2,1	0,5	1,2	
Nov	3,0	2,0	2,2	2,0	3,5	3,5	2,2	2,0	0,8	1,5	
Dic	2,8	2,2	2,4	2,2	3,3	3,3	2,3	2,4	0,2	1,6	
05 Ene	2,5	1,8	1,9	1,6	3,1	3,0	1,6	2,0	-0,1	1,6	
Feb	2,5	2,0	2,1	1,8	3,3	3,1	1,9	2,0	-0,3	1,6	
Mar	...	2,0	2,1	1,7	3,4	...	2,1	2,1	...	...

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

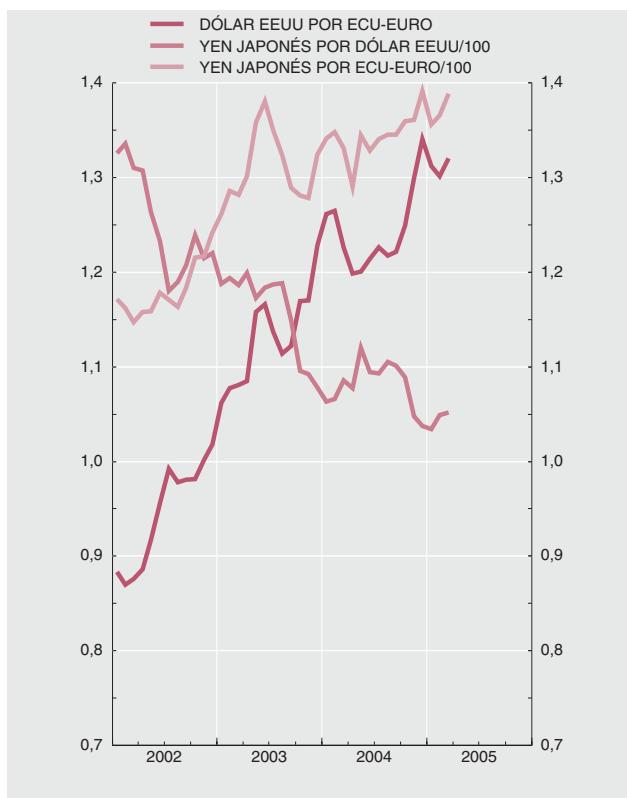
2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

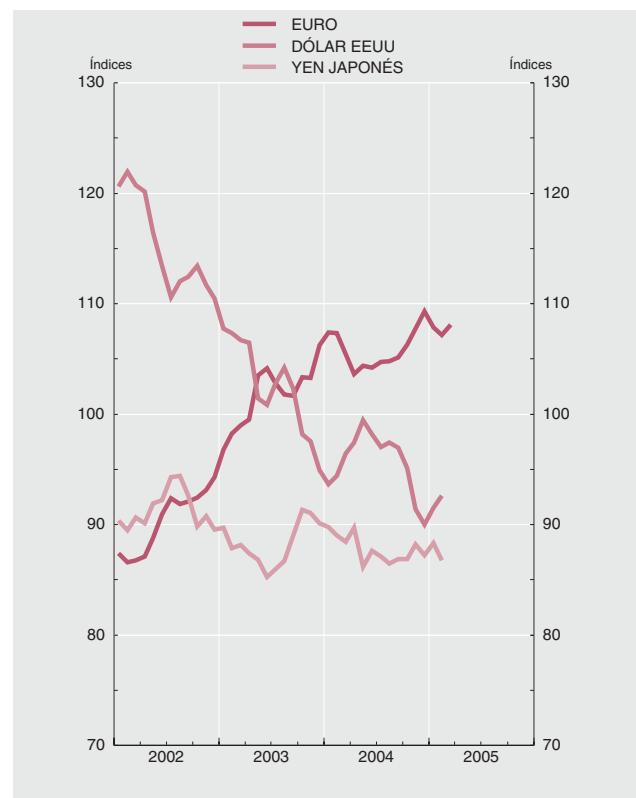
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados. Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/ecu	Yen japonés por euro/ecu	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
02	0,9454	118,08	125,18	89,2	110,5	101,1	90,3	115,3	91,4	91,9	113,3	90,9
03	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,3	102,2	102,8	88,0
04	1,2433	134,41	108,18	103,8	89,7	101,5	105,9	95,6	87,8	105,3	96,6	87,6
04 E-M	1,2504	133,99	107,18	104,7	89,5	102,2	106,7	94,8	89,1	106,4	95,7	89,1
05 E-M	1,3115	137,02	104,48	105,7	85,4	102,2	107,7	92,0	87,6	107,2	93,4	88,0
04 Ene	1,2613	134,13	106,34	105,4	88,7	102,5	107,4	93,6	89,7	107,0	95,0	89,5
Feb	1,2646	134,78	106,58	105,3	89,1	102,1	107,3	94,4	89,0	106,9	95,0	89,1
Mar	1,2262	133,13	108,56	103,4	90,8	101,8	105,4	96,5	88,4	105,2	97,0	88,6
Abr	1,1985	129,08	107,72	101,6	91,6	103,7	103,7	97,4	89,7	103,2	98,2	89,8
May	1,2007	134,48	112,02	102,4	93,3	99,9	104,4	99,5	86,2	103,9	100,4	85,9
Jun	1,2138	132,86	109,46	102,3	91,8	101,6	104,2	98,2	87,6	103,7	98,6	87,6
Jul	1,2266	134,08	109,32	102,8	90,7	101,0	104,7	97,0	87,1	104,4	97,5	87,1
Ago	1,2176	134,54	110,50	102,7	91,2	100,4	104,8	97,4	86,5	104,4	98,0	86,3
Sep	1,2218	134,51	110,09	103,0	90,7	100,7	105,1	96,9	86,9	104,6	97,7	86,4
Oct	1,2490	135,97	108,89	104,2	88,8	100,6	106,3	95,1	86,8	105,5	97,0	85,8
Nov	1,2991	136,09	104,77	105,6	85,3	102,3	107,7	91,4	88,2	106,6	93,4	87,6
Dic	1,3408	139,14	103,78	107,1	84,3	101,8	109,3	90,0	87,2	108,4	91,6	87,5
05 Ene	1,3119	135,63	103,38	105,8	85,2	103,3	107,9	91,5	88,3	107,2	93,4	88,0
Feb	1,3014	136,55	104,93	105,1	86,0	102,1	107,2	92,6	86,8	106,6	...	...
Mar	1,3201	138,83	105,18	106,0	85,2	101,1	108,1	...	...	107,6	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAISES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997, de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación. La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

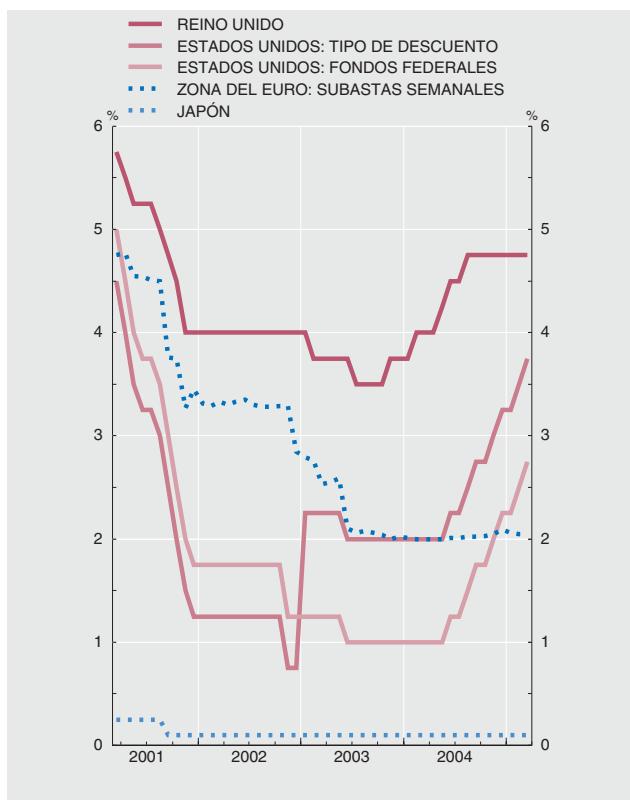
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

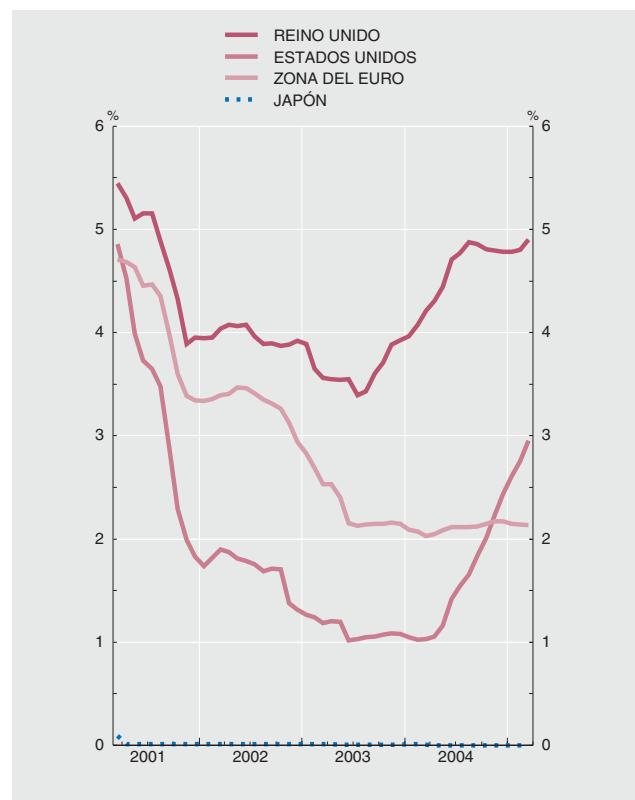
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
02	2,75	0,75	1,67	0,10	4,00	2,21	3,42	3,32	-	-	1,71	-	-	0,01	3,96
03	2,00	2,00	1,10	0,10	3,75	1,63	2,55	2,33	-	-	1,12	-	-	0,01	3,64
04	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
03 Oct	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,54	2,40	2,14	-	-	1,07	-	-	0,00	3,71
Nov	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,57	2,43	2,16	-	-	1,08	-	-	0,01	3,89
Dic	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,57	2,43	2,15	-	-	1,08	-	-	0,01	3,93
04 Ene	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,53	2,39	2,09	-	-	1,05	-	-	0,01	3,96
Feb	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,51	2,39	2,07	-	-	1,02	-	-	0,01	4,08
Mar	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,50	2,37	2,03	-	-	1,03	-	-	0,01	4,21
Abr	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,52	2,39	2,05	-	-	1,06	-	-	0,00	4,30
May	2,00	2,00	1,00	0,10	4,25	1,58	2,44	2,09	-	-	1,16	-	-	0,00	4,44
Jun	2,00	2,25	1,25	0,10	4,50	1,71	2,50	2,11	-	-	1,42	-	-	0,00	4,71
Jul	2,00	2,25	1,25	0,10	4,50	1,76	2,52	2,12	-	-	1,54	-	-	0,00	4,77
Ago	2,00	2,50	1,50	0,10	4,75	1,81	2,53	2,11	-	-	1,66	-	-	0,00	4,88
Sep	2,00	2,75	1,75	0,10	4,75	1,89	2,53	2,12	-	-	1,83	-	-	0,00	4,85
Oct	2,00	2,75	1,75	0,10	4,75	1,97	2,55	2,15	-	-	2,01	-	-	0,00	4,81
Nov	2,00	3,00	2,00	0,10	4,75	2,07	2,56	2,17	-	-	2,23	-	-	0,00	4,79
Dic	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,15	2,56	2,17	-	-	2,43	-	-	0,00	4,78
05 Ene	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,21	2,54	2,15	-	-	2,61	-	-	0,00	4,79
Feb	2,00	3,50	2,50	0,10	4,75	2,26	2,54	2,14	-	-	2,76	-	-	0,00	4,80
Mar	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,35	2,55	2,14	-	-	2,95	-	-	0,01	4,90

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

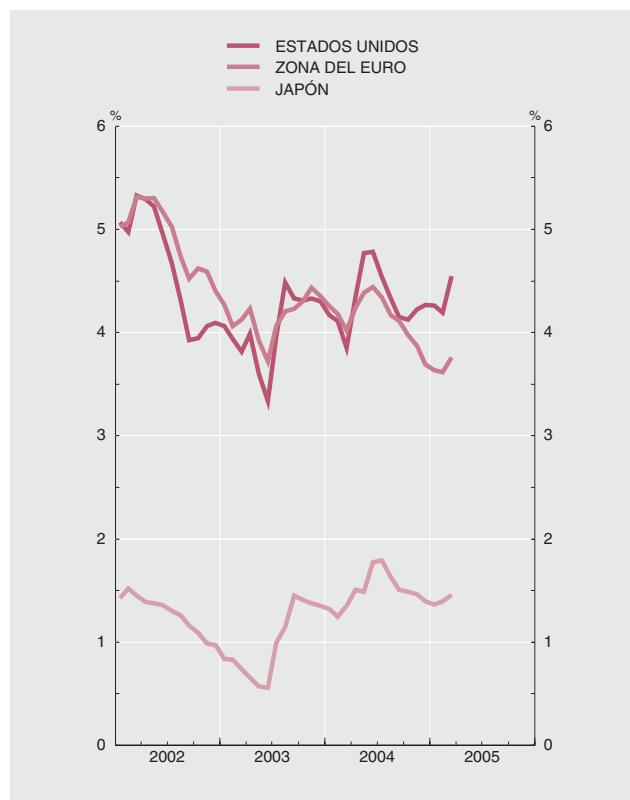
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

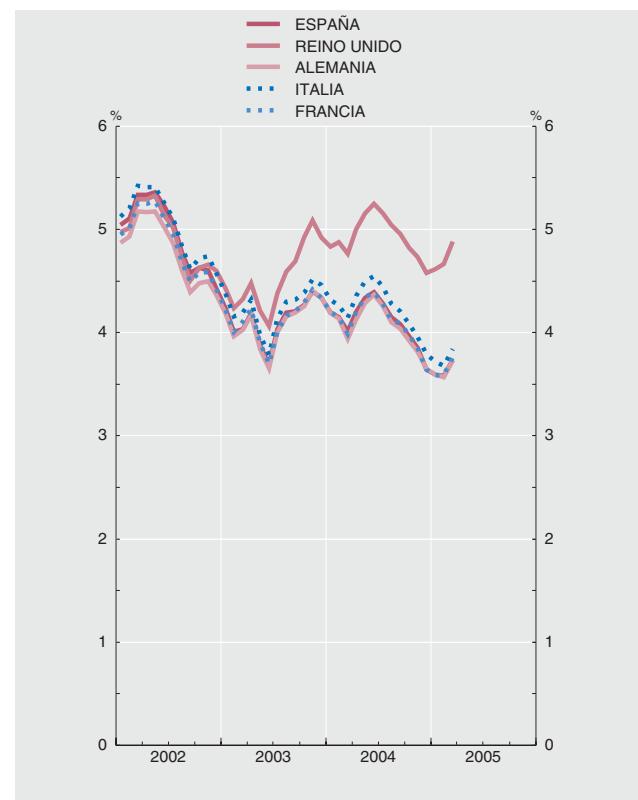
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
02	4,27	4,92	4,92	4,80	4,96	4,65	4,88	5,04	1,27	4,93	
03	3,68	4,22	4,16	4,10	4,12	4,04	4,13	4,24	0,99	4,53	
04	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93	
03 Oct	3,93	4,41	4,31	4,25	4,27	4,31	4,29	4,39	1,41	4,92	
Nov	4,00	4,55	4,44	4,40	4,40	4,33	4,41	4,52	1,38	5,09	
Dic	3,94	4,47	4,36	4,34	4,34	4,31	4,34	4,46	1,35	4,92	
04 Ene	3,82	4,33	4,26	4,19	4,19	4,17	4,20	4,32	1,32	4,83	
Feb	3,77	4,29	4,18	4,14	4,15	4,11	4,15	4,26	1,24	4,88	
Mar	3,61	4,14	4,02	3,94	4,01	3,86	3,99	4,15	1,35	4,77	
Abr	3,93	4,34	4,24	4,13	4,20	4,35	4,20	4,35	1,51	5,00	
May	4,16	4,50	4,39	4,29	4,33	4,77	4,34	4,50	1,49	5,16	
Jun	4,24	4,56	4,44	4,37	4,39	4,79	4,39	4,55	1,77	5,25	
Jul	4,10	4,46	4,34	4,26	4,28	4,54	4,28	4,44	1,79	5,15	
Ago	3,93	4,30	4,17	4,10	4,15	4,33	4,12	4,28	1,63	5,04	
Sep	3,80	4,24	4,11	4,04	4,08	4,15	4,09	4,20	1,50	4,96	
Oct	3,74	4,12	3,98	3,92	3,97	4,13	3,98	4,08	1,49	4,82	
Nov	3,73	4,01	3,87	3,82	3,85	4,22	3,86	3,96	1,46	4,74	
Dic	3,66	3,82	3,69	3,65	3,64	4,27	3,64	3,79	1,39	4,58	
05 Ene	3,63	3,77	3,63	3,59	3,59	4,26	3,58	3,72	1,36	4,62	
Feb	3,60	3,76	3,62	3,57	3,58	4,20	3,59	3,68	1,40	4,66	
Mar	3,83	3,93	3,76	3,73	3,73	4,55	3,76	3,84	1,46	4,88	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

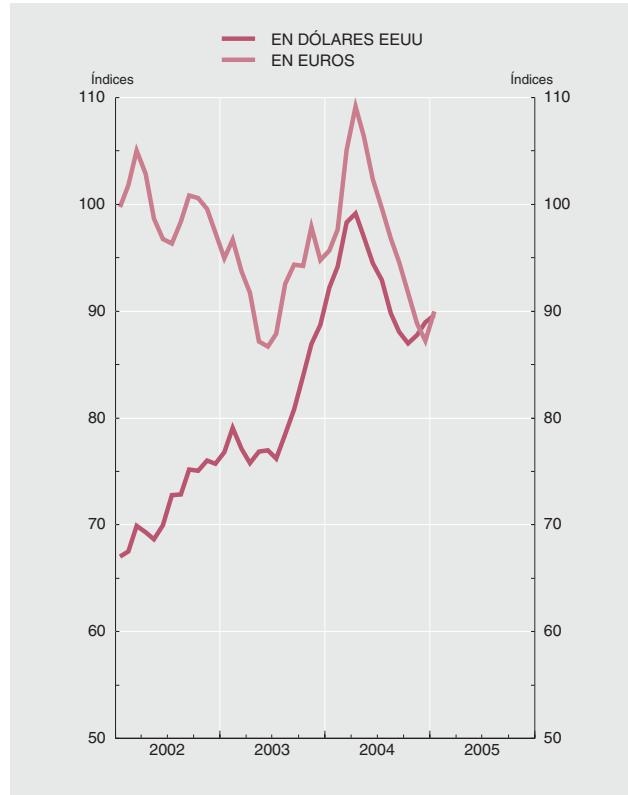
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS.
PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

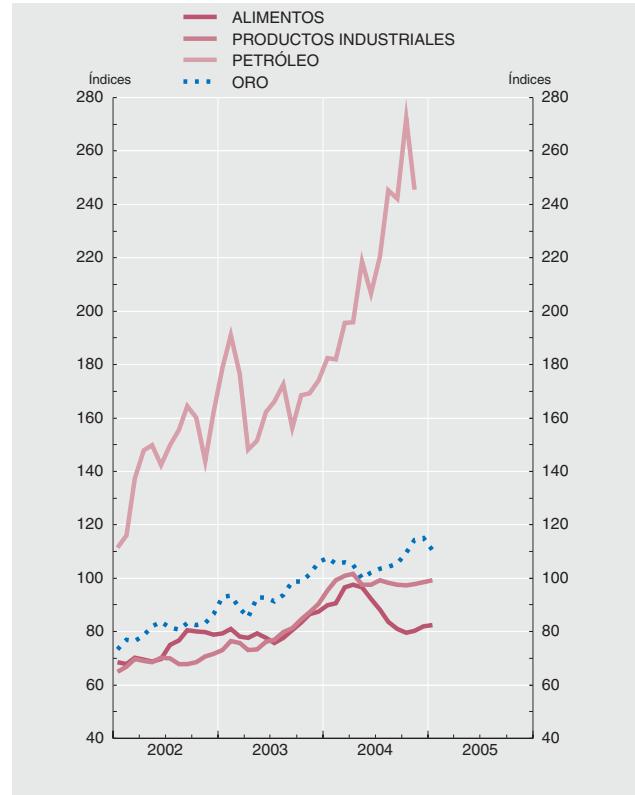
Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
		General	General	Alimentos	Productos industriales							
	1	2	3	4	5	Total	Agrícolas no alimenticios	Metáles	7	8	9	10	11
02	99,8	71,7	73,8	68,8	69,7	68,0	145,2	25,0	80,7	310,0	10,55	
03	92,7	79,8	80,3	79,1	81,9	76,6	167,8	28,9	94,6	363,6	10,33	
04	97,9	92,5	88,1	98,4	90,8	104,8	...	38,3	106,5	409,2	10,58	
04 E-E	95,7	92,2	89,8	95,4	93,2	97,3	182,5	31,3	107,7	413,8	10,54	
05 E-E	90,0	89,7	82,4	99,3	83,7	112,6	...	43,9	110,4	424,1	10,40	
03 Oct	94,3	83,9	83,3	84,7	88,4	81,6	168,6	29,6	98,6	378,9	10,41	
Nov	97,9	86,9	86,6	87,3	90,0	85,1	169,3	28,9	101,5	389,9	10,70	
Dic	94,8	88,7	87,4	90,5	89,3	91,4	174,1	29,9	106,0	407,1	10,66	
04 Ene	95,7	92,2	89,8	95,4	93,2	97,3	182,5	31,3	107,7	413,8	10,54	
Feb	97,7	94,2	90,5	99,3	95,0	102,9	182,0	30,8	105,4	404,9	10,28	
Mar	105,1	98,3	96,5	100,8	96,1	104,7	195,7	33,8	105,8	406,7	10,65	
Abr	109,2	99,2	97,5	101,5	96,8	105,6	195,9	33,4	105,0	403,3	10,82	
May	106,3	97,0	96,6	97,6	97,5	97,7	218,7	37,6	99,8	383,6	10,28	
Jun	102,4	94,5	92,3	97,5	93,4	101,0	206,6	35,3	102,1	392,4	10,38	
Jul	99,7	92,9	88,1	99,3	92,1	105,4	220,5	38,4	103,6	398,1	10,43	
Ago	96,8	89,8	83,6	98,2	91,7	103,8	245,2	42,5	104,2	400,5	10,57	
Sep	94,6	88,1	81,0	97,6	88,7	105,1	242,1	43,3	105,5	405,3	10,67	
Oct	91,7	87,0	79,5	97,2	81,8	110,2	272,4	49,8	109,4	420,5	10,82	
Nov	88,8	87,7	80,4	97,8	81,8	111,3	245,5	43,0	114,4	439,4	10,87	
Dic	87,2	89,0	81,9	98,5	81,5	113,0	...	39,7	115,0	441,9	10,60	
05 Ene	90,0	89,7	82,4	99,3	83,7	112,6	...	43,9	110,4	424,1	10,40	

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1994-1996.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

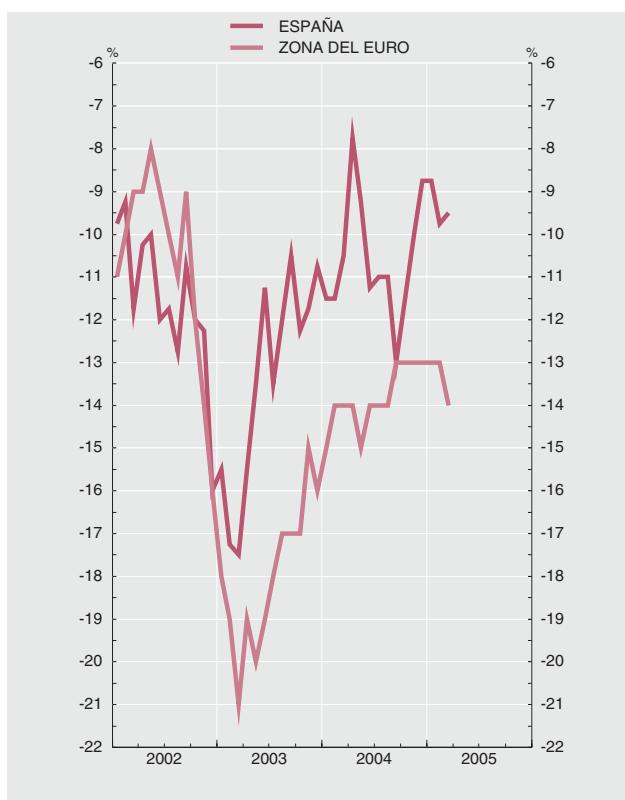
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

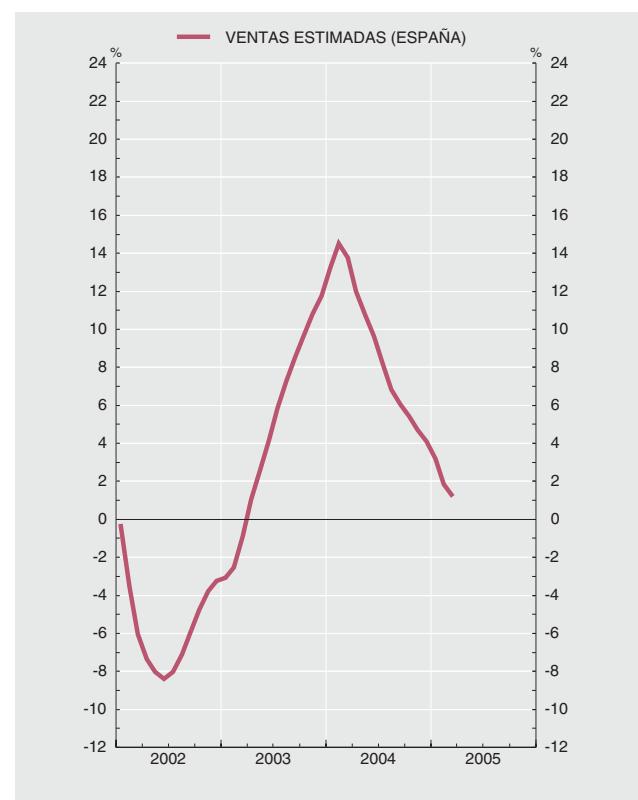
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles			Comercio al por menor: índice de ventas								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado				
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Nominal	Deflactado (a)	Del cual Grandes superficies (a)	Alimentación (b)	Resto (c)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
02		-12	-7	-1	-2	-11	-17	-6,0	-5,6	-6,6	-4,1	5,7	2,2	-0,7	1,7	2,8	0,1	
03		-13	-9	-2	-2	-18	-12	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,9	5,2	0,8	4,2	0,3	
04	P	-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	9,8	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	0,1	
04 E-M	P	-11	-5	-1	-1	-14	-9	21,7	20,9	20,8	0,8	6,6	5,2	6,3	1,5	7,7	0,3	
04 E-M	A	-9	-4	-1	-10	-13	-8	0,7	1,0	-0,0	0,3	...	...	...	...	...	...
04 Abr	P	-8	-	-	2	-14	-6	5,8	15,1	4,0	4,7	6,2	4,0	6,8	0,2	6,5	0,2	
May	P	-9	-2	-	-	-5	-15	-7	10,7	14,2	8,9	4,1	3,2	-	-1,9	-3,0	1,9	-1,6
Jun	P	-11	-5	-1	-5	-14	-10	16,2	18,9	14,9	0,6	7,3	3,9	9,2	1,5	5,4	1,1	
Jul	P	-11	-2	-1	-6	-14	-9	4,8	7,8	3,8	-1,8	6,4	3,1	7,3	0,7	4,8	0,6	
Ago	P	-11	-7	-1	-9	-14	-7	9,1	10,7	7,3	-9,4	2,6	-0,5	0,1	-4,0	2,3	0,0	
Sep	P	-13	-6	-2	-10	-13	-9	7,2	8,6	6,2	-0,6	3,8	0,9	2,3	-0,9	2,2	-0,4	
Oct	P	-12	-5	-1	-11	-13	-7	-1,3	-2,1	-1,7	3,9	2,6	-1,0	3,6	-0,5	-1,2	-0,6	
Nov	P	-10	-6	-1	-10	-13	-10	13,6	10,4	13,4	4,8	8,5	4,9	4,1	3,4	6,0	0,5	
Dic	P	-9	-2	2	-10	-13	-7	4,0	7,3	3,2	1,8	5,6	2,6	2,9	2,6	2,6	0,5	
05 Ene	P	-9	-2	-	-10	-13	-6	6,0	4,9	6,1	1,4	3,3	0,5	2,9	-1,6	1,8	-0,7	
Feb	A	-10	-4	-1	-12	-13	-8	0,2	-2,0	-0,7	-2,2	4,1	1,1	4,1	1,1	1,1	0,9	
Mar	A	-10	-5	-1	-7	-14	-10	-2,4	0,4	-3,4	1,7	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Suplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general. Desde enero de 2003, INE.

b. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero de 2003, INE.

c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

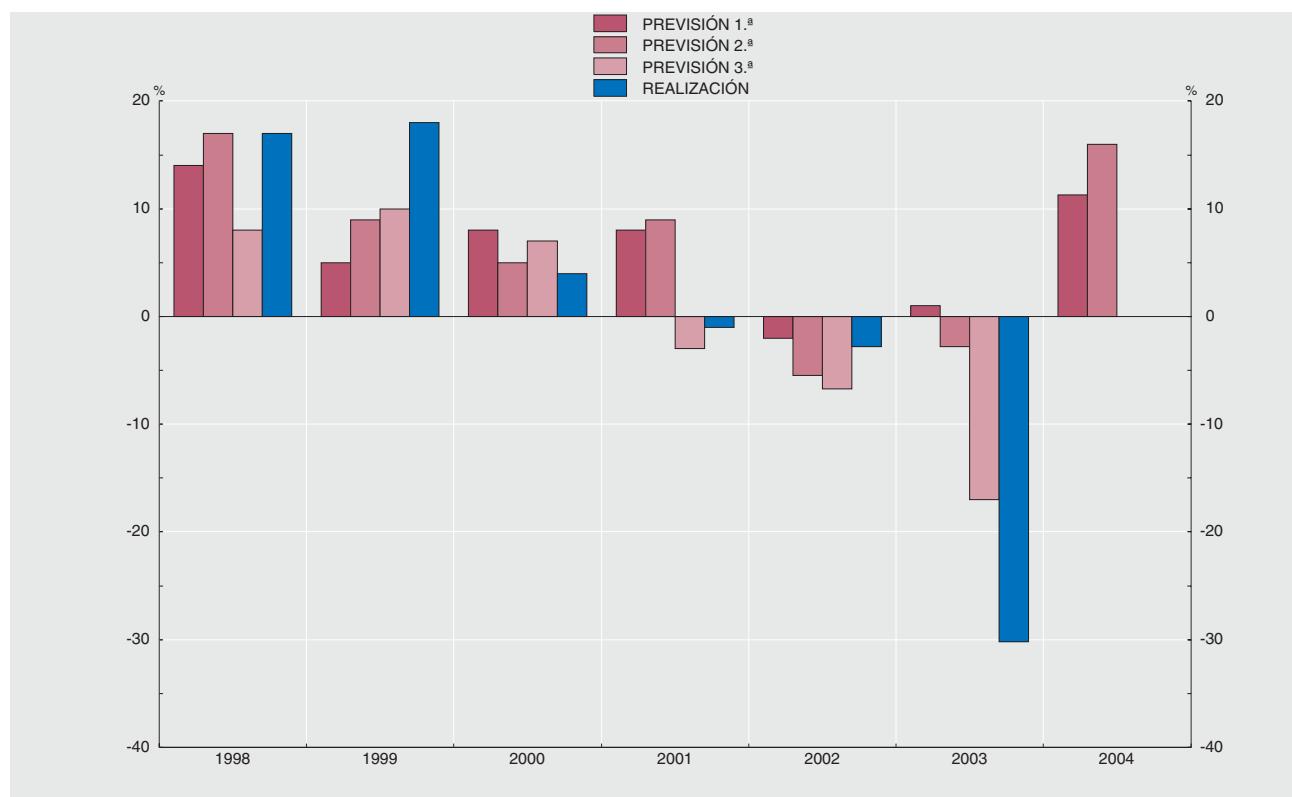
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a	
	1	2	3	4	
98	-	17	14	17	8
99	-	18	5	9	10
00	-	4	8	5	7
01	-1	-	8	9	-3
02	-3	-	-2	-6	-7
03	-30	-	1	-3	-17
04	...	-	11	16	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL
Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

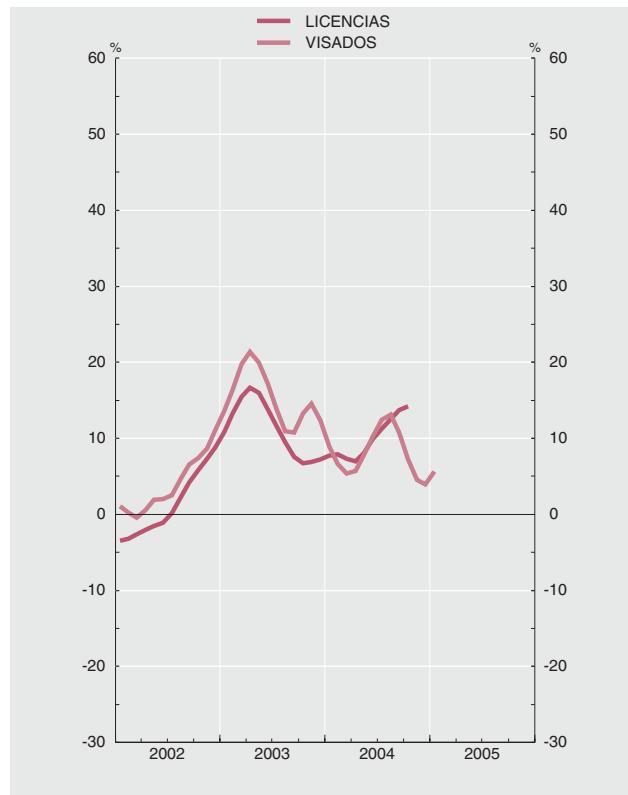
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

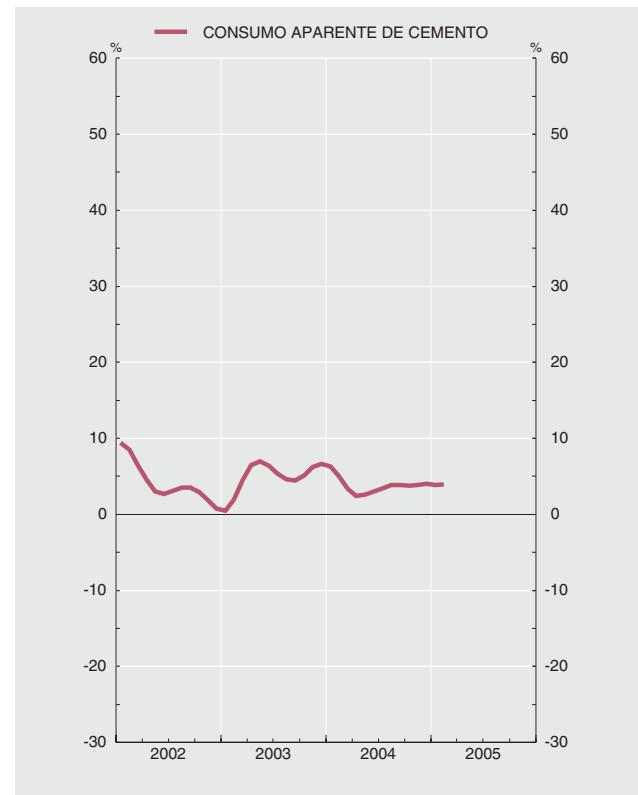
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento		
	Total	De la cual			Total	De la cual			Total		Edificación								
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Ingeniería civil						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14					
02	-0,3	2,8	3,4	-11,7	3,0	4,1	13,1	13,1	-2,2	-15,2	3,9	3,4	20,0	4,7					
03	12,4	14,6	14,7	3,0	17,5	19,9	-10,9	-10,9	-0,3	-11,7	35,4	3,8	-14,8	4,8					
04	...	...	...	...	6,3	9,9	17,9	17,9	3,3	30,9	-0,5	-5,1	24,2	3,9		
04 E-F	15,0	15,1	18,1	14,6	0,5	1,1	24,2	24,2	-36,5	-58,6	-82,8	-16,5	60,6	4,9					
05 E-F	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,1
03 Nov	-0,6	1,5	1,9	-9,0	17,6	21,9	-59,6	-5,6	-39,5	-42,2	-39,3	-38,9	-63,4	6,7					
Dic	12,6	3,7	2,8	66,9	23,3	31,6	-49,5	-10,9	-11,2	-33,7	0,7	-5,0	-56,9	11,3					
04 Ene	-1,2	-1,1	3,0	-1,8	-3,8	-8,6	-13,4	-13,4	-48,9	-84,8	-85,7	9,0	7,3	3,1					
Feb	29,3	29,6	31,4	28,2	4,3	10,4	83,4	24,2	-18,0	33,5	-64,6	-36,4	147,2	6,6					
Mar	4,2	3,1	4,7	9,6	13,1	20,9	-28,0	-3,0	-59,8	7,5	82,7	-67,6	-13,5	6,8					
Abr	-2,1	-4,9	-2,4	18,0	0,8	3,6	-8,5	-4,0	-25,0	-62,4	-31,5	-11,1	-1,2	-0,1					
May	-10,1	-10,1	-10,5	-10,2	2,2	10,4	-62,5	-18,4	-40,2	-32,8	125,6	-42,7	-68,3	-0,7					
Jun	32,6	26,3	25,6	70,5	18,6	20,6	74,4	-6,0	62,2	162,7	277,6	35,9	77,3	7,9					
Jul	3,2	1,3	2,0	13,2	5,3	10,0	87,9	7,6	1,8	114,5	170,2	-12,9	152,9	-1,0					
Ago	14,2	18,4	20,0	-2,8	33,9	39,3	97,0	15,2	30,8	226,0	-68,0	-20,4	140,1	8,8					
Sep	27,9	31,2	29,0	14,0	10,1	13,7	-12,6	13,4	6,6	91,6	71,1	-8,8	-19,3	4,9					
Oct	6,0	9,5	10,6	-9,5	-5,7	-4,5	4,5	12,6	65,8	65,7	6,8	65,8	-13,9	-6,1					
Nov	...	...	...	...	14,8	16,1	60,0	15,2	160,2	176,1	175,8	156,7	28,9	12,8		
Dic	...	...	...	...	-5,8	-0,5	55,2	17,9	145,4	365,4	259,0	103,4	19,1	6,1		
05 Ene	...	...	...	...	4,7	13,2	64,9	64,9	21,7	133,6	2,1	-3,5	76,9	-0,2		
Feb	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	2,2	

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

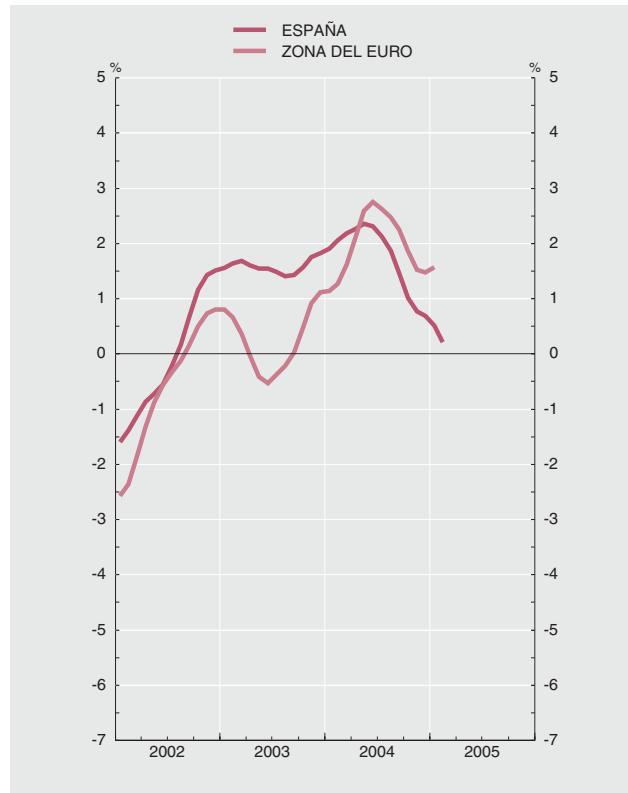
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

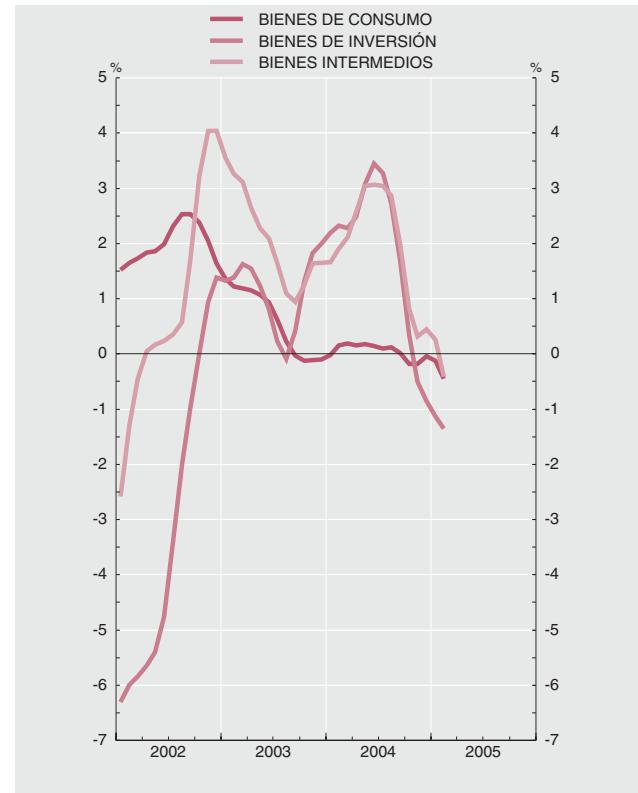
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro					
	Total		Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes			
	Serie original	T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
02	MP	98,9	0,1	2,3	-4,9	1,4	0,0	-0,5	0,4	0,0	-0,5	-0,8	-0,3	-1,7	-0,1
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,3	-0,0	-0,5	-0,1	0,2
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	1,9	1,9	0,5	2,9	1,8
04 E-F	MP	98,6	-0,6	-2,9	-0,2	-0,3	3,1	-4,8	-0,8	2,0	0,6	0,7	-0,3	-0,1	1,1
05 E-F	MP	98,7	0,1	-0,5	-2,7	-0,5	6,2	-5,3	-1,1	9,3	...	...	...	...	...
03 Nov	P	105,1	1,4	-2,8	3,5	1,8	6,4	0,1	0,9	5,6	0,8	0,6	-0,9	1,2	0,5
Dic	P	94,4	4,2	2,6	5,1	3,7	7,4	10,6	3,6	8,5	2,2	2,4	1,1	3,0	2,8
04 Ene	P	96,0	-2,9	-5,3	-2,1	-2,8	0,4	-3,0	-3,3	-	0,3	0,1	-0,7	-0,3	0,3
Feb	P	101,1	1,8	-0,5	1,6	2,1	6,0	-6,5	1,6	4,2	0,9	1,2	0,1	0,1	1,9
Mar	P	112,6	7,2	7,9	6,0	5,3	12,7	1,1	6,4	15,3	1,7	1,4	1,7	2,1	0,2
Abr	P	99,8	0,7	-2,8	-1,6	2,6	6,7	-5,4	-0,2	10,7	1,7	1,8	0,9	2,1	1,8
May	P	106,8	2,7	0,3	3,1	3,0	6,5	-7,6	2,1	9,9	3,7	3,9	2,5	5,2	3,0
Jun	P	110,3	5,7	2,4	11,2	5,4	5,4	-0,7	5,4	7,9	3,6	4,0	1,3	6,5	3,2
Jul	P	110,1	-	-3,3	2,5	0,6	2,5	-8,7	-0,6	6,8	2,6	2,8	-0,2	3,8	3,4
Ago	P	73,3	5,3	4,6	6,6	7,9	1,9	-5,5	6,0	3,1	1,9	2,5	0,2	5,0	1,6
Sep	P	107,7	3,8	2,5	6,6	2,5	7,0	-7,4	3,4	9,6	3,6	3,7	0,6	6,3	3,2
Oct	P	104,8	-7,0	-9,1	-10,2	-5,9	-0,6	-16,4	-8,0	4,1	1,2	1,2	-0,9	4,5	1,2
Nov	P	109,6	4,3	4,5	4,1	3,5	6,1	3,6	3,9	7,6	0,8	0,2	-0,6	0,6	1,0
Dic	P	95,5	1,2	1,4	-1,7	1,1	4,8	2,3	0,4	6,4	1,1	0,7	0,9	-0,8	1,3
05 Ene	P	96,9	0,9	1,1	-4,7	0,4	8,3	-4,1	-0,4	10,9	2,0	2,7	1,0	2,8	3,2
Feb	P	100,4	-0,7	-2,0	-1,0	-1,4	4,0	-6,5	-1,7	7,6	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

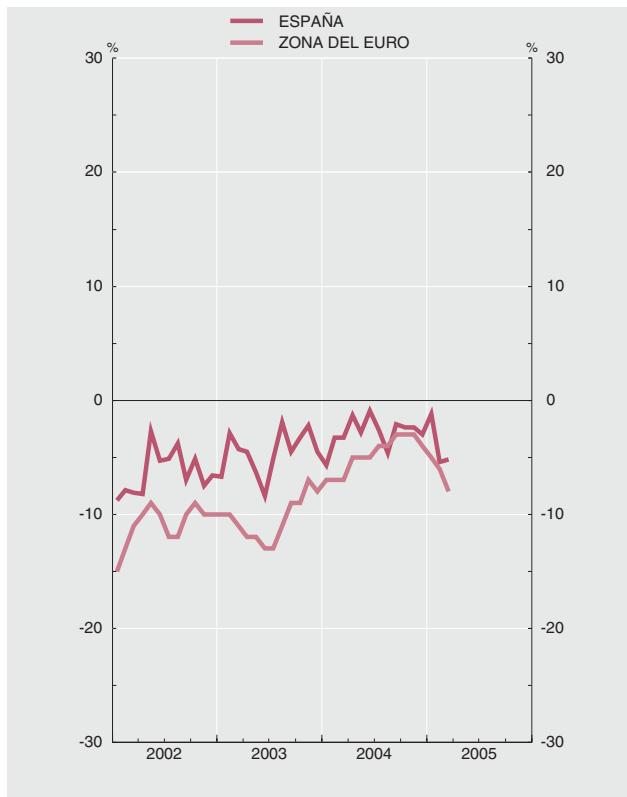
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

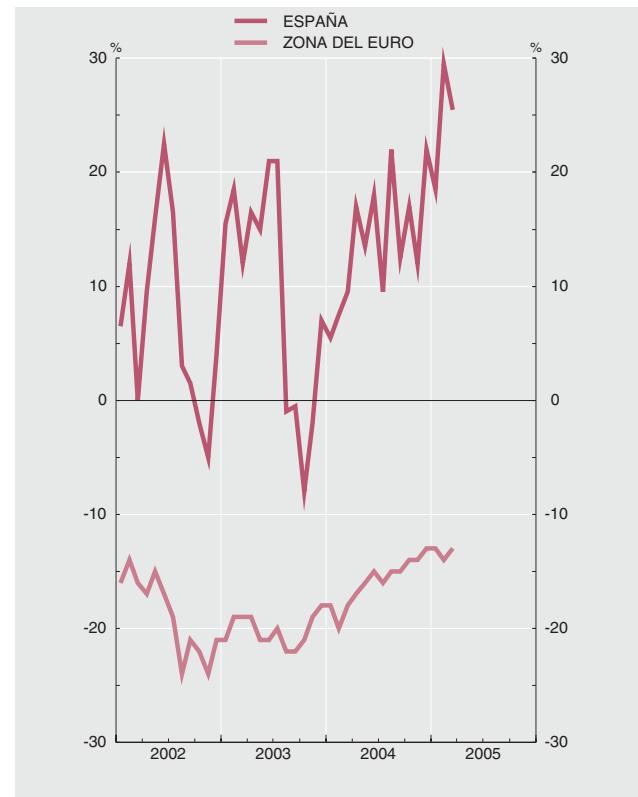
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro					
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción (a)	Nivel de producción (a)	Nivel de contratación (a)	Tendencia		Industria, sin construcción Indicador del clima industrial (a)	Cartera de pedidos (a)	Indicador del clima en la construcción (a)
								Consumo (a)	Equipos (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción (a)	Contratación (a)			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
02	M	-6	-2	5	-13	-20	11	-7	-7	-6	1	7	10	13	11	25	-11	-25	-19
03	M	-5	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	19	-10	-25	-20	
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-3	1	-4	0	14	7	21	30	26	-5	-25	-20
04	E-M	-4	-3	9	-11	-24	11	-5	1	-7	2	8	-11	10	43	28	-7	-21	-19
05	E-M	-4	-3	7	-8	-16	11	-4	-3	-4	-1	25	1	43	31	20	-6	-14	-13
03	Dic	-5	7	7	-9	-20	11	-4	-0	-7	0	7	16	2	38	20	-8	-22	-18
04	Ene	-6	5	4	-10	-23	11	-6	-0	-9	5	6	-2	5	11	-3	-7	-20	-18
	Feb	-3	-5	11	-10	-23	11	-4	-1	-4	1	8	-19	8	44	45	-7	-22	-20
	Mar	-3	-8	13	-12	-27	11	-4	3	-6	-1	10	-12	18	29	40	-7	-22	-18
	Abr	-1	5	12	-6	-19	9	-2	0	-2	0	17	14	21	43	44	-5	-16	-17
	May	-3	3	12	-11	-21	10	-2	-0	-5	1	14	10	25	35	20	-5	-18	-16
	Jun	-1	7	11	-7	-13	7	1	1	-4	0	18	12	17	46	13	-5	-16	-15
	Jul	-3	11	8	-6	-15	10	-4	1	-4	0	10	27	15	34	24	-4	-12	-16
	Ago	-5	12	5	-6	-9	12	-8	-1	-4	0	22	25	35	38	34	-4	-13	-15
	Sep	-2	5	13	-6	-13	14	-2	3	-5	-4	13	2	22	19	17	-3	-12	-15
	Oct	-2	8	10	-5	-9	12	-6	3	-2	-2	17	24	20	31	32	-3	-11	-14
	Nov	-2	-1	13	-7	-16	13	-3	-1	-3	1	12	-8	33	16	37	-3	-12	-14
	Dic	-3	3	10	-6	-12	13	-2	-1	-5	-	22	15	28	9	13	-4	-12	-13
05	Ene	-1	2	8	-2	-15	9	-2	-5	1	-1	19	12	27	44	38	-5	-11	-13
	Feb	-5	-4	6	-11	-17	12	-4	-2	-9	-	30	-1	56	21	6	-6	-15	-14
	Mar	-5	-7	7	-10	-17	12	-6	-4	-5	-1	26	-8	46	29	17	-8	-17	-13

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

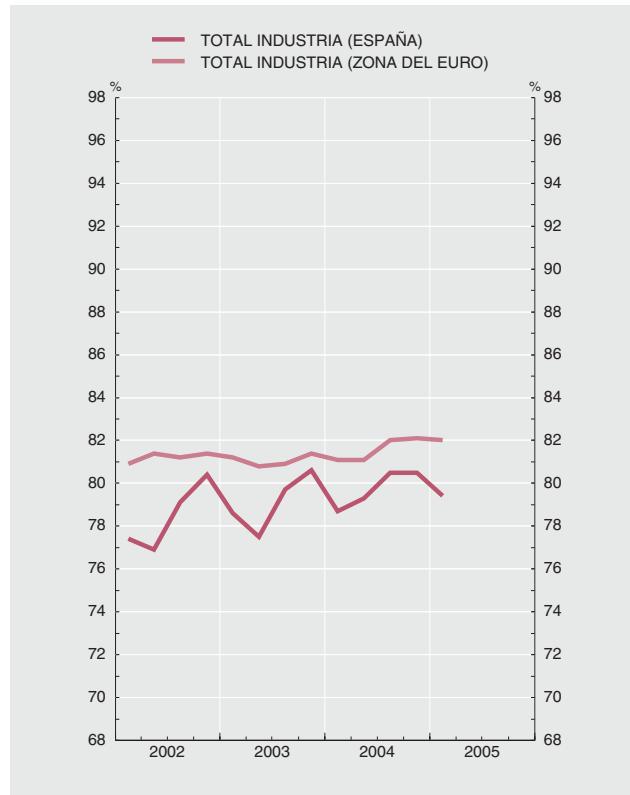
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

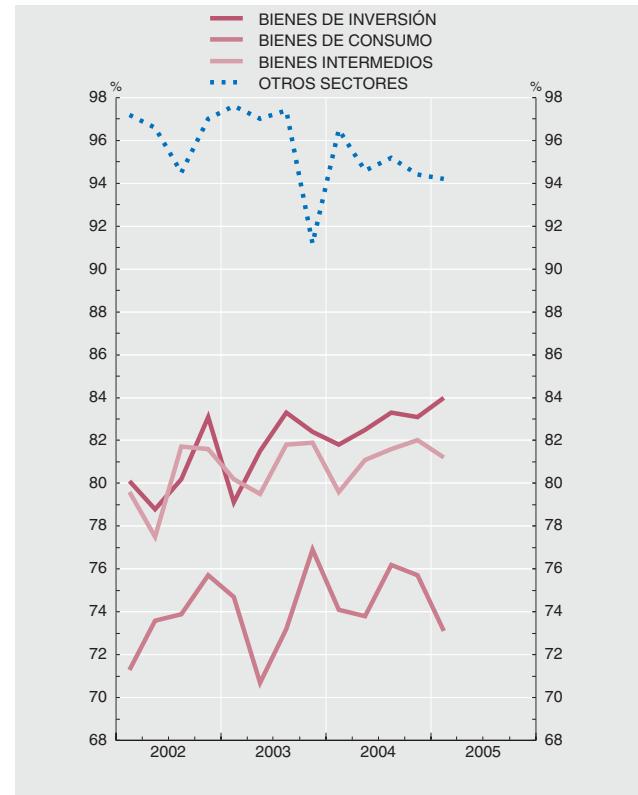
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad produc- tiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
02	78,5	80,4	6	73,6	76,0	6	80,6	82,6	12	80,1	81,7	3	96,3	96,4	-	81,2
03	79,1	80,9	6	73,9	76,7	7	81,6	83,0	7	80,9	82,2	5	95,8	95,6	-1	81,1
04	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,6
04 I-I	78,7	80,2	10	74,1	75,8	13	81,8	82,8	10	79,6	81,4	7	96,5	96,4	-	81,1
05 I-I	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	82,0
02 III IV	79,1	80,7	8	73,9	76,7	8	80,2	82,2	15	81,7	82,2	3	94,5	95,9	-	81,2
03 I II III IV	78,6	80,6	3	74,7	77,4	2	79,1	81,8	6	80,2	81,6	4	97,6	96,8	-	81,2
04 I II III IV	79,3	81,2	6	73,8	76,2	5	82,5	83,8	8	81,1	83,0	7	94,6	94,6	-	81,1
05 I	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	82,0

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

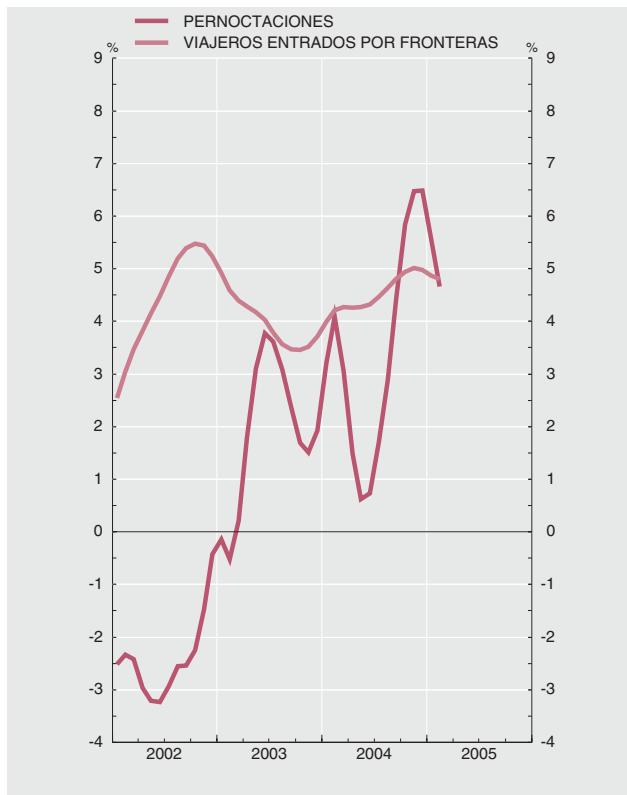
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

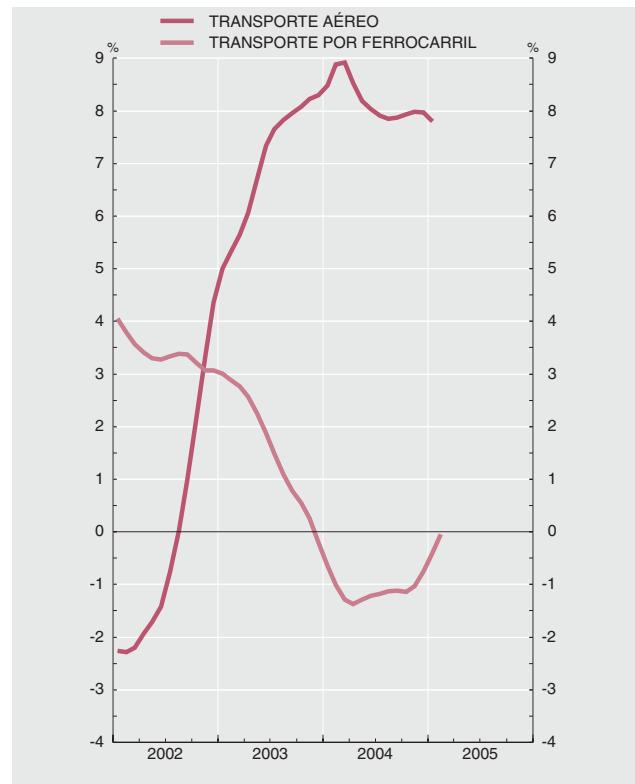
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros		Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
02	-0,1	-1,5	-2,7	-5,3	5,7	4,5	8,3	-1,0	-2,2	-0,3	-0,7	4,2	5,0	3,8	2,8
03	3,8	2,2	2,4	0,7	2,4	-1,0	8,7	7,4	8,1	7,0	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1
04	6,8	1,4	3,0	-1,3	4,6	3,2	6,9	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-1,1
04 E-F	P	10,7	7,5	6,9	3,3	12,6	7,0	20,8	11,5	8,6	14,0	3,9	5,6	-1,9	-0,7
05 E-F	P	4,1	3,8	3,8	2,7	3,3	2,0	4,8	...	...	...	...	...	-1,6	...
03 Nov		3,5	2,6	0,4	-1,3	1,7	-3,8	9,8	9,5	9,0	9,9	3,2	-19,8	10,7	5,5
Dic		5,6	5,3	1,4	0,7	4,9	-0,2	11,4	9,3	9,4	9,1	0,1	-8,4	6,4	-1,8
04 Ene		6,1	3,1	3,1	0,5	7,8	4,4	12,2	7,4	3,7	10,5	0,2	3,7	-13,2	-1,8
Feb	P	14,6	11,3	10,3	5,8	17,3	9,3	30,1	15,6	13,4	17,5	7,4	7,5	9,2	0,4
Mar	P	6,5	2,7	2,0	-2,6	0,2	0,1	0,3	10,1	13,3	7,8	13,2	3,2	7,8	-4,2
Abr	P	3,3	-1,7	0,2	-5,8	4,4	-0,2	12,4	7,0	8,5	5,9	9,0	8,7	10,9	-6,5
May	P	3,9	-0,2	-1,7	-4,1	3,7	4,6	1,9	7,3	14,9	2,8	11,5	27,3	3,8	2,1
Jun	P	3,4	-4,6	-0,9	-6,2	-1,5	-3,2	2,0	6,1	12,2	2,6	14,6	17,8	9,4	2,2
Jul	P	6,6	-0,3	2,0	-2,8	3,4	0,6	9,4	8,0	8,1	7,9	11,1	11,1	10,0	-2,5
Ago	P	6,3	1,2	2,3	-2,9	-0,4	-0,8	0,3	5,3	8,7	3,3	12,5	12,0	14,2	5,6
Sep	P	7,2	4,2	3,9	2,4	4,6	5,7	2,5	6,8	7,1	6,6	11,0	-1,0	10,0	-10,1
Oct	P	12,7	3,8	8,0	2,4	10,9	8,8	14,9	9,7	8,7	10,2	0,6	19,7	3,4	-6,2
Nov	P	6,9	5,6	5,9	5,4	6,9	9,2	3,9	6,7	9,9	3,9	7,5	15,3	4,5	-1,6
Dic	P	8,4	1,4	9,6	4,0	9,4	12,9	5,3	9,7	9,5	9,9	11,7	-0,0	10,6	-1,6
05 Ene	P	6,9	7,5	6,9	6,9	5,6	5,3	5,9	9,9	10,0	9,7	4,2	...	...	-1,6
Feb	P	2,0	0,8	1,2	-0,8	1,2	-0,8	3,8	...	...	...	...	...	-1,6	...

TURISMO (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio.

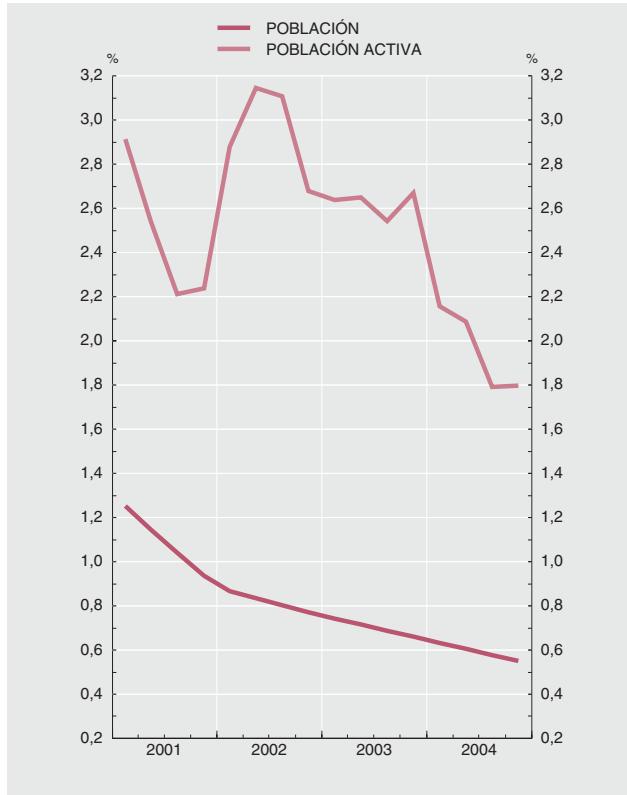
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

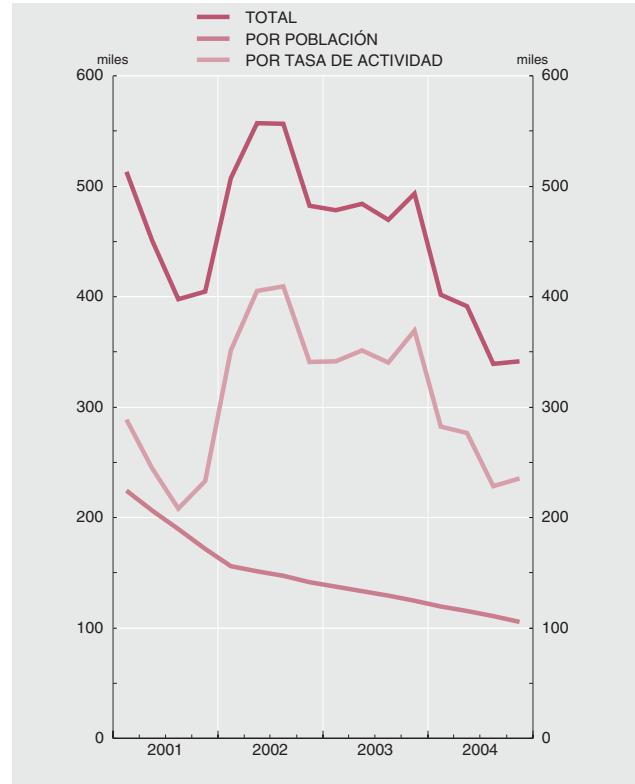
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa					
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	4		Miles de personas (a)	Variación interanual (b) (c)			1 T 4 (b)	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
01	M	33 689	364	1,1	52,88	17 815	442	198	244	2,5	
02	M	33 965	276	0,8	54,00	18 340	526	149	377	3,0	
03	M	34 203	238	0,7	55,03	18 822	481	131	350	2,6	
03 I-IV	M	34 203	238	0,7	55,03	18 822	1 926	524	1 402	2,6	
04 I-IV	M	34 405	202	0,6	55,78	19 190	1 474	451	1 023	2,0	
02 //		33 933	281	0,8	53,83	18 267	557	151	406	3,1	
//		33 997	271	0,8	54,31	18 463	556	147	409	3,1	
/V		34 061	261	0,8	54,30	18 495	483	142	341	2,7	
03 I		34 120	252	0,7	54,56	18 615	479	137	341	2,6	
//		34 176	243	0,7	54,87	18 751	484	133	351	2,7	
///		34 231	234	0,7	55,31	18 932	469	129	340	2,5	
/V		34 286	225	0,7	55,39	18 989	494	125	369	2,7	
04 I		34 336	216	0,6	55,38	19 017	402	120	282	2,2	
//		34 382	207	0,6	55,68	19 143	392	115	276	2,1	
///		34 428	198	0,6	55,98	19 272	339	111	229	1,8	
/V		34 474	189	0,6	56,07	19 330	341	106	236	1,8	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero de 2002, serie de la columna 5. Por esta razón, las tasas y variaciones interanuales de 2001 no se pueden reconstruir con la serie de la columna 5. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es).

c. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1.

Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

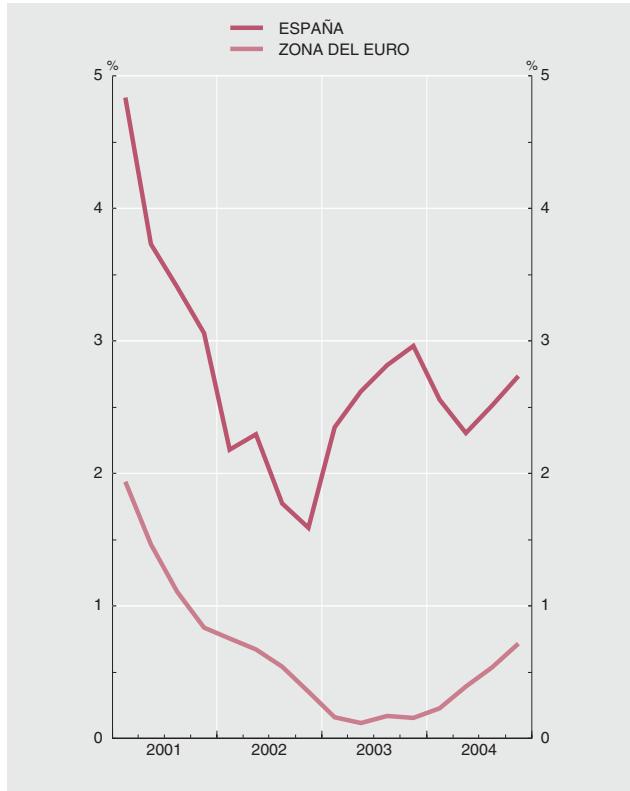
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

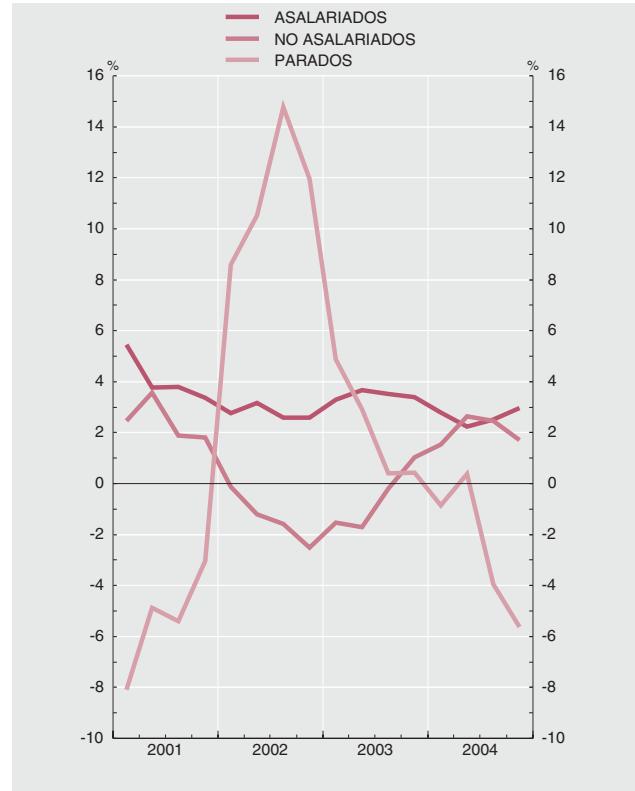
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%)	
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	(b)	(b)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
01	M	15 946	576	3,7	12 787	501	4,1	3 159	75	2,4	1 869	-134	-5,4	10,49	1,3	7,84
02	M	16 258	312	2,0	13 142	355	2,8	3 116	-43	-1,4	2 083	214	11,4	11,35	0,6	8,24
03	M	16 695	437	2,7	13 598	456	3,5	3 097	-19	-0,6	2 127	44	2,1	11,30	0,1	8,69
03 I-IV	M	16 695	437	2,7	13 598	456	3,5	3 097	-19	-0,6	2 127	44	2,1	11,30	0,1	8,69
04 I-IV	M	17 117	422	2,5	13 955	358	2,6	3 161	65	2,1	2 074	-54	-2,5	10,81	0,5	8,83
02 II		16 241	364	2,3	13 095	403	3,2	3 146	-39	-1,2	2 026	193	10,5	11,09	0,7	8,20
III		16 357	285	1,8	13 263	335	2,6	3 094	-50	-1,6	2 106	271	14,8	11,41	0,5	8,33
IV		16 377	256	1,6	13 300	336	2,6	3 077	-80	-2,5	2 118	226	12,0	11,45	0,4	8,43
03 I		16 432	377	2,3	13 334	425	3,3	3 098	-48	-1,5	2 183	102	4,9	11,72	0,2	8,57
II		16 666	425	2,6	13 574	479	3,7	3 092	-54	-1,7	2 085	59	2,9	11,12	0,1	8,68
III		16 818	461	2,8	13 730	467	3,5	3 088	-6	-0,2	2 115	9	0,4	11,17	0,2	8,70
IV		16 862	485	3,0	13 753	453	3,4	3 109	32	1,0	2 127	9	0,4	11,20	0,2	8,80
04 I		16 853	420	2,6	13 707	373	2,8	3 146	48	1,5	2 164	-19	-0,8	11,38	0,2	8,86
II		17 050	384	2,3	13 877	303	2,2	3 173	82	2,6	2 093	8	0,4	10,93	0,4	8,84
III		17 240	423	2,5	14 077	346	2,5	3 164	76	2,5	2 031	-83	-3,9	10,54	0,5	8,81
IV		17 323	461	2,7	14 161	409	3,0	3 162	53	1,7	2 007	-120	-5,6	10,38	0,7	8,81

OCCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002) y BCE.

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero de 2002, serie de la columna 10. Por esta razón, las tasas y variaciones interanuales de 2001 no se pueden reconstruir con la serie de la columna 10. Las notas metodológicas pueden consultarse, en la página del INE en la Red (www.ine.es).

4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

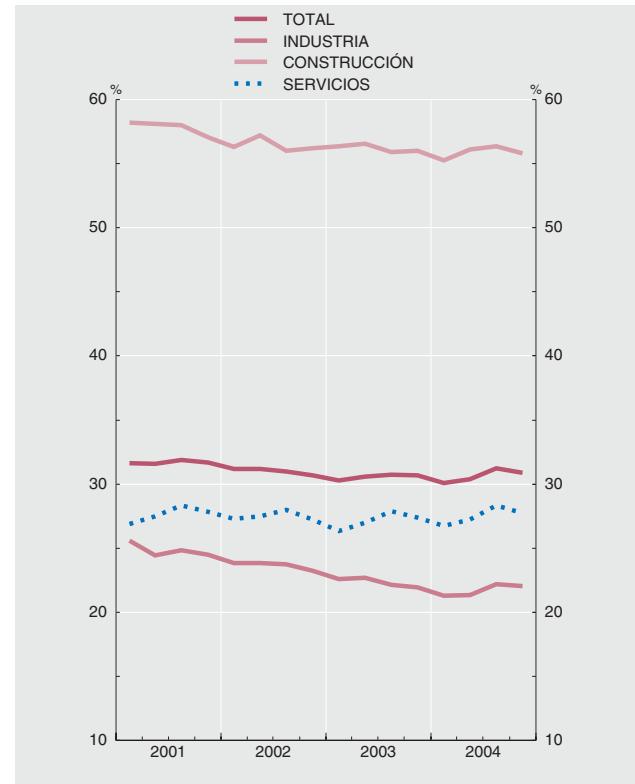
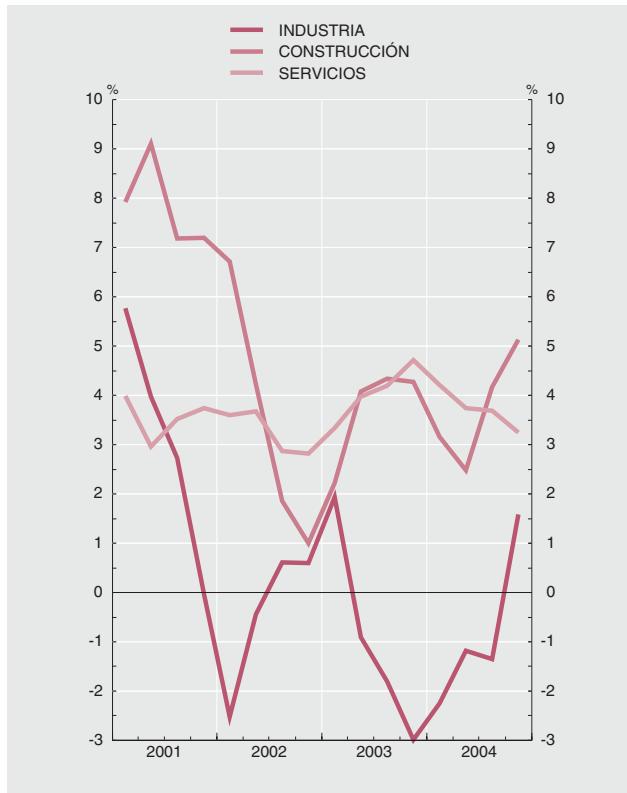
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

	M	Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
01	M	3,7	4,1	31,7	0,7	5,0	61,6	3,1	2,8	24,8	7,8	8,3	57,8	3,6	3,7	27,6	4,0	3,8	3,1
02	M	2,0	2,8	31,0	-5,7	-5,7	58,1	-0,4	-0,2	23,7	3,4	3,4	56,4	3,2	4,2	27,5	2,5	2,1	2,9
03	M	2,7	3,5	30,6	-2,0	1,3	58,6	-1,0	-1,3	22,3	3,7	4,8	56,2	4,1	4,9	27,1	3,0	2,7	3,9
03 I-IV	M	2,7	3,5	-1,4	-2,0	1,3	0,8	-1,0	-1,3	-5,6	3,7	4,8	-0,4	4,1	4,9	-1,2	3,1	3,0	5,1
04 I-IV	M	2,5	2,6	0,2	-2,4	-0,4	-0,1	-0,8	-0,3	-2,8	3,7	2,4	-0,6	3,7	3,7	1,4	3,2	2,6	2,4
02 II		2,3	3,2	31,2	-6,0	-6,5	58,0	-0,4	-0,1	23,9	4,2	3,9	57,2	3,7	4,7	27,5	2,9	2,5	3,3
//		1,8	2,6	31,0	-5,9	-4,7	53,1	0,6	0,7	23,7	1,9	2,0	56,0	2,9	3,7	28,0	2,3	2,1	2,8
//		1,6	2,6	30,7	-6,5	-7,1	59,5	0,6	1,0	23,2	1,0	1,4	56,2	2,8	3,9	27,2	2,1	1,8	2,5
03 I		2,3	3,3	30,3	-5,8	-5,1	62,6	1,9	1,6	22,6	2,2	3,3	56,3	3,3	4,3	26,3	2,9	2,6	3,0
//		2,6	3,7	30,6	-3,0	1,2	57,7	-0,9	-1,5	22,7	4,1	5,5	56,6	4,0	5,2	27,0	3,0	2,5	3,5
//		2,8	3,5	30,7	0,2	2,0	54,6	-1,8	-1,9	22,1	4,3	5,4	55,9	4,2	5,0	27,9	3,0	2,7	4,0
//		3,0	3,4	30,7	1,1	7,8	59,6	-3,0	-3,4	21,9	4,3	4,7	56,0	4,7	5,2	27,4	3,1	3,0	5,1
04 I		2,6	2,8	30,1	-0,7	2,6	60,8	-2,2	-1,9	21,3	3,2	2,5	55,2	4,2	4,4	26,7	2,8	2,7	4,6
//		2,3	2,2	30,4	-2,7	-1,7	57,3	-1,2	-0,7	21,4	2,5	0,7	56,1	3,7	3,6	27,2	2,6	2,6	4,0
//		2,5	2,5	31,2	-1,7	2,7	56,3	-1,3	-0,8	22,2	4,2	2,5	56,3	3,7	3,6	28,4	2,8	2,6	3,7
//		2,7	3,0	30,9	-4,4	-4,8	59,8	1,6	2,1	22,0	5,1	4,1	55,8	3,3	3,4	27,8	3,2	2,6	2,4

Ocupados
Tasas de variación interanual

RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

a. Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

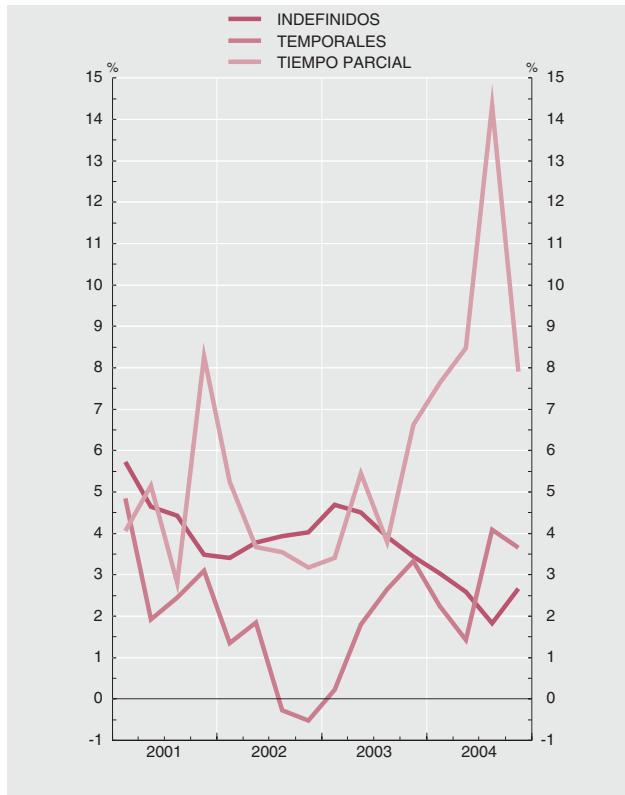
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

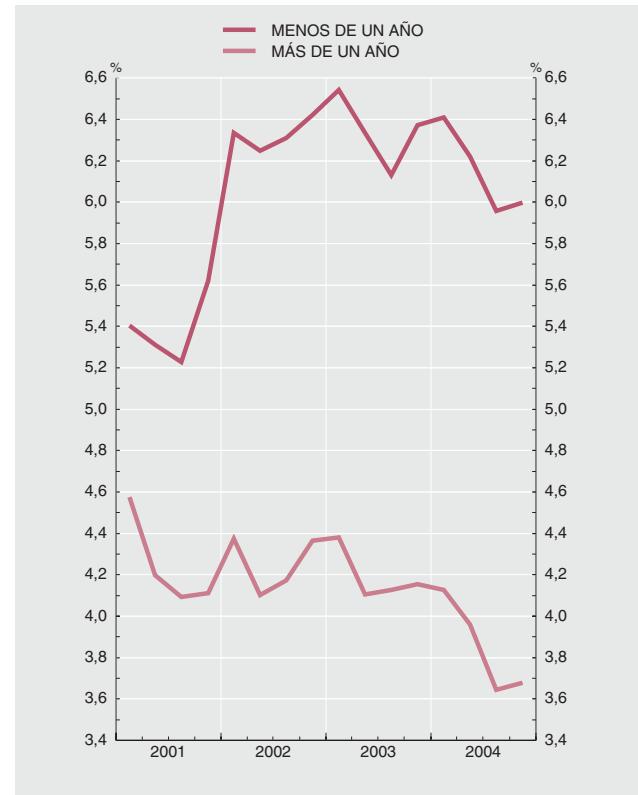
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Asalariados										Parados							
	Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)			
	Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año		Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría	
	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	T 4 (b)				
01	M	381	4,6	120	3,1	31,68	451	4,0	50	5,1	8,11	5,39	-5,6	4,24	-12,9	20,88	45,87	51,01
02	M	331	3,8	24	0,6	31,01	315	2,7	40	3,9	8,20	6,33	20,9	4,25	3,2	20,16	43,38	49,09
03	M	374	4,1	82	2,0	30,57	404	3,3	52	4,8	8,31	6,34	2,9	4,19	1,1	19,67	42,05	47,54
03 I-IV	M	374	4,1	82	2,0	30,57	380	3,1	52	4,8	8,31	6,34	2,9	4,19	1,1	19,67	42,05	47,54
04 I-IV	M	239	2,5	119	2,9	30,64	316	2,5	108	9,5	8,86	6,15	-1,2	3,85	-6,3	18,03	41,78	47,14
02 II		329	3,8	74	1,9	31,16	364	3,1	39	3,7	8,34	6,25	21,3	4,10	0,8	19,67	44,84	50,67
III		347	3,9	-12	-0,3	31,00	299	2,5	36	3,5	7,89	6,31	24,5	4,17	5,2	20,56	41,30	47,13
IV		357	4,0	-21	-0,5	30,70	302	2,5	34	3,2	8,22	6,42	17,3	4,36	9,0	19,51	43,91	49,10
03 I		416	4,7	9	0,2	30,26	388	3,3	37	3,4	8,35	6,54	6,0	4,38	2,7	20,22	42,43	47,93
II		406	4,5	74	1,8	30,60	420	3,5	60	5,4	8,49	6,34	4,1	4,10	2,7	19,97	43,92	49,45
III		358	3,9	109	2,7	30,74	428	3,5	40	3,8	7,91	6,13	-0,4	4,13	1,4	19,34	38,53	43,88
IV		317	3,4	136	3,3	30,68	380	3,1	72	6,6	8,47	6,37	1,9	4,15	-2,3	19,15	43,30	48,90
04 I		282	3,0	91	2,2	30,10	288	2,4	85	7,6	8,74	6,41	0,0	4,13	-3,7	18,00	41,81	47,93
II		244	2,6	59	1,4	30,36	205	1,6	98	8,5	9,01	6,22	0,2	3,96	-1,5	18,58	42,12	47,66
III		174	1,8	172	4,1	31,21	190	1,5	156	14,3	8,83	5,96	-1,1	3,64	-10,1	18,01	41,36	46,04
IV		254	2,7	154	3,7	30,88	316	2,5	92	7,9	8,88	6,00	-4,2	3,68	-9,9	17,52	41,83	46,93

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE; desde enero de 2002, serie con la nueva definición de parado. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es).

4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

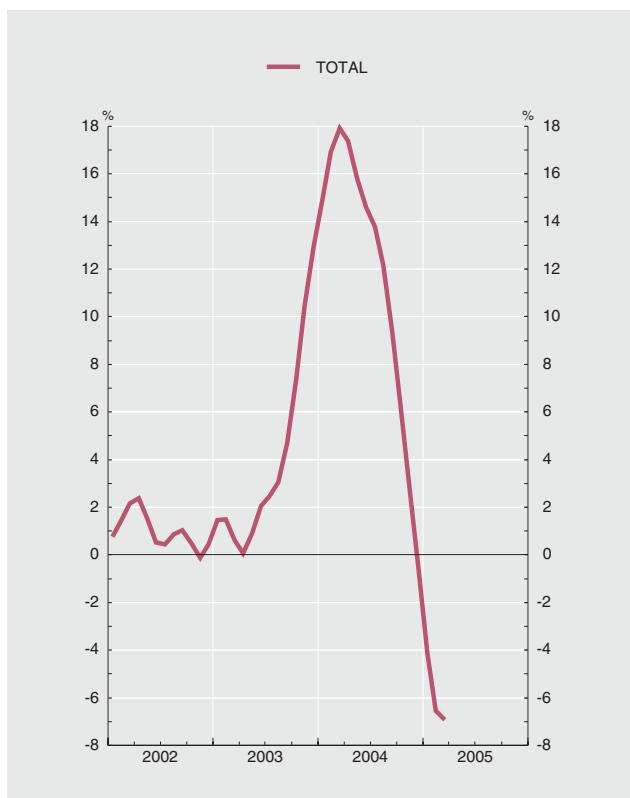
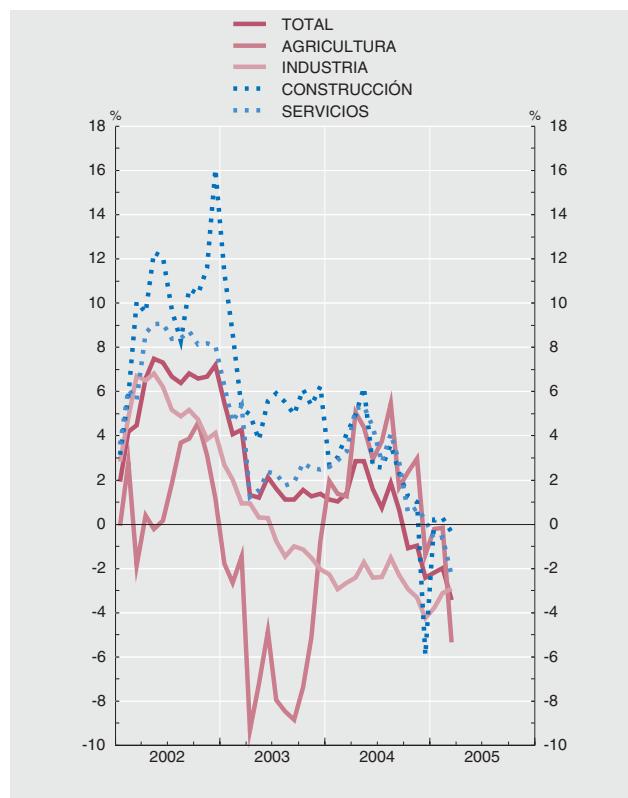
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratados				Colocaciones		
	Total		Sin empleo anterior		Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total		Total				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
					Total	Agricul-	Total	Industria	Construc-	Servicios									
02	M	1 621	92	6,0	-0,7	7,2	1,6	7,4	5,1	9,9	7,6	1 182	0,9	9,05	20,80	90,95	1 145	1,0	
03	M	1 658	36	2,2	0,4	2,5	-5,5	2,8	-0,1	6,2	2,9	1 222	3,4	8,67	21,21	91,33	1 193	4,2	
04	M	1 671	13	0,8	-5,2	1,8	2,6	1,8	-2,6	2,2	2,9	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0	
04	E-M	1 753	21	1,2	-3,3	1,9	1,5	1,9	-2,6	3,3	2,9	1 398	13,9	9,36	20,58	90,64	1 386	17,0	
05	E-M	1 708	-44	-2,5	-9,6	-1,4	-1,9	-1,4	-3,3	0,0	-1,2	1 274	-8,8	10,35	21,60	89,65	1 226	-11,5	
04	Feb	1 752	18	1,0	-3,7	1,8	1,4	1,8	-2,9	3,0	2,9	1 383	15,5	9,71	20,93	90,29	1 370	18,7	
	Mar	1 744	24	1,4	-3,6	2,3	1,3	2,3	-2,7	4,1	3,3	1 421	26,0	10,20	22,19	89,80	1 409	29,7	
	Abr	1 705	47	2,8	-2,5	3,8	5,1	3,7	-2,4	4,9	5,2	1 257	19,4	10,09	21,94	89,91	1 234	21,7	
	May	1 654	46	2,9	-4,4	4,1	4,4	4,1	-1,7	6,2	5,3	1 279	6,9	9,60	22,11	90,40	1 253	8,0	
	Jun	1 626	25	1,6	-5,5	2,9	2,9	2,9	-2,4	2,6	4,4	1 392	16,0	8,43	22,30	91,57	1 350	16,2	
	Jul	1 585	12	0,7	-5,7	1,8	3,7	1,8	-2,4	2,6	2,8	1 487	14,2	7,45	23,45	92,55	1 450	14,2	
	Ago	1 598	29	1,9	-5,1	3,0	5,5	2,9	-1,5	3,6	4,1	1 125	15,9	7,23	22,01	92,77	1 111	16,6	
	Sep	1 618	11	0,7	-6,1	1,8	1,7	1,8	-2,3	2,3	2,8	1 476	15,0	8,36	24,18	91,64	1 445	14,0	
	Oct	1 649	-18	-1,1	-7,8	0,0	2,4	-0,0	-2,9	1,3	0,5	1 472	-5,5	8,68	26,26	91,32	1 434	-6,2	
	Nov	1 683	-16	-1,0	-7,7	0,1	3,0	0,1	-3,3	1,0	0,7	1 447	12,3	8,63	24,87	91,37	1 414	10,7	
	Dic	1 670	-41	-2,4	-8,2	-1,5	-1,4	-1,5	-4,2	-5,9	0,2	1 223	7,6	7,49	23,64	92,51	1 183	4,8	
05	Ene	1 723	-39	-2,2	-9,3	-1,1	-0,2	-1,1	-3,8	0,2	-0,7	1 285	-7,6	9,30	20,17	90,70	1 255	-8,9	
	Feb	1 717	-35	-2,0	-8,8	-0,9	-0,2	-0,9	-3,1	0,3	-0,6	1 230	-11,0	10,98	21,72	89,02	1 175	-14,2	
	Mar	1 684	-60	-3,4	-10,6	-2,3	-5,3	-2,2	-2,9	-0,3	-2,3	1 307	-8,0	10,76	22,91	89,24	1 248	-11,5	

PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual

COLOCACIONES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: INEM (Estadística de Empleo).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

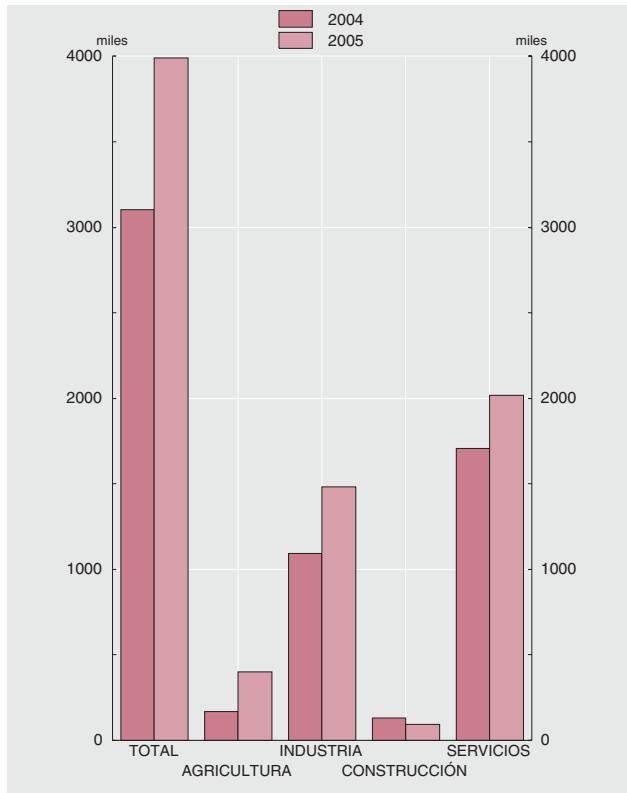
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

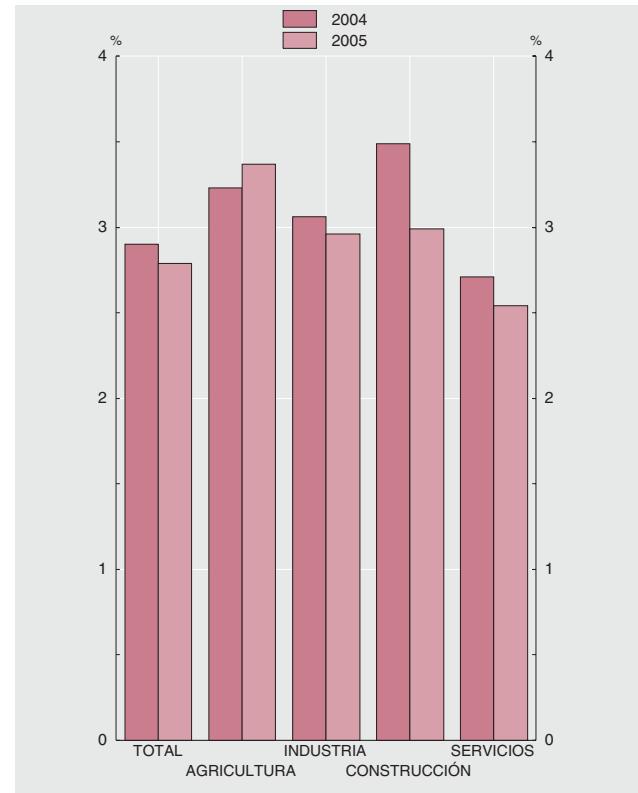
Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado										
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
02	9 697	3,85	5 528	2 280	7 808	202	589	2 538	771	3 910	2,82	3,62	3,05	3,49	2,84	3,52	3,03	
03	9 844	3,67	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41	
04	8 437	3,61	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75	
03 Sep	9 730	3,66	5 123	1 836	6 959	245	557	2 271	446	3 685	3,43	3,55	3,46	3,45	3,23	4,72	3,45	
Oct	9 841	3,67	5 313	2 164	7 477	344	584	2 368	732	3 793	3,47	3,58	3,50	3,43	3,22	4,73	3,45	
Nov	9 841	3,67	5 475	2 331	7 807	115	711	2 392	818	3 885	3,49	3,60	3,52	3,59	3,21	4,74	3,44	
Dic	9 844	3,67	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41	
04 Ene	7 996	3,62	2 882	0	2 882	-650	126	1 046	77	1 633	2,85	3,29	2,85	2,51	3,09	3,40	2,70	
Feb	8 011	3,62	3 099	4	3 103	-948	169	1 094	131	1 709	2,90	3,32	2,90	3,23	3,06	3,49	2,71	
Mar	8 063	3,61	4 102	9	4 111	-284	239	1 305	192	2 375	2,84	3,42	2,84	3,02	3,06	3,46	2,65	
Apr	8 238	3,60	4 335	172	4 506	-26	241	1 357	468	2 441	2,86	3,33	2,88	3,02	3,06	3,41	2,66	
May	8 310	3,61	4 335	406	4 740	-64	246	1 378	568	2 548	2,86	2,99	2,87	3,00	3,05	3,41	2,63	
Jun	8 317	3,61	4 539	520	5 059	12	247	1 435	583	2 795	2,89	2,98	2,90	3,00	3,05	3,41	2,71	
Jul	8 321	3,61	4 797	796	5 593	213	253	1 512	667	3 162	2,89	2,99	2,90	3,01	3,04	3,41	2,72	
Ago	8 323	3,61	4 842	1 131	5 973	-96	262	1 731	763	3 216	2,89	2,98	2,91	3,04	2,98	3,41	2,74	
Sep	8 426	3,62	5 005	1 743	6 748	-212	325	2 094	877	3 451	2,90	2,93	2,90	2,99	2,96	3,41	2,73	
Oct	8 436	3,61	5 073	1 943	7 017	-460	331	2 229	927	3 530	2,90	2,92	2,91	2,95	2,96	3,41	2,74	
Nov	8 436	3,61	5 187	2 279	7 466	-341	497	2 301	1 046	3 622	2,93	3,00	2,95	3,32	2,96	3,43	2,76	
Dic	8 437	3,61	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75	
05 Ene	3 944	2,79	3 268	2	3 269	387	398	1 220	93	1 558	2,73	2,00	2,72	3,37	2,75	2,98	2,52	
Feb	3 945	2,79	3 988	3	3 991	888	399	1 483	93	2 016	2,79	2,64	2,79	3,37	2,96	2,99	2,54	

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-febrero



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-febrero



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual).
a. Datos acumulados.

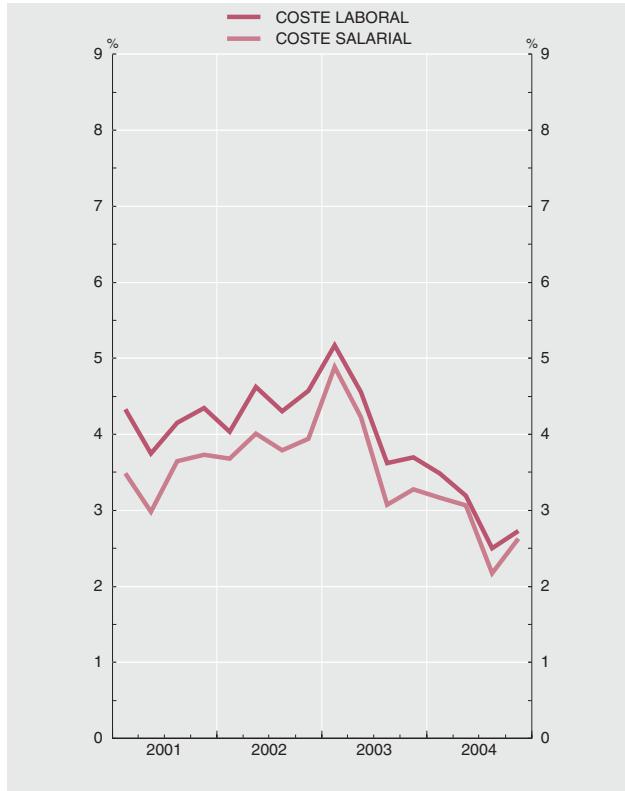
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

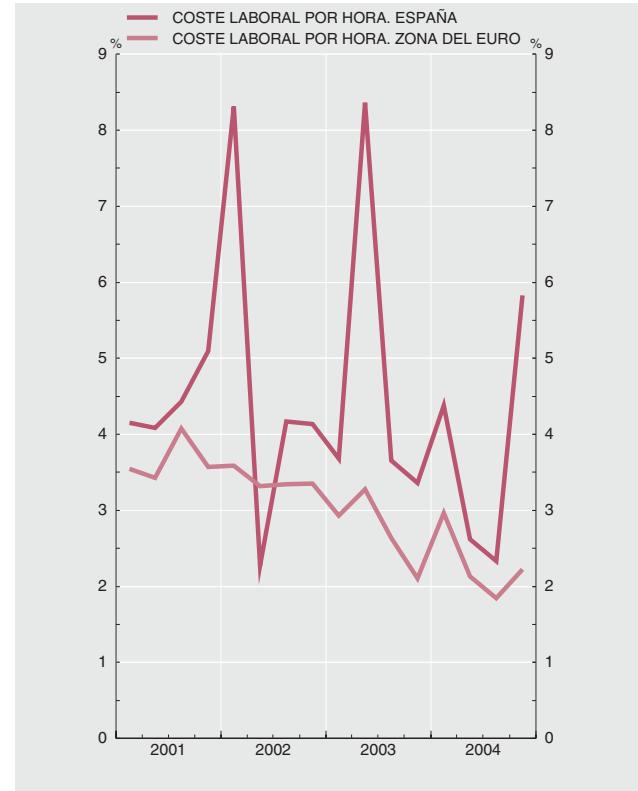
Tasas de variación interanual

	Mes	Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Promoción zona del euro. Coste laboral por hora (a)		
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva				
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios					
01	M	4,1	4,4	4,7	4,1	4,5	3,5	3,7	3,9	3,6	3,8	6,2	3,7		
02	M	4,4	4,8	4,8	4,4	4,6	3,9	4,7	4,1	3,8	4,1	6,0	3,4		
03	M	4,2	4,7	6,3	3,8	4,7	3,8	4,4	5,0	3,5	4,3	5,4	2,7		
03 I-IV	M	4,2	4,7	6,3	3,8	4,7	3,8	4,4	5,0	3,5	4,3	5,4	2,7		
04 I-IV	M	3,0	3,4	5,2	2,6	3,8	2,8	3,3	4,2	2,5	3,6	3,6	2,3		
02 II		4,6	5,1	4,5	4,7	2,3	4,0	4,9	4,0	4,0	1,8	6,5	3,3		
III		4,3	5,0	5,2	4,1	4,2	3,8	4,9	4,2	3,6	3,7	5,8	3,3		
IV		4,6	5,4	4,7	4,4	4,1	3,9	5,0	4,4	3,6	3,5	6,6	3,3		
03 I		5,2	5,2	6,0	5,0	3,7	4,9	5,0	5,1	4,8	3,3	6,0	2,9		
II		4,6	5,5	6,3	4,0	8,4	4,2	5,1	4,9	3,9	8,0	5,5	3,3		
III		3,6	4,4	6,4	2,9	3,7	3,1	3,7	5,1	2,6	3,1	5,2	2,6		
IV		3,7	3,9	6,3	3,3	3,4	3,3	3,7	5,1	3,0	3,0	5,0	2,1		
04 I		3,5	4,3	6,0	2,9	4,4	3,2	4,0	5,2	2,7	4,1	4,4	3,0		
II		3,2	2,7	5,5	3,2	2,6	3,1	2,9	4,1	3,2	2,5	3,5	2,1		
III		2,5	3,2	5,5	1,9	2,3	2,2	3,3	4,6	1,6	2,0	3,4	1,8		
IV		2,7	3,4	4,0	2,4	5,8	2,6	3,3	3,1	2,5	5,7	3,0	2,2		

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

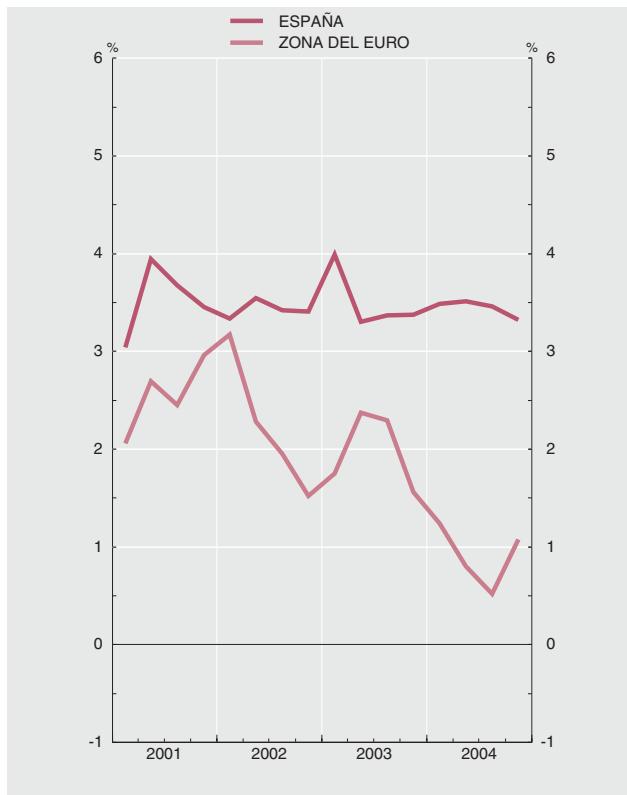
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

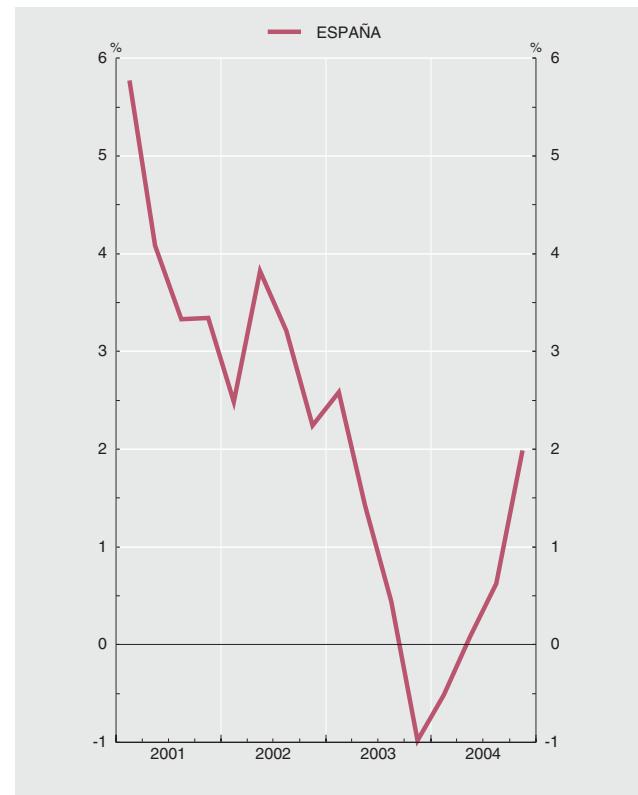
Tasas de variación interanual

	Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
							7	8	9	10		
	1	2	3	4	5	6					11	12
01	P	3,5	2,5	3,8	2,8	0,3	0,3	2,8	1,6	2,5	1,3	4,1
02	P	3,4	2,2	4,3	2,6	0,9	0,3	2,2	0,9	1,4	0,6	2,9
03	P	3,5	2,0	4,3	2,4	0,7	0,4	2,5	0,5	1,7	0,1	0,8
02 /	P	3,3	3,2	4,3	2,9	0,9	-0,2	2,4	0,5	1,5	0,8	2,5
//	P	3,5	2,3	4,2	2,5	0,6	0,2	2,3	0,9	1,7	0,7	3,8
///	P	3,4	2,0	4,3	2,4	0,9	0,5	2,2	1,0	1,3	0,5	3,2
/V	P	3,4	1,5	4,5	2,3	1,0	0,8	2,1	1,2	1,0	0,4	2,2
03 /	P	4,0	1,8	4,8	2,3	0,8	0,6	2,1	0,7	1,3	0,2	2,6
//	P	3,3	2,4	4,3	2,4	1,0	0,0	2,5	0,2	1,5	0,1	1,4
///	P	3,4	2,3	3,9	2,6	0,5	0,3	2,6	0,4	2,0	0,2	0,4
/V	P	3,4	1,6	4,1	2,2	0,7	0,7	2,8	0,8	2,1	0,2	-1,0
04 /	P	3,5	1,2	4,1	2,5	0,6	1,3	2,7	1,5	2,1	0,2	-0,5
//	P	3,5	0,8	4,1	2,6	0,6	1,8	2,6	2,2	2,0	0,4	0,1
///	P	3,5	0,5	4,0	1,8	0,6	1,3	2,6	1,8	2,1	0,5	0,6
/V	P	3,3	1,1	3,8	2,0	0,5	0,9	2,7	1,6	2,2	0,7	2,0

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

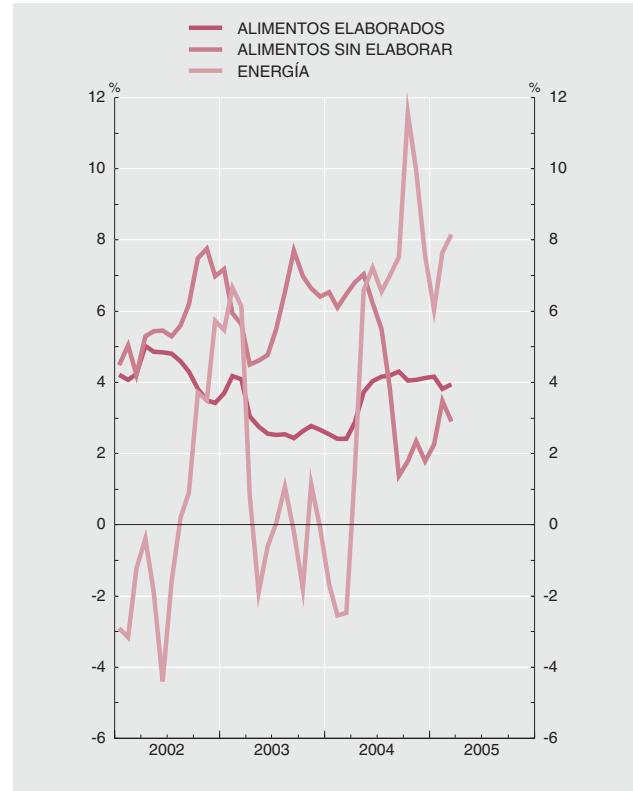
Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m 1 (b)	1 T 12 (c)	s/ dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T 12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
02	M	103,5	—	3,5	4,0	5,8	4,3	2,5	-0,1	4,6	3,7	100,4	-2,6
03	M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,8	5,5
04	M	109,9	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
04 E-M	M	107,7	0,0	2,2	-0,4	6,4	2,5	0,5	-2,2	3,6	2,3	108,5	1,1
05 E-M	M	111,2	...	3,3	...	2,9	4,0	1,0	7,3	3,9	2,9	...	...
03 Dic		108,2	0,2	2,6	2,6	6,4	2,7	1,2	-0,1	3,6	2,5	108,6	9,8
04 Ene		107,4	-0,7	2,3	-0,7	6,5	2,5	0,7	-1,7	3,6	2,3	106,4	4,4
Feb		107,5	0,0	2,1	-0,7	6,1	2,4	0,5	-2,5	3,6	2,3	107,4	-2,6
Mar		108,2	0,7	2,1	0,0	6,5	2,4	0,5	-2,5	3,6	2,2	111,8	1,3
Abr		109,7	1,4	2,7	1,4	6,8	2,9	0,7	1,4	3,7	2,4	115,1	3,3
May		110,4	0,6	3,4	2,0	7,0	3,7	0,9	6,6	3,8	2,7	121,2	7,1
Jun		110,5	0,2	3,5	2,2	6,2	4,0	1,0	7,2	3,8	2,8	121,3	12,0
Jul		109,7	-0,8	3,4	1,4	5,5	4,2	0,8	6,6	3,7	2,8	108,4	11,2
Ago		110,2	0,4	3,3	1,8	3,8	4,2	1,0	7,0	3,7	2,9	93,7	-5,4
Sep		110,4	0,2	3,2	2,0	1,4	4,3	1,0	7,5	3,8	2,9	93,2	-10,4
Oct		111,5	1,0	3,6	3,1	1,8	4,0	1,3	11,6	3,6	2,9	100,4	-5,1
Nov		111,8	0,3	3,5	3,3	2,3	4,1	1,2	9,9	3,8	2,9	104,8	-0,4
Dic		111,7	-0,1	3,2	3,2	1,8	4,1	1,2	7,6	3,8	2,9	111,3	2,5
05 Ene		110,8	-0,8	3,1	-0,8	2,3	4,2	1,0	6,1	3,8	2,8	...	...
Feb		111,0	0,3	3,3	-0,6	3,5	3,8	0,9	7,6	3,9	2,8	...	...
Mar		111,9	...	3,4	...	2,9	4,0	1,0	8,2	4,0	2,9	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001, que no tiene solución a través de los enlaces legales habituales. Por ello, para el año 2002, las tasas oficiales de variación no pueden obtenerse a partir de los índices. Las notas metodológicas detalladas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es)

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

d. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre. e. Serie oficial del INE desde enero de 2002.

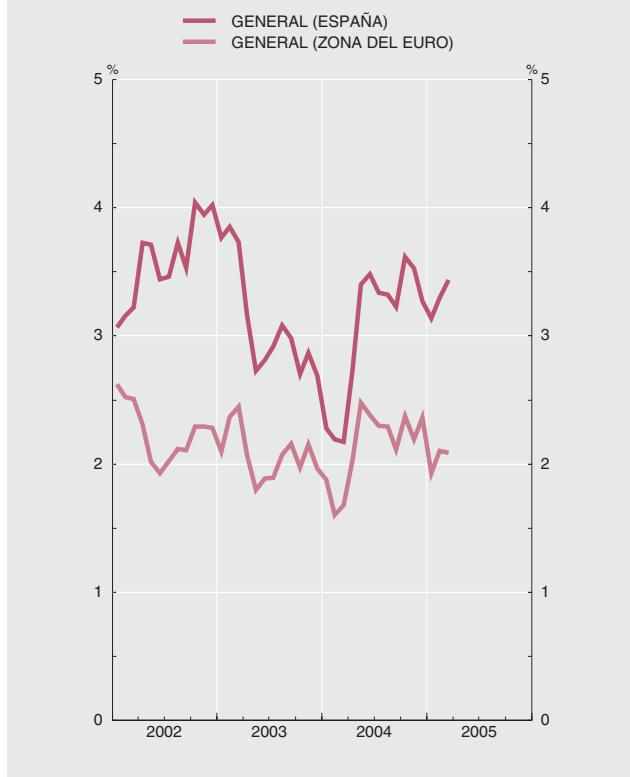
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 1996 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

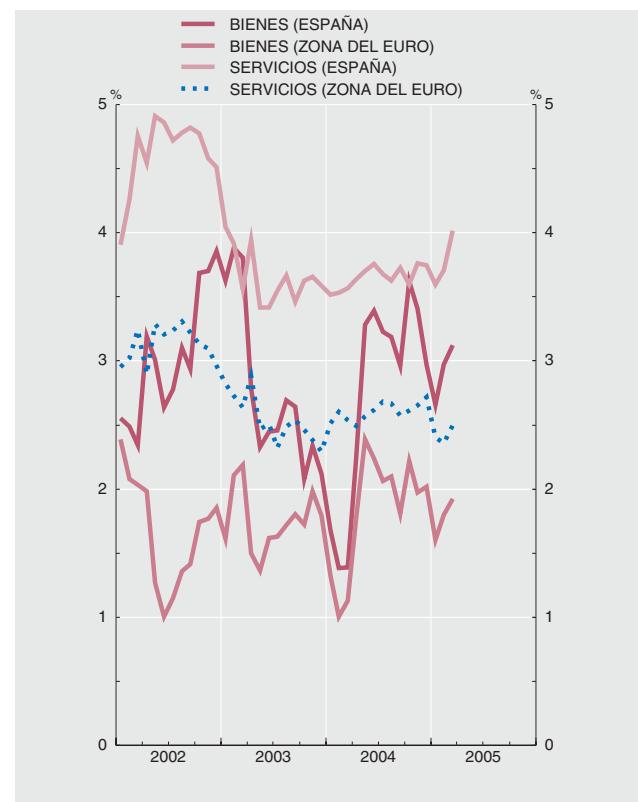
Tasas de variación interanual

	Índice general				Bienes												Servicios			
	España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
					Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
					España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
02	M	3,6	2,3	3,0	1,7	4,8	3,1	4,9	3,1	4,7	3,1	1,0	2,6	1,5	-0,2	-0,6	4,6	3,1		
03	M	3,1	2,1	2,8	1,8	4,0	2,8	3,5	3,3	4,6	2,1	1,2	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5		
04	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7		
04 E-M	M	2,2	1,7	1,5	1,1	3,7	3,0	3,2	3,5	4,3	2,2	0,0	0,2	0,7	0,7	-2,2	-1,5	3,5	2,6	
05 E-M	MP	3,3	2,0	2,9	1,8	3,6	1,6	3,8	2,3	3,4	0,5	2,3	1,9	0,8	0,3	7,2	7,6	3,8	2,4	
03 Dic		2,7	2,0	2,1	1,8	3,9	3,6	3,4	3,8	4,4	3,2	1,0	0,9	1,4	0,7	-0,1	1,8	3,6	2,3	
04 Ene		2,3	1,9	1,7	1,3	3,9	3,1	3,3	3,3	4,4	2,9	0,3	0,4	0,8	0,6	-1,6	-0,4	3,5	2,5	
Feb		2,2	1,6	1,4	1,0	3,6	2,7	3,2	3,2	4,1	1,9	-0,1	0,2	0,7	0,8	-2,6	-2,2	3,5	2,6	
Mar		2,2	1,7	1,4	1,1	3,7	3,1	3,2	4,1	4,4	1,7	-0,1	0,1	0,6	0,7	-2,5	-2,0	3,6	2,5	
Abr		2,7	2,0	2,2	1,8	4,2	2,9	3,6	3,9	4,7	1,6	1,0	1,2	0,9	1,0	1,5	2,0	3,6	2,5	
May		3,4	2,5	3,3	2,4	4,8	3,1	4,7	3,9	4,9	1,7	2,3	2,1	1,0	0,9	6,6	6,7	3,7	2,6	
Jun		3,5	2,4	3,4	2,2	4,8	2,8	4,9	3,8	4,7	1,2	2,5	2,0	1,1	0,9	7,2	5,9	3,8	2,6	
Jul		3,3	2,3	3,2	2,1	4,6	2,6	4,9	3,8	4,3	0,7	2,3	1,8	0,9	0,7	6,6	5,9	3,7	2,7	
Ago		3,3	2,3	3,2	2,1	4,1	2,1	4,8	3,6	3,4	-0,2	2,6	2,1	1,1	0,9	7,0	6,5	3,6	2,7	
Sep		3,2	2,1	3,0	1,8	3,3	1,4	4,7	3,3	1,9	-1,5	2,7	2,0	1,1	0,8	7,5	6,4	3,7	2,6	
Oct		3,6	2,4	3,6	2,2	3,3	1,2	4,4	2,8	2,2	-1,2	3,8	2,7	1,4	0,8	11,6	9,8	3,6	2,6	
Nov		3,5	2,2	3,4	2,0	3,5	1,0	4,2	2,3	2,7	-1,0	3,4	2,5	1,3	0,8	9,9	8,7	3,8	2,7	
Dic		3,3	2,4	3,0	2,0	3,3	2,0	4,2	3,2	2,4	-	2,7	2,0	1,3	0,8	7,6	6,9	3,7	2,7	
05 Ene		3,1	1,9	2,7	1,6	3,5	1,5	4,1	2,8	2,9	-0,6	1,9	1,7	0,7	0,5	5,7	6,2	3,6	2,4	
Feb		3,3	2,1	3,0	1,8	3,7	1,9	3,6	2,6	3,8	0,7	2,3	1,8	0,7	0,2	7,5	7,7	3,7	2,4	
Mar	P	3,4	2,1	3,1	1,9	3,6	1,5	3,7	1,6	3,4	1,3	2,7	2,1	0,9	0,4	8,4	8,8	4,0	2,5	

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.eurostat.eu.int)

5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

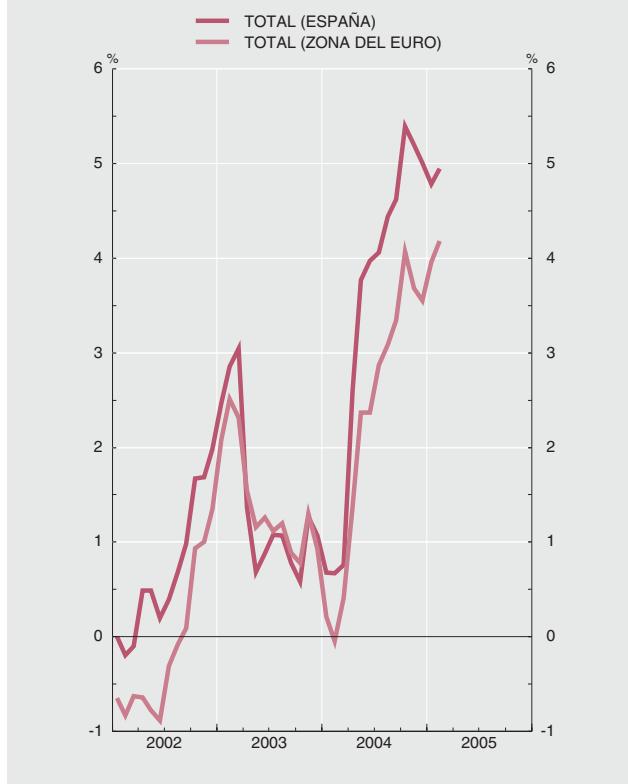
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
	Serie original	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	13	14	15	16	
02	MP	102,4	—	0,7	—	2,2	—	1,8	—	0,2	—	-1,3	-0,1	1,0	0,9	-0,3	-2,3
03	MP	103,9	—	1,4	—	2,3	—	1,2	—	0,8	—	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9
04 E-F	MP	104,8	—	0,7	—	2,1	—	1,3	—	1,7	—	-4,5	0,1	1,0	0,3	0,7	-2,5
05 E-F	MP	109,9	—	4,9	—	3,2	—	1,9	—	5,9	—	9,9	4,1	1,3	1,6	5,4	9,2
03 Nov	P	103,9	0,1	1,3	-	2,6	0,3	1,4	0,1	0,9	0,5	-0,4	1,3	1,3	0,3	0,4	3,2
Dic	P	103,8	-0,1	1,1	-0,3	2,4	-	1,3	0,1	1,0	-0,4	-1,2	0,9	1,0	0,2	0,4	1,7
04 Ene	P	104,5	0,7	0,7	0,4	2,1	0,4	1,3	0,9	1,4	1,2	-3,6	0,2	0,9	0,3	0,5	-1,5
Feb	P	105,1	0,6	0,7	0,5	2,1	0,3	1,3	1,2	2,0	-0,5	-5,4	-0,0	1,0	0,3	0,9	-3,5
Mar	P	105,8	0,7	0,8	0,7	2,3	0,1	1,3	0,8	2,6	1,5	-5,6	0,4	1,5	0,3	1,5	-2,8
Abr	P	106,6	0,8	2,6	0,4	2,9	0,1	1,3	1,1	3,7	1,3	1,3	1,4	1,5	0,5	2,3	1,2
May	P	107,3	0,7	3,8	0,4	3,1	-	1,2	0,6	4,4	2,3	7,2	2,4	1,4	0,6	2,8	5,5
Jun	P	107,4	0,1	4,0	0,3	3,2	0,2	1,3	-	4,8	-0,3	7,1	2,4	1,6	0,7	3,3	4,5
Jul	P	107,7	0,3	4,1	0,2	2,8	0,2	1,6	0,2	5,3	0,8	7,2	2,9	1,6	0,9	4,2	5,3
Ago	P	108,3	0,6	4,4	-0,2	2,2	0,1	1,7	0,3	5,7	2,6	9,0	3,1	1,4	0,9	4,8	5,6
Sep	P	108,6	0,3	4,6	0,1	2,1	-	1,6	0,4	5,9	1,2	11,0	3,3	1,1	0,9	5,0	7,3
Oct	P	109,4	0,7	5,4	-0,1	2,3	0,2	1,8	0,5	6,2	3,1	14,2	4,1	1,1	1,1	5,5	10,1
Nov	P	109,3	-0,1	5,2	-0,1	2,2	-	1,5	0,3	6,3	-0,9	12,6	3,7	1,0	1,1	5,5	8,3
Dic	P	109,0	-0,3	5,0	0,3	2,8	0,1	1,6	-	6,2	-2,1	10,7	3,6	1,5	1,2	5,4	7,0
05 Ene	P	109,5	0,5	4,8	0,8	3,2	0,6	1,8	0,8	6,2	-0,5	8,8	4,0	1,3	1,6	5,5	8,4
Feb	P	110,3	0,7	4,9	0,4	3,1	0,4	1,9	0,6	5,6	1,5	11,0	4,2	1,3	1,7	5,2	10,0

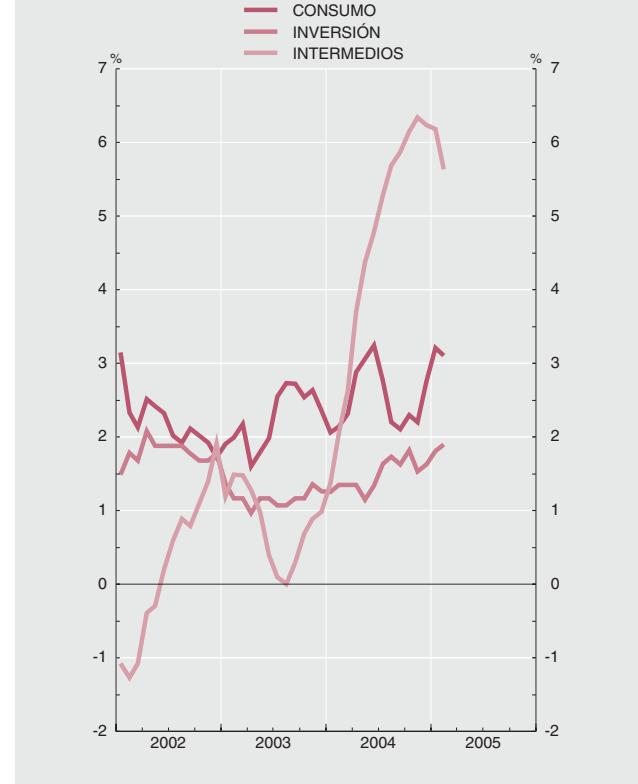
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL Tasas de variación interanual

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES Tasas de variación interanual

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

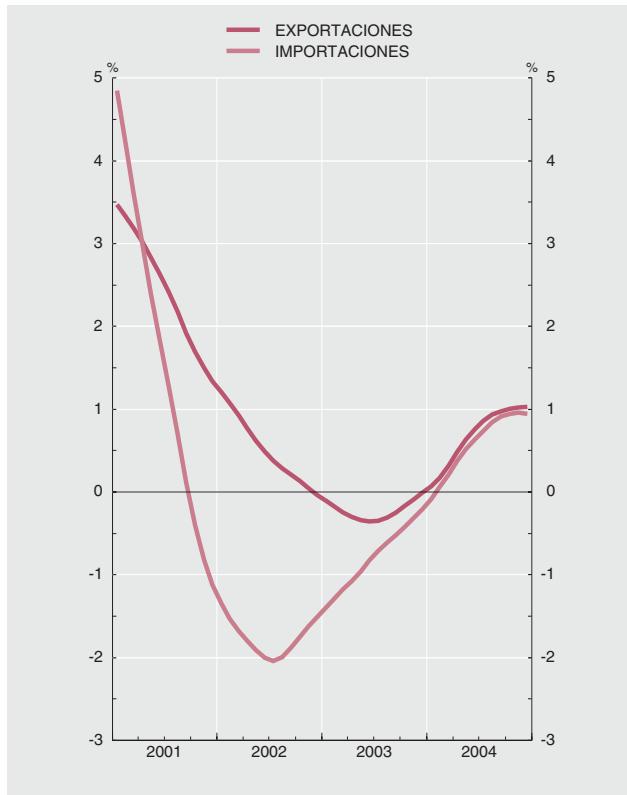
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA.

■ Serie representada gráficamente.

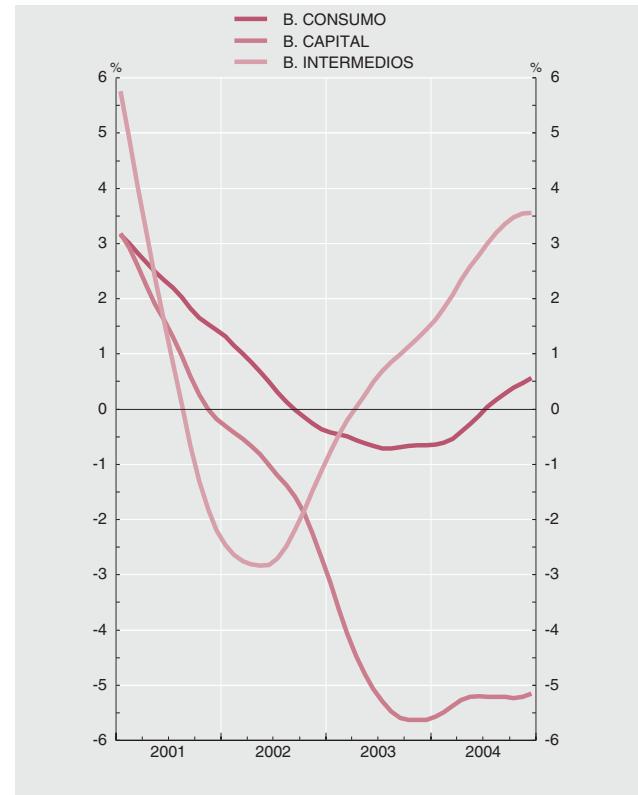
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
01	2,7	4,1	6,2	-0,2	2,6	1,0	-0,4	1,7	0,9	-1,9	-7,9	0,1
02	0,2	-0,8	12,2	-2,4	-6,4	-1,8	-3,1	-0,5	0,6	-5,3	-5,3	-4,2
03	-0,9	-0,7	-8,3	1,4	8,1	-0,1	-0,3	-0,1	-7,4	1,6	1,9	1,7
03 E-D	-0,9	-0,7	-8,3	1,4	8,1	-0,1	-0,3	-0,1	-7,4	1,6	1,9	1,7
04 E-D	0,8	0,2	-1,9	2,7	13,4	1,7	1,3	-0,4	-5,2	4,4	11,9	2,7
03 Jul	-0,9	2,6	-16,0	1,0	9,0	0,0	-	-3,4	-7,2	3,2	-6,0	5,4
Ago	-3,8	-6,1	-15,9	1,6	7,7	-0,7	1,5	4,5	-9,1	2,9	-3,3	3,6
Sep	-0,2	-0,4	-2,7	1,2	-2,8	-0,4	-2,8	-0,2	-17,7	0,9	-9,6	0,6
Oct	-0,7	-2,5	-5,3	1,5	6,9	0,3	0,8	2,8	-0,6	-0,0	-12,3	2,3
Nov	0,5	-1,6	0,1	1,9	1,1	0,5	-0,2	-0,4	-7,0	1,8	-2,1	1,3
Dic	1,0	1,0	-3,3	3,6	-2,4	2,5	-1,4	-1,4	-9,4	1,0	-3,8	1,7
04 Ene	-2,0	-2,9	-3,3	-0,6	-2,3	-1,1	-3,6	-1,0	-8,4	-3,5	-17,1	-1,6
Feb	-4,3	-4,4	-5,9	-2,5	-16,9	-2,9	1,8	-6,0	-6,2	7,5	-20,4	13,9
Mar	-1,5	-1,4	-7,5	0,6	-11,5	0,5	-2,3	-3,6	-7,0	-0,5	-16,2	3,3
Abr	1,7	-1,9	7,9	2,8	-3,7	4,2	1,4	-3,9	2,6	3,4	2,4	2,8
May	3,6	4,7	3,8	3,2	2,9	2,2	5,3	2,9	-1,1	8,6	18,5	4,4
Jun	3,2	3,0	4,8	4,1	16,4	2,8	-0,5	-3,3	-2,0	1,4	16,8	-1,9
Jul	-2,3	-4,8	-5,5	2,1	19,1	0,2	-0,3	2,6	-8,9	1,8	18,4	-1,7
Ago	5,6	4,3	9,0	5,6	23,9	4,5	3,7	3,7	-3,4	5,9	23,7	1,5
Sep	0,9	1,2	-8,9	3,2	34,5	1,6	4,2	-0,2	-2,2	8,2	19,7	5,2
Oct	2,7	3,1	-	4,2	20,1	2,8	2,6	2,6	-9,7	7,2	29,3	2,3
Nov	1,0	1,9	-9,0	5,6	42,0	3,7	1,5	-1,1	-9,2	6,7	37,5	2,0
Dic	0,2	-1,1	-8,0	3,7	35,9	2,0	2,4	2,3	-7,0	6,5	29,1	3,4

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 6 y 7.

a.Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

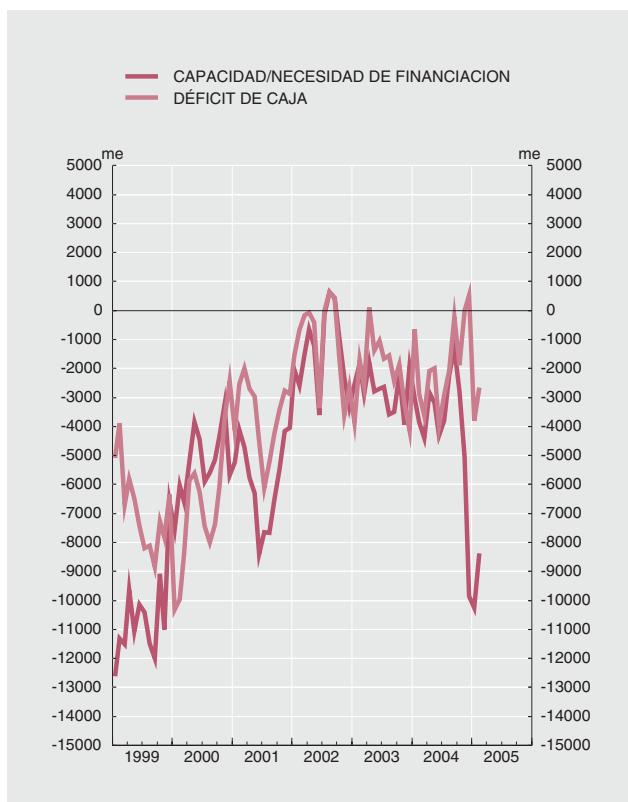
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

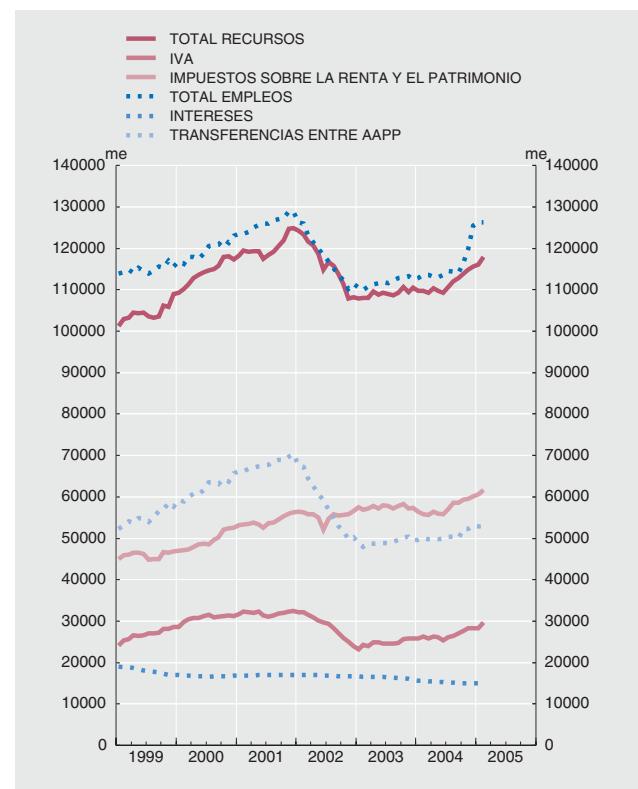
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos	
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
99	-6 585	109 009	28 574	16 408	5 877	46 886	11 264	115 594	17 363	16 959	57 721	3 034	20 517	-6 354	110 370	116 724
00	-5 675	117 346	31 262	17 171	5 210	52 526	11 177	123 021	15 806	16 809	65 703	3 705	20 998	-2 431	118 693	121 124
01	-4 046	124 838	32 433	17 838	6 913	56 267	11 387	128 884	16 067	17 030	70 319	3 379	22 089	-2 884	125 193	128 077
02	P -3 336	108 150	24 005	11 431	5 319	56 616	10 779	111 486	16 978	16 666	50 217	3 318	24 307	-2 626	108 456	111 082
03	A -1 937	110 544	25 764	10 918	5 029	57 415	11 418	112 481	17 670	15 806	49 406	2 695	26 904	-4 132	109 655	113 787
04	A -9 863	115 683	28 230	10 991	4 588	60 063	11 811	125 546	18 866	15 005	52 995	7 519	31 161	527	115 270	114 743
04 E-F	A 6 841	22 923	10 158	1 746	843	8 523	1 653	16 082	2 525	2 472	7 465	269	3 351	3 161	23 266	20 105
05 E-F	A 8 332	25 197	11 544	1 739	422	10 169	1 323	16 865	2 600	2 431	7 526	66	4 242	-28	25 580	25 608
04 Mar	A -5 670	3 568	135	741	454	1 551	687	9 238	1 611	1 277	4 066	349	1 935	-5 457	3 993	9 451
Abr	A 9 004	17 204	5 583	1 022	377	9 715	507	8 200	1 374	1 248	3 825	197	1 556	9 876	17 306	7 430
May	A -6 090	2 425	79	925	197	114	1 110	8 515	1 260	1 296	3 829	168	1 962	-5 208	2 324	7 532
Jun	A -9 252	1 887	-1 180	1 103	164	297	1 503	11 139	2 417	1 226	4 648	237	2 611	-9 107	782	9 889
Jul	A 5 689	15 047	4 757	803	178	9 020	289	9 358	1 437	1 291	4 456	135	2 039	2 708	15 824	13 117
Ago	A -86	7 906	-1 613	895	278	7 771	575	7 992	1 360	1 242	3 651	100	1 639	92	7 290	7 198
Sep	A 409	8 928	3 049	1 088	161	3 541	1 089	8 519	1 434	1 213	3 746	228	1 898	1 424	8 808	7 384
Oct	A 6 833	18 696	5 831	749	181	11 631	304	11 863	1 385	1 275	7 094	264	1 845	5 622	18 605	12 983
Nov	A -5 696	7 413	1 340	881	615	3 183	1 394	13 109	1 530	1 210	4 368	3 851	2 150	113	7 787	7 674
Dic	A -11 845	9 686	91	1 038	1 140	4 717	2 700	21 531	2 533	1 255	5 847	1 721	10 175	-2 696	9 285	11 981
05 Ene	A 83	8 142	-797	888	239	7 182	630	8 059	1 292	1 281	3 208	3	2 275	-6 812	9 956	16 768
Feb	A 8 249	17 055	12 341	851	183	2 987	693	8 806	1 308	1 150	4 318	63	1 967	6 784	15 623	8 840

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.

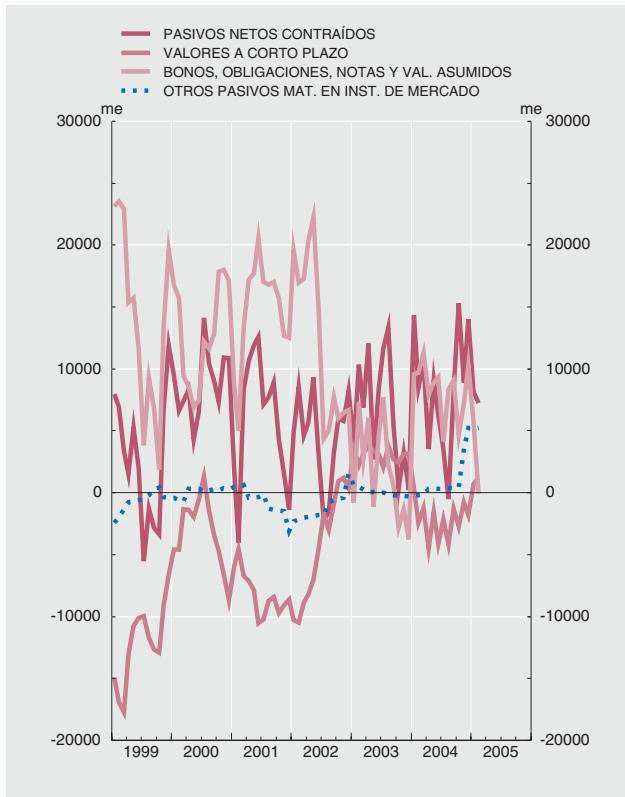
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

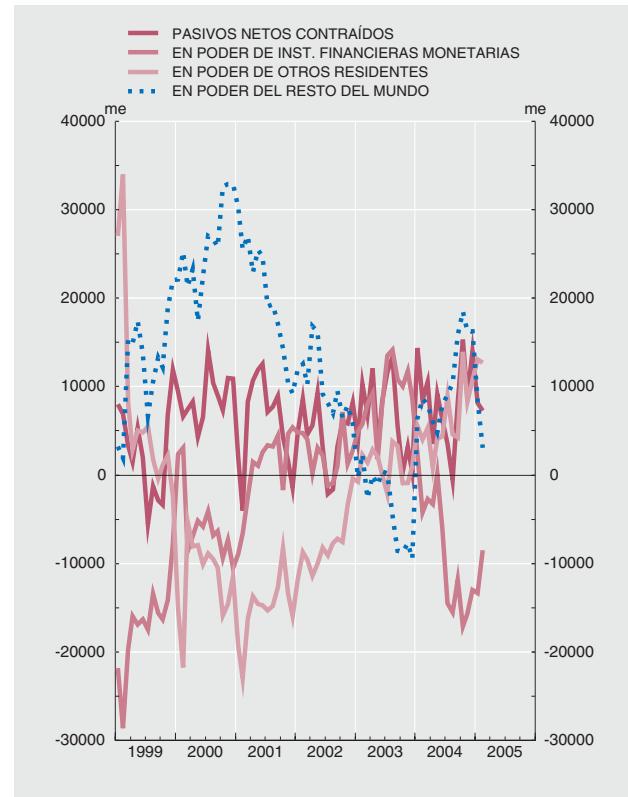
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
	Depósitos en el Banco de España	Total	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
			Total	En monedas distintas de la peseta/euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
										Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-6 585	5 337	4 574	11 922	209	-6 629	19 592	-499	-446	-96	-10 103	-7 734	-2 369	22 026	12 018
00	-5 675	5 191	5 690	10 866	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 638	-22 058	-10 554	-11 504	32 924	8 228
01	-4 046	-5 445	-20 141	-1 399	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 704	-10 605	5 387	-15 992	9 206	305
02	P -3 336	4 872	-95	8 208	-888	346	6 655	-486	1 488	205	2 422	2 798	-375	5 785	8 002
03	A -1 937	-1 699	0	238	-135	3 146	-3 761	-486	-281	1 620	9 710	8 664	1 047	-9 472	-1 381
04	A -9 863	4 147	-0	14 010	-660	-1 813	10 356	-486	5 204	749	-2 259	-12 990	10 730	16 270	13 261
04 E-F	A 6 841	9 449	-0	2 608	-1	-3 535	5 701	-	-50	492	-10 282	-9 849	-433	12 890	2 116
05 E-F	A 8 332	4 170	0	-4 162	-1 211	-461	-4 755	-	-47	1 101	-3 872	-5 376	1 504	-290	-5 263
04 Mar	A -5 670	-1 282	0	4 388	-51	1 807	3 117	-	-70	-466	6 793	3 701	3 092	-2 405	4 854
Abr	A 9 004	8 707	-1	-297	14	-2 502	2 784	-	355	-934	-2 978	1 094	-4 072	2 681	637
May	A -6 090	-3 329	1	2 761	-857	2 493	-683	-	37	914	3 879	-906	4 785	-1 118	1 847
Jun	A -9 252	-7 302	-1	1 950	31	-2 882	5 038	-	58	-264	39	325	-286	1 911	2 213
Jul	A 5 689	-2 705	0	-8 394	-1 224	2 877	-12 939	-	-9	1 677	-7 516	-7 675	159	-878	-10 071
Ago	A -86	-2 854	-0	-2 768	19	-2 735	1 146	-	13	-1 193	-154	-1 861	1 706	-2 614	-1 575
Sep	A 409	9 576	1	9 167	-15	2 883	5 232	-	3	1 049	2 904	3 572	-668	6 264	8 118
Oct	A 6 833	9 506	12 897	2 673	1 206	-1 534	-7 868	-	0	12 074	169	-6 632	6 801	2 504	-9 401
Nov	A -5 696	-8 594	-12 897	-2 898	22	2 738	5 434	-	3 052	-14 121	-1 130	3 824	-4 955	-1 767	11 224
Dic	A -11 845	-7 025	-0	4 820	196	-1 423	3 393	-486	1 815	1 522	6 018	1 417	4 601	-1 198	3 298
05 Ene	A 83	-222	0	-305	-19	2 712	-2 202	-	-38	-778	-1 973	-4 429	2 456	1 668	473
Feb	A 8 249	4 392	-0	-3 857	-1 192	-3 174	-2 553	-	-9	1 879	-1 899	-947	-952	-1 958	-5 736

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.

b. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

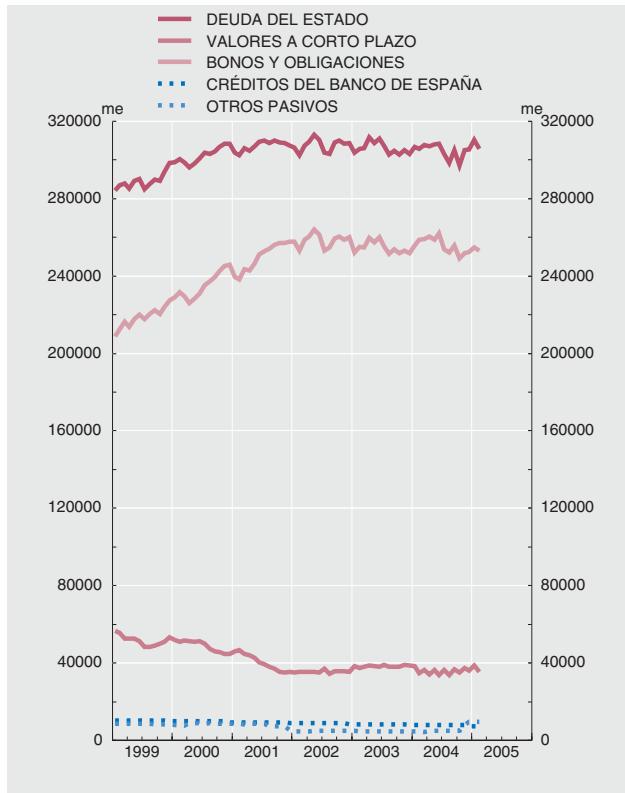
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

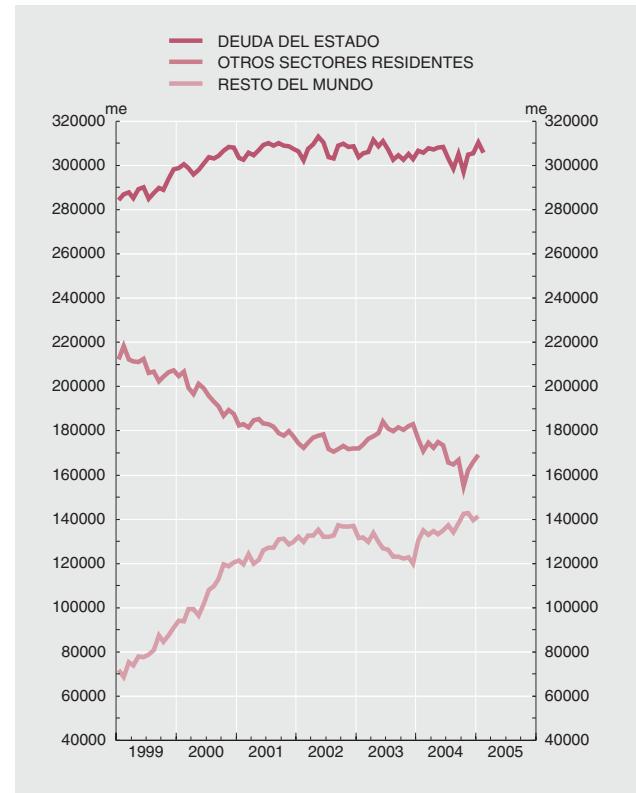
Millones de euros

Deuda del Estado elabora- da según la meto- dología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:				
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avales presta- dos (saldo vivo)		
			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materiali- zados en instrumen- tos de mercado (a)	Total	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residen- tes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
96	263 963	20 434	81 084	152 302	10 814	19 763	210 489	529	209 960	54 003	15 195	8 185
97	274 168	23 270	71 730	180 566	10 578	11 295	211 530	445	211 085	63 083	9 829	7 251
98	284 153	30 048	59 939	205 189	10 341	8 684	215 200	305	214 895	69 258	10 273	6 412
99	298 378	7 189	53 142	227 157	9 843	8 236	207 458	150	207 308	91 070	14 846	5 310
00	308 212	8 197	44 605	245 717	9 344	8 546	188 482	695	187 787	120 424	20 536	5 430
01	307 434	7 611	35 428	257 721	8 845	5 440	179 118	1 474	177 644	129 791	395	5 460
02	P 308 792	5 823	35 459	260 060	8 359	4 914	177 561	5 648	171 913	136 880	300	6 819
03	P 302 968	5 105	38 704	251 827	7 873	4 564	192 399	9 460	182 940	120 029	300	6 821
04	Feb A 305 759	5 133	34 731	258 640	7 873	4 516	182 167	11 319	170 849	134 911	300	6 735
	Mar A 307 788	5 353	36 398	259 051	7 873	4 466	188 048	13 326	174 722	133 067	300	6 717
	Abr A 307 213	5 251	34 012	260 512	7 873	4 815	185 881	13 457	172 424	134 789	299	6 624
	May A 308 093	5 192	36 491	258 883	7 873	4 846	188 249	13 457	174 792	133 301	300	6 531
	Jun A 308 495	5 215	33 625	262 091	7 873	4 906	187 737	14 291	173 446	135 049	300	6 483
	Jul A 303 060	4 068	36 497	253 794	7 873	4 895	179 555	13 793	165 761	137 298	300	6 449
	Ago A 298 595	4 065	33 775	252 037	7 873	4 909	180 190	15 552	164 638	133 956	300	6 424
	Sep A 305 080	3 958	36 659	255 647	7 873	4 900	182 721	15 773	166 948	138 132	300	6 304
	Oct A 297 219	3 949	35 149	249 297	7 873	4 900	169 986	15 110	154 875	142 344	13 197	7 002
	Nov A 304 910	3 869	37 333	251 761	7 873	7 942	179 510	17 240	162 270	142 640	300	7 227
	Dic A 305 529	3 267	36 033	252 362	7 388	9 746	182 967	17 138	165 829	139 700	300	7 186
05	Ene A 310 453	3 380	38 732	254 615	7 388	9 718	185 458	16 255	169 204	141 249	300	...
	Feb A 305 643	3 297	35 550	253 037	7 388	9 669	...	16 152	...	...	300	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENT A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

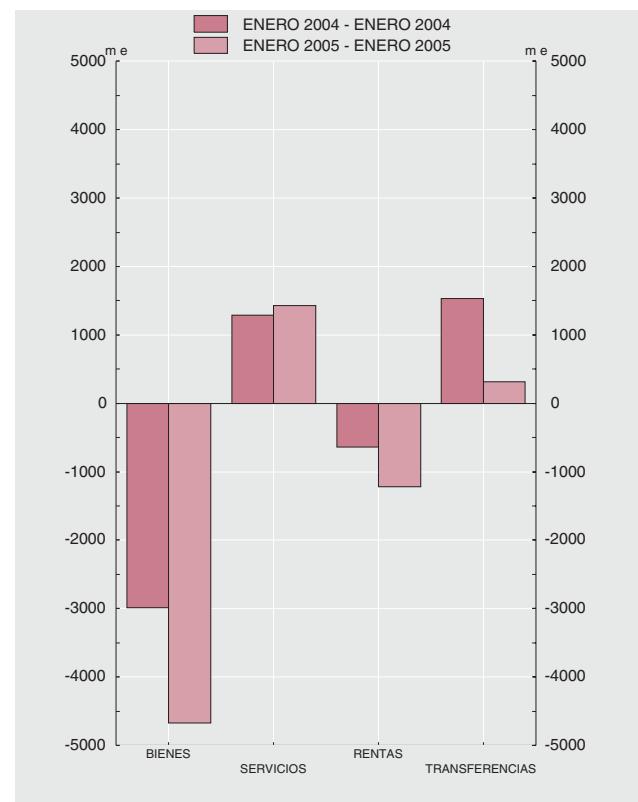
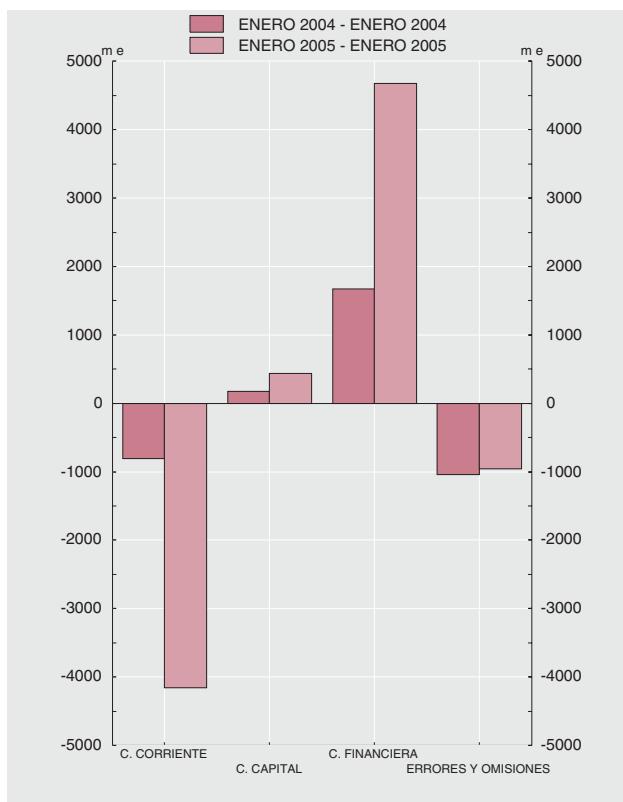
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)															(a)	(b)	17=-(15+16)			
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)							
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos											
		Total	Del cual	Del cual	Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes											
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=-(15+16)				
02	-16 881	-34 602	135 640	170 242	26 582	66 072	35 543	39 490	7 020	11 276	21 357	32 633	2 414	7 741	-9 141	14 755	-5 614				
03	-20 828	-37 843	141 017	178 860	27 265	67 903	36 871	40 638	7 315	10 586	21 812	32 398	336	8 762	-12 065	17 634	-5 569				
04	P-39 538	-51 885	148 195	200 080	25 166	68 632	37 250	43 466	8 907	12 827	23 326	36 153	7	8 531	-31 007	36 326	-5 319				
04 E-E	P -809	-2 989	10 814	13 803	1 292	4 583	2 214	3 291	632	-640	1 563	2 203	1 528	176	-633	1 673	-1 040				
05 E-E	P -4 155	-4 675	10 932	15 607	1 431	4 942	2 379	3 511	784	-1 223	1 800	3 024	313	436	-3 719	4 680	-961				
03 Oct	-1 473	-3 328	13 377	16 705	2 495	6 293	3 647	3 798	752	-798	1 900	2 697	158	872	-600	1 479	-878				
Nov	-3 141	-3 891	11 863	15 755	2 382	5 596	3 024	3 214	614	-749	1 122	1 871	-882	344	-2 796	2 858	-62				
Dic	-2 251	-3 610	11 826	15 436	1 431	4 932	2 070	3 501	560	-555	2 116	2 670	483	1 978	-273	51	222				
04 Ene	P -809	-2 989	10 814	13 803	1 292	4 583	2 214	3 291	632	-640	1 563	2 203	1 528	176	-633	1 673	-1 040				
Feb	P -1 932	-3 069	11 671	14 740	1 336	4 619	2 285	3 283	611	-527	1 679	2 206	328	558	-1 374	1 905	-531				
Mar	P -3 602	-3 503	13 339	16 842	1 291	5 076	2 422	3 785	657	-1 248	1 659	2 907	-142	430	-3 172	3 623	-452				
Abr	P -2 397	-4 050	12 570	16 620	1 683	5 183	2 647	3 500	531	-27	2 623	2 650	-2	560	-1 837	1 135	702				
May	P -2 544	-4 013	12 770	16 783	2 726	5 937	3 382	3 211	547	-1 250	1 634	2 884	-7	1 883	-662	433	228				
Jun	P -4 547	-4 642	13 299	17 941	2 056	5 806	3 248	3 750	828	-1 823	2 519	4 341	-138	369	-4 178	4 986	-808				
Jul	P -3 736	-4 371	12 938	17 308	3 045	7 062	4 296	4 017	909	-1 978	2 142	4 121	-431	623	-3 113	3 849	-736				
Ago	P -2 448	-4 677	9 131	13 808	3 039	6 641	4 297	3 601	910	-896	1 354	2 250	86	1 225	-1 223	1 644	-421				
Sep	P -5 144	-5 583	12 225	17 808	2 323	6 017	3 373	3 695	866	-1 443	1 500	2 943	-440	315	-4 830	4 429	400				
Oct	P -2 940	-4 633	13 115	17 749	2 740	6 524	3 742	3 784	863	-569	1 951	2 520	-477	311	-2 629	4 128	-1 499				
Nov	P -3 729	-4 950	13 826	18 776	2 401	5 957	3 233	3 556	818	-712	2 386	3 098	-468	402	-3 327	4 599	-1 272				
Dic	P -5 710	-5 403	12 499	17 902	1 236	5 229	2 111	3 993	734	-1 715	2 316	4 031	171	1 680	-4 030	3 919	111				
05 Ene	P -4 155	-4 675	10 932	15 607	1 431	4 942	2 379	3 511	784	-1 223	1 800	3 024	313	436	-3 719	4 680	-961				

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.^a edición, 1993).

- a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).
b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

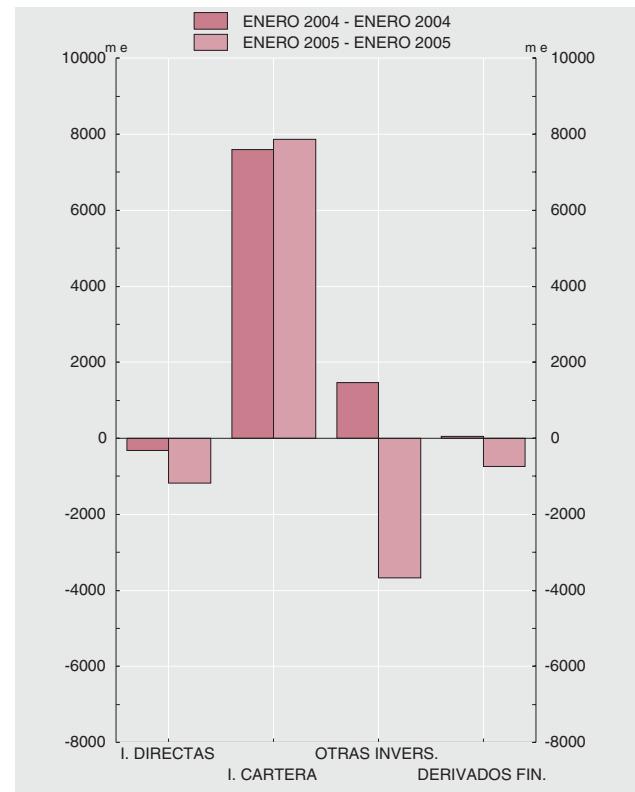
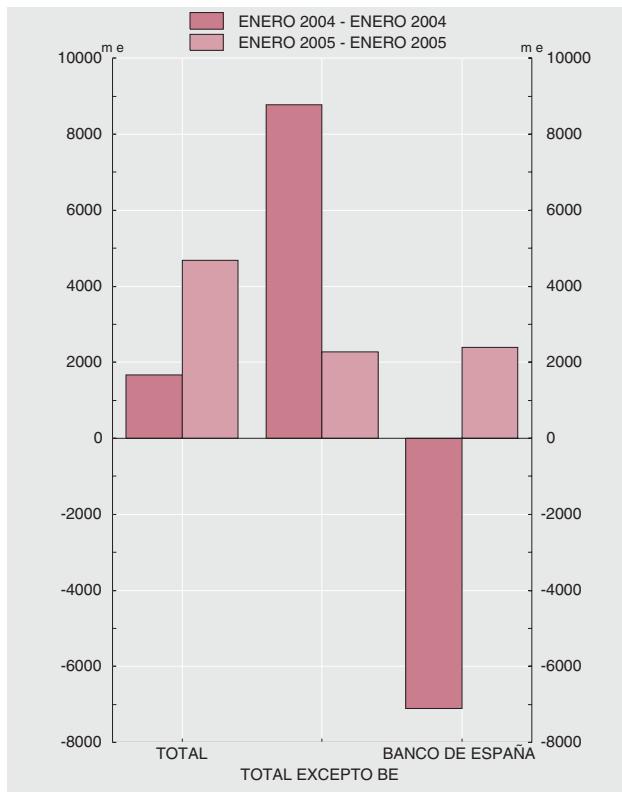
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta finan- ciera	Total, excepto Banco de España												Banco de España				Pro memoria	
	Total (VNP- VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA)	Reser- vas (e)	Activos frente al Euro- sistema (e)	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)	Otras inversiones incluido Banco de España (d)			
		Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)					Total (VNP- VNA)	13=14+ 15+16		
		1= 2+13	2=3+6+ 9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+ 15+16	14	15	16	
02	14 755	11 194	4 671	33 483	38 154	5 686	31 062	36 749	5 742	30 362	36 104	-4 905	3 561	-3 630	6 506	685	23 877 37 295	
03	17 634	16 059	1 995	20 709	22 705	-30 069	65 865	35 795	47 495	16 881	64 376	-3 362	1 575	13 626	4 382	16 433	12 524 63 177	
04	P36 326	50 336	25 678	33 806	7 928	81 579	25 264	106 843	-7 216	26 648	19 432	1 850	-14 010	5 147	-13 760	-5 397	40 714 19 359	
04 E-E	P 1 673	8 785	-326	1 222	896	7 597	967	8 564	1 467	8 685	10 151	-47	-7 111	1 320	-7 132	-1 299	15 732 10 104	
05 E-E	P 4 680	2 279	-1 170	3 444	2 273	7 861	-1 201	6 660	-3 669	8 933	5 264	-742	2 401	94	2 351	-45	6 541 5 249	
03 Oct	1 479	7 233	-73	1 454	1 381	7 225	761	7 985	143	917	1 060	-62	-5 754	187	-3 874	-2 067	4 824 1 125	
Nov	2 858	5 497	-1 797	1 365	-432	1 907	3 253	5 160	4 832	263	5 096	554	-2 639	3 104	-4 780	-963	5 041 4 914	
Dic	51 -11 812	2 560	2 792	5 352	-5 225	5 731	506	-8 649	11 445	2 796	-499	11 864	166	12 601	-903	-1 155	2 705	
04 Ene	P 1 673	8 785	-326	1 222	896	7 597	967	8 564	1 467	8 685	10 151	-47	-7 111	1 320	-7 132	-1 299	15 732 10 104	
Feb	P 1 905	-2 814	451	-729	-278	13 177	1 429	14 606	-16 483	6 047	-10 436	42	4 719	1 393	4 690	-1 365	1 357 10 481	
Mar	P 3 623	6 081	-4 719	2 563	-2 156	2 536	4 868	7 404	8 533	-4 671	3 861	-268	-2 458	921	-2 416	-963	-2 252 3 923	
Abr	P 1 135	497	1 459	745	2 205	-1 763	6 455	4 692	940	7 821	8 761	-139	638	720	570	-652	7 275 8 698	
May	P 433	6 643	-173	387	214	-6 443	7 000	557	12 993	-2 382	10 612	265	-6 209	-107	-6 473	370	3 994 10 695	
Jun	P 4 986	3 758	-1 034	3 502	2 468	4 591	1 436	6 026	-250	5 194	4 945	451	1 228	182	970	76	4 179 4 865	
Jul	P 3 849	10 249	-2 479	2 904	425	11 212	-267	10 946	472	671	1 143	1 044	-6 400	69	-6 330	-139	7 024 1 143	
Ago	P 1 644	-6 142	-1 449	1 733	284	-1 642	2 111	469	-2 764	-561	-3 325	-287	7 786	28	7 650	108	-8 214 -3 324	
Sep	P 4 429	-1 612	-1 216	354	-862	14 895	-4 682	10 213	-15 565	11 799	-3 766	273	6 041	219	6 117	-295	5 890 -3 766	
Oct	P 4 128	32 555	-2 464	3 191	727	8 768	3 191	11 959	26 276	-5 606	20 670	-25	-28 426	344	-27 589	-1 181	22 269 20 671	
Nov	P 4 599	-7 793	12 402	13 194	793	20 172	1 879	22 051	-16 955	-283	-17 238	1 391	12 393	12	13 138	-758	-13 405 17 184	
Dic	P 3 919	130	-1 526	4 739	3 214	8 479	877	9 356	-5 881	-67	-5 947	-943	3 789	44	3 045	700	-3 135 -5 984	
05 Ene	P 4 680	2 279	-1 170	3 444	2 273	7 861	-1 201	6 660	-3 669	8 933	5 264	-742	2 401	94	2 351	-45	6 541 5 249	

CUENTA FINANCIERA
(VNP-VNA)

CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE
(VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.^a edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

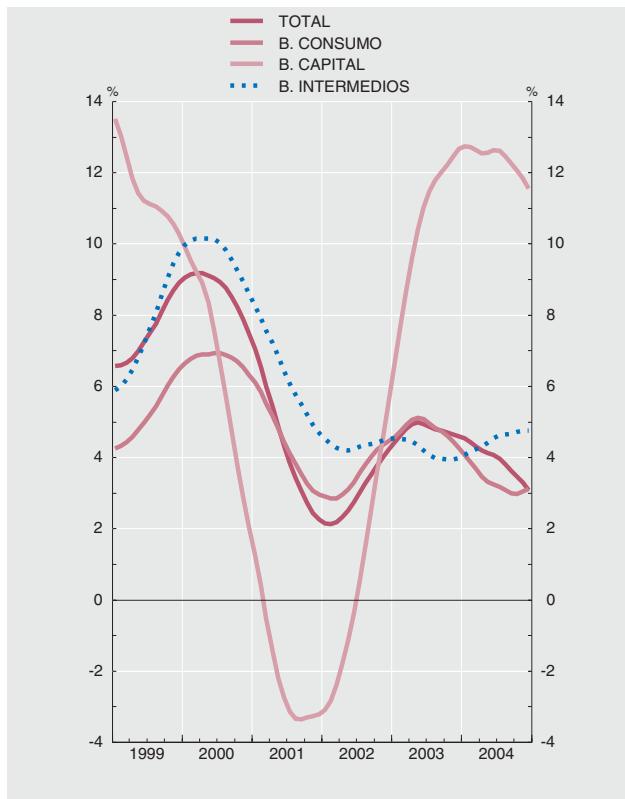
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)									
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total			Unión Europea	Del cual	Estados Unidos	Resto OCDE				
									UE 15	Zona del euro	11								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
99	104 789	4,9	5,7	3,1	16,5	4,4	-4,9	4,8	6,4	5,2	5,8	9,8	6,5	-8,2	-4,7	4,8	1,8		
00	124 177	18,5	11,7	8,9	13,7	13,1	9,2	13,2	17,5	18,1	15,4	31,6	16,2	21,7	13,0	32,4	28,0		
01	129 771	4,5	2,0	4,1	-9,1	4,5	-19,8	5,4	4,2	5,0	5,1	-6,6	4,9	8,3	-6,1	-6,6	12,1		
02	133 268	2,7	2,5	4,4	-10,3	5,1	4,7	4,9	2,9	0,1	1,0	2,4	3,9	10,1	-19,8	5,7	7,6		
03	138 119	3,6	4,5	3,9	15,1	2,0	15,6	1,9	3,8	4,6	5,2	-1,7	3,9	-5,4	2,2	-23,4	8,1		
04	P	146 452	6,4	5,6	1,6	13,8	5,6	14,2	5,6	6,1	7,4	5,3	2,2	6,0	11,1	7,8	6,8	7,7	
03 Nov	11 675	-1,6	-2,1	2,3	-8,5	-3,0	10,2	-3,4	-1,7	-3,7	-1,0	-20,5	0,4	-15,9	8,4	-19,3	1,4		
Dic	11 573	9,0	7,9	7,4	30,4	1,2	11,4	0,9	4,9	-0,8	1,8	24,4	5,3	32,6	62,3	-7,1	20,0		
04 Ene	10 696	3,6	5,7	3,7	19,4	4,2	5,0	4,2	2,8	2,3	4,3	-18,8	4,6	-3,5	77,8	-14,5	-2,9		
Feb	11 522	2,8	7,4	3,6	20,2	6,4	63,9	5,0	4,0	-2,0	2,3	3,5	6,1	-19,0	-11,8	-3,4	2,6		
Mar	13 080	6,8	8,4	5,8	18,4	6,7	31,0	6,1	6,4	3,2	3,7	13,5	7,0	14,1	-0,6	-14,7	12,0		
Abr	12 361	0,7	-1,0	-1,1	-8,7	1,6	-16,4	2,3	1,3	1,3	-0,8	-4,9	1,8	7,1	-10,7	8,5	-2,7		
May	12 702	2,8	-0,8	-4,3	9,5	-1,3	17,3	-1,9	3,6	0,4	-0,5	2,7	4,8	-21,1	-3,1	-3,0	4,7		
Jun	13 084	12,0	8,5	3,1	19,9	8,9	14,2	8,7	11,1	12,1	9,0	1,8	11,3	11,2	-4,2	23,0	23,4		
Jul	12 881	12,7	15,4	9,3	31,3	14,5	35,3	13,9	13,0	15,5	12,7	3,9	12,9	7,8	20,0	27,5	8,6		
Ago	8 891	7,5	1,8	0,3	-1,4	2,4	-12,5	3,1	7,2	2,6	5,8	2,4	9,0	10,0	23,9	26,6	3,8		
Sep	12 103	3,4	2,4	1,0	-1,4	4,2	-8,3	4,7	2,8	12,1	3,2	-0,3	0,1	-6,0	30,2	5,9	4,4		
Oct	13 002	-0,5	-3,1	-9,8	6,2	-1,7	10,9	-2,0	-1,1	4,9	-1,5	-7,9	-2,5	27,6	-10,3	-21,1	2,1		
Nov	13 779	18,0	16,9	9,1	44,2	13,5	6,8	13,7	16,8	24,5	17,5	22,5	14,1	38,8	-1,6	39,0	27,3		
Dic	12 350	6,7	6,5	0,6	10,6	10,1	24,8	9,0	5,4	11,3	7,4	8,8	3,3	64,9	-17,2	9,0	9,1		

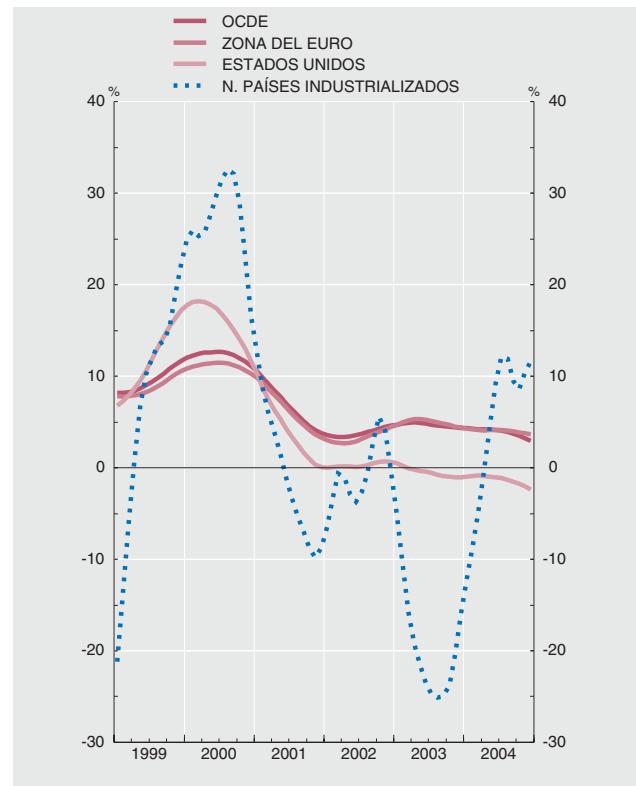
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 4 y 5.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

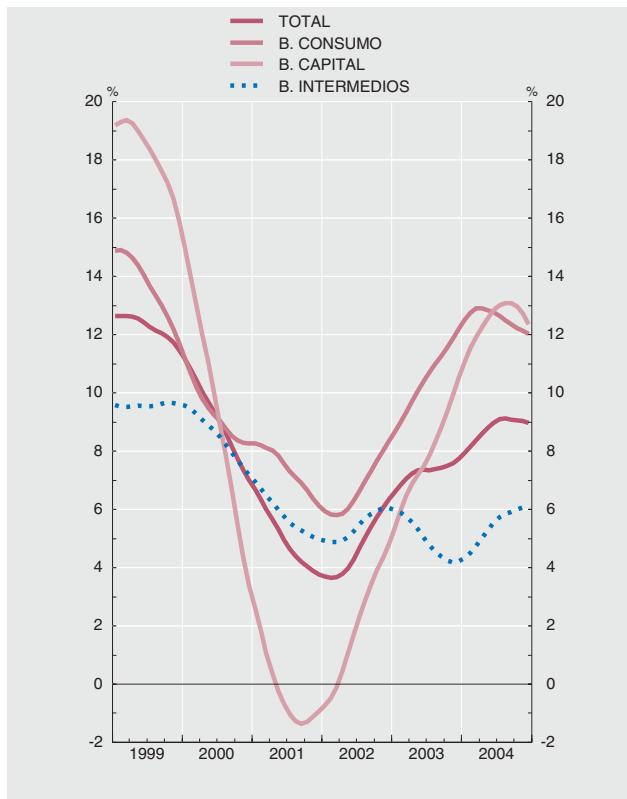
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipo de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE				OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del cual	Estados Unidos	Resto OCDE				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
99	139 094	13,2	13,2	14,8	22,6	9,7	-0,6	11,0	12,4	10,3	11,7	8,9	13,5	15,8	12,6	16,4	18,1
00	169 468	21,8	7,9	6,3	7,1	8,8	9,5	8,9	15,7	16,5	15,6	14,4	15,5	95,1	14,6	19,6	36,1
01	173 210	2,2	2,9	9,1	-6,6	3,5	5,4	3,1	2,1	0,0	3,7	-10,1	3,9	-8,1	3,7	-2,2	11,3
02	175 268	1,2	4,4	5,2	-4,6	6,7	4,8	7,0	0,6	-0,8	1,9	-8,5	1,7	-11,0	5,7	2,4	11,2
03	185 114	5,6	6,1	8,5	15,2	2,5	0,2	2,9	5,4	3,4	5,3	-4,8	6,8	1,9	12,9	1,1	7,6
04	P 207 126	12,5	11,0	14,3	21,2	6,5	9,6	6,2	10,9	6,7	10,2	10,7	12,2	12,2	10,8	14,6	23,1
03 Nov	16 260	2,7	3,0	7,5	14,8	-2,3	7,4	-3,4	2,6	3,7	0,8	-6,8	3,1	-5,4	32,7	1,4	2,0
Dic	15 869	0,9	2,4	12,7	14,0	-5,5	1,9	-6,4	-3,5	-4,8	-5,5	1,1	-3,5	-0,6	27,5	24,6	23,5
04 Ene	14 207	4,9	8,9	16,1	16,3	3,7	18,0	1,9	5,0	1,4	4,7	1,7	6,5	-5,6	10,8	-4,6	10,8
Feb	15 248	6,0	4,1	20,9	21,2	-6,4	1,3	-7,3	7,0	4,3	6,1	9,9	7,6	-16,4	22,4	9,8	9,2
Mar	17 440	11,3	13,9	24,2	18,3	8,3	14,6	7,6	10,3	8,7	8,0	8,9	10,9	-9,2	55,7	1,7	22,3
Abr	17 216	10,5	9,0	19,2	11,0	4,0	8,2	3,5	9,1	-1,6	8,4	15,8	12,0	-4,0	10,2	1,5	26,1
May	17 429	8,6	3,1	7,2	6,5	0,1	16,0	-1,6	6,9	-0,6	9,8	-9,3	10,4	29,6	-8,7	4,9	15,2
Jun	18 575	20,4	21,1	23,4	26,8	18,2	21,2	17,8	18,3	2,2	15,7	27,7	22,9	13,3	24,5	20,5	34,3
Jul	17 958	15,9	16,3	8,9	48,2	11,2	2,5	12,4	15,3	13,6	15,3	0,7	16,7	15,1	8,7	8,3	22,5
Ago	14 258	17,9	13,7	13,1	21,2	11,8	13,4	11,5	13,2	7,2	9,1	26,8	13,8	32,3	17,7	21,5	33,6
Sep	18 389	11,1	6,6	12,5	2,6	5,1	11,6	4,2	7,0	5,6	5,5	19,1	6,7	34,5	31,9	13,2	18,1
Oct	18 393	7,1	4,3	2,4	18,4	1,1	5,8	0,6	6,3	4,6	6,2	16,2	6,2	-27,9	16,2	21,7	
Nov	19 466	19,7	18,0	19,4	26,4	14,5	-2,2	16,7	16,4	4,5	14,8	28,1	18,9	31,8	-1,6	31,4	37,3
Dic	18 546	16,9	14,1	9,8	40,1	7,8	4,4	6,1	15,4	29,2	18,2	-15,4	13,8	18,1	-12,7	50,2	25,9

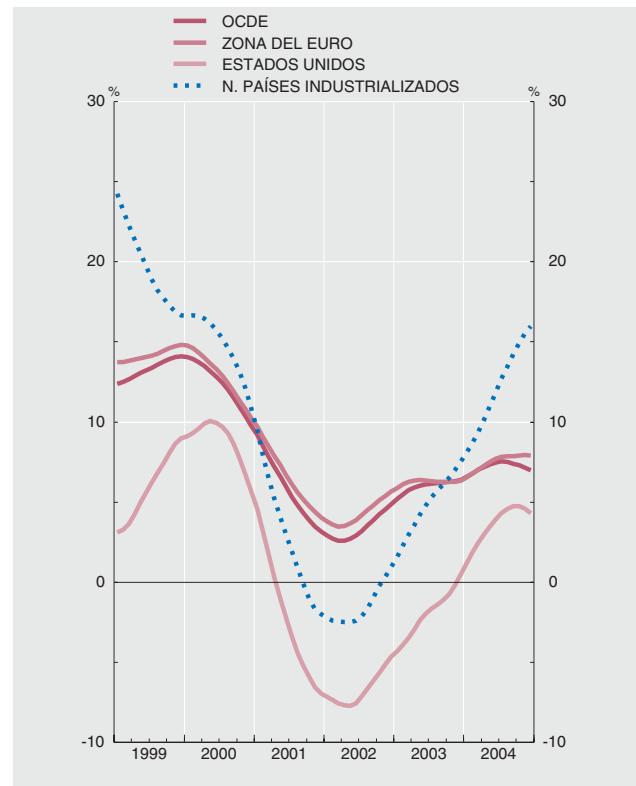
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 2 y 3.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

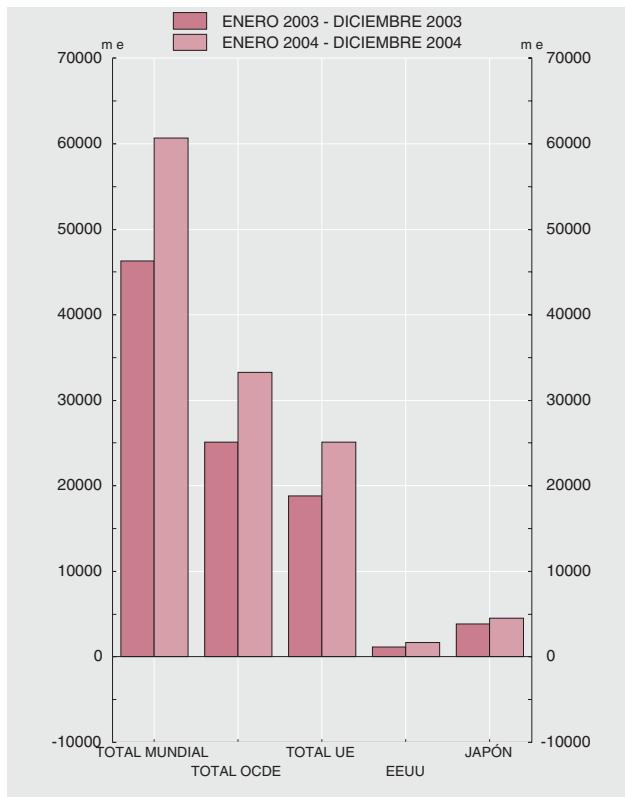
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

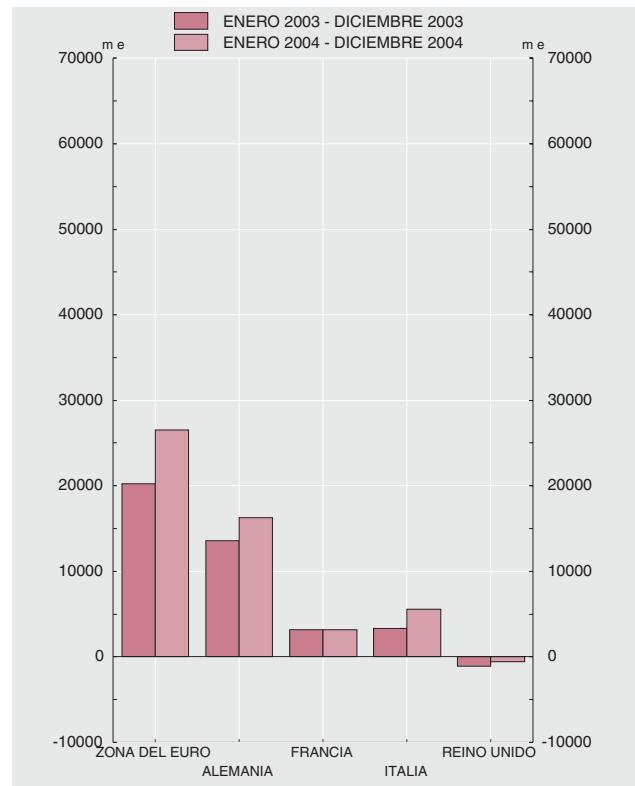
Millones de euros

	Total mundial	OCDE												OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros				
		Unión Europea (UE 15)																			
		Total		Zona del euro			Reino Unido	Resto UE 15	Estados Unidos	Japón	Resto OCDE										
		Total	Del cual	Alemania	Francia	Italia	8	9	10	11	12										
99	-34 305	-24 373	-17 970	-4 904	-8 169	-4 448	-3 572	-1 640	-11 425	-3 055	-3 301	-48	-4 642	885	-1 933	-4 243					
00	-45 291	-26 645	-20 065	-5 968	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-12 236	-2 707	-3 616	-258	-10 879	936	-2 151	-6 551					
01	-43 439	-24 992	-17 987	-4 974	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-12 551	-2 219	-3 159	-1 627	-9 501	420	-2 176	-7 190					
02	-42 000	-22 665	-17 543	-5 753	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-13 220	-1 416	-3 224	-482	-7 771	-897	-2 176	-8 491					
03	-46 995	-25 669	-19 322	-5 855	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-14 502	-1 170	-3 855	-1 321	-8 187	-1 467	-2 600	-9 073					
03 E-D	-46 279	-25 084	-18 810	-20 249	-13 592	-3 187	-3 360	1 083	356	-1 138	-3 816	-1 321	-8 147	-1 466	-2 600	-8 982					
04 E-D	-60 673	-33 290	-25 086	-26 503	-16 297	-3 174	-5 552	543	874	-1 665	-4 516	-2 022	-9 020	-1 758	-3 098	-13 508					
03 Dic	-4 295	-2 712	-2 239	-2 249	-1 221	-495	-452	16	-6	-82	-336	-54	-622	56	-241	-777					
04 Ene	-3 511	-1 432	-674	-1 029	-771	-180	-280	246	109	-240	-265	-253	-839	33	-241	-1 031					
Feb	-3 726	-1 980	-1 503	-1 749	-1 119	-331	-259	224	22	-137	-300	-40	-605	-86	-207	-849					
Mar	-4 361	-2 254	-1 645	-1 859	-1 294	-328	-313	187	26	-105	-460	-45	-672	-173	-231	-1 029					
Abr	-4 855	-2 602	-1 945	-2 056	-1 410	-173	-473	55	56	-136	-374	-148	-572	-302	-216	-1 163					
May	-4 727	-2 587	-1 990	-2 310	-1 740	-114	-392	196	124	-168	-357	-72	-901	-79	-254	-905					
Jun	-5 490	-3 208	-2 368	-2 461	-1 630	-40	-531	62	31	-188	-442	-210	-698	-224	-278	-1 082					
Jul	-5 077	-2 834	-2 266	-2 499	-1 736	-208	-489	176	57	-43	-386	-139	-802	-134	-220	-1 087					
Ago	-5 367	-2 835	-2 193	-2 032	-1 118	-309	-436	206	45	-166	-294	-182	-848	-168	-223	-1 292					
Sep	-6 286	-3 133	-2 302	-2 360	-1 473	-98	-525	19	77	-197	-390	-244	-961	-410	-243	-1 539					
Oct	-5 391	-3 209	-2 551	-2 563	-1 362	-339	-528	-97	109	-81	-388	-189	-673	-126	-275	-1 108					
Nov	-5 687	-3 171	-2 216	-2 235	-1 335	-63	-608	-124	143	-273	-450	-232	-887	-112	-303	-1 213					
Dic	-6 196	-4 043	-3 434	-3 351	-1 308	-991	-718	-158	75	70	-410	-269	-562	24	-407	-1 208					

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 3 y 5.

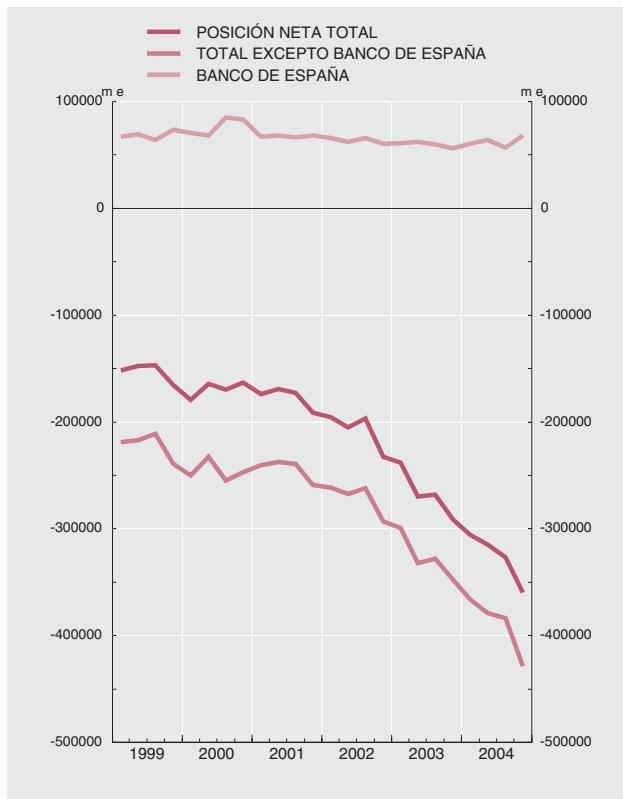
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Serie representada gráficamente.

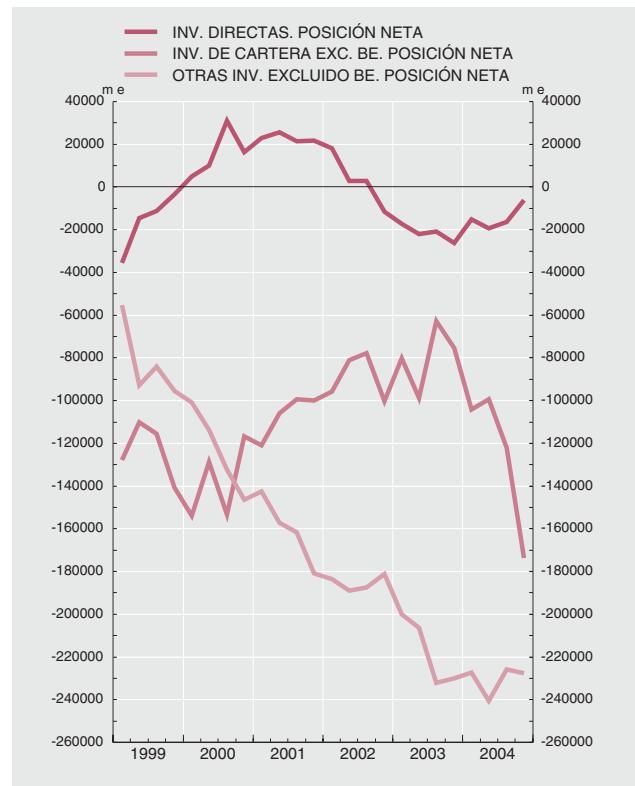
Saldos a fin de periodo en millones de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13 a 15	13	14	15	
96	-108 679	-156 081	-53 108	31 973	85 081-104 857	17 421	122 278	1 884	132 134	130 250	47 403	47 658	-	-256	
97	-121 608	-185 920	-45 366	45 852	91 218-124 360	33 272	157 632	-16 194	141 741	157 935	64 311	64 174	-	137	
98	-159 772	-212 314	-41 242	60 064	101 306-136 177	73 123	209 300	-34 895	158 762	193 657	52 542	52 095	-	447	
99	-165 704	-239 447	-3 413	112 285	115 698-140 717	127 409	268 125	-95 318	148 062	243 380	73 743	37 288	36 028	427	
00	-163 412	-246 928	16 238	171 907	155 669-116 666	193 719	310 384-146 501	159 480	305 981	83 516	38 234	45 278	4		
01 /V	-191 095	-259 231	21 753	209 307	187 554-100 066	232 765	332 831-180 918	163 881	344 799	68 136	38 865	29 156	114		
02 /	-195 310	-261 350	18 133	212 344	194 211	-95 873	245 199	341 072-183 610	168 175	351 786	66 041	41 015	26 173	-1 148	
//	-204 818	-267 298	2 901	202 769	199 868	-81 119	245 783	326 902-189 080	173 641	362 721	62 480	36 400	26 005	75	
/I	R -196 625	-262 266	2 891	204 584	201 693	-77 716	240 510	318 226-187 441	178 035	365 475	65 642	38 425	27 657	-440	
/IV	-232 868	-293 496	-11 623	213 703	225 326-100 793	256 806	357 599-181 080	185 135	366 215	60 628	38 431	22 650	-453		
03 /	-238 221	-299 259	-17 310	216 418	233 728	-81 854	278 305	360 160-200 094	184 517	384 612	61 037	35 436	24 337	1 264	
//	-269 640	-332 107	-22 135	214 977	237 112-103 560	287 438	390 998-206 412	183 213	389 625	62 468	31 326	26 766	4 376		
/I	-268 104	-327 840	-20 795	220 554	241 349	-74 889	310 092	384 981-232 156	181 111	413 267	59 736	25 395	22 216	12 126	
/IV	-291 703	-347 792	-26 326	222 721	249 048	-91 529	320 424	411 954-229 936	187 919	417 855	56 089	21 229	18 269	16 591	
04 /	-305 636	-366 150	-15 055	232 383	247 438-123 800	333 659	457 459-227 295	196 446	423 741	60 514	17 578	23 071	19 866		
//	-314 811	-378 987	-19 345	236 997	256 342-118 975	348 574	467 548-240 667	206 796	447 463	64 176	16 245	27 941	19 990		
/I	-327 047	-383 991	-16 333	241 507	257 840-141 914	346 642	488 557-225 744	213 310	439 054	56 945	15 889	20 504	20 552		
/IV	-359 929	-428 425	-6 217	255 548	261 765-194 564	359 154	553 717-227 645	201 651	429 295	68 497	14 505	31 909	22 082		

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.º 2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, a la resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

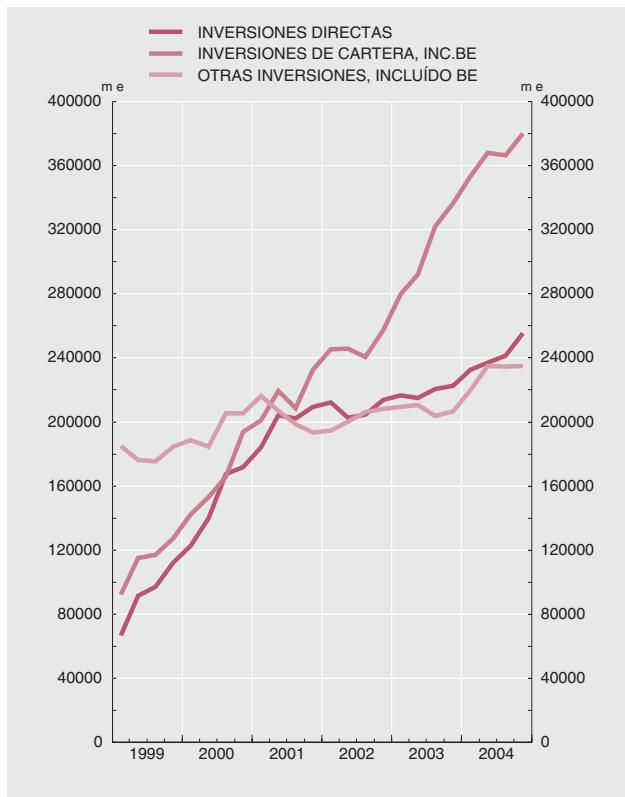
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

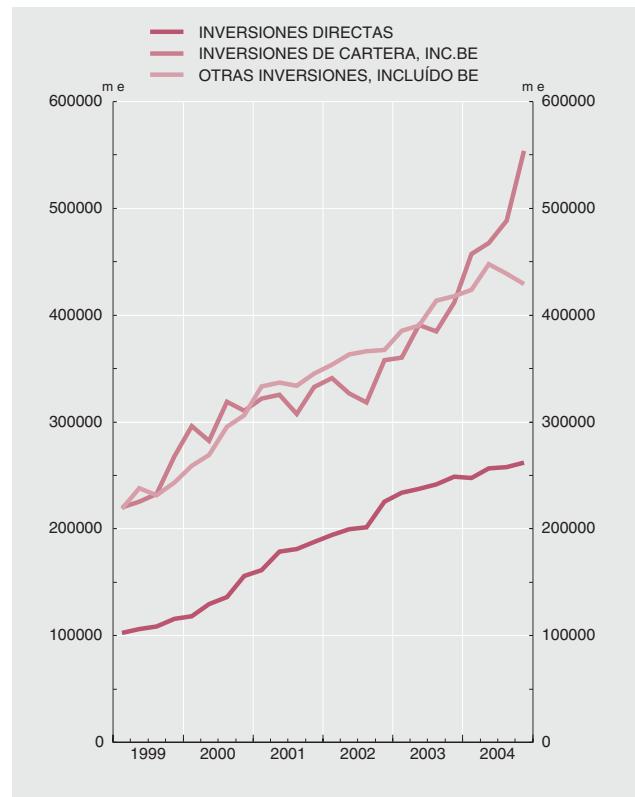
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España			
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	De España en el exterior	Del exterior en España
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
96	29 634	2 339	71 683	13 398	4 272	13 149	53 370	68 908	132 316	130 688
97	42 711	3 141	78 261	12 957	9 918	23 354	75 414	82 217	141 924	157 981
98	54 374	5 690	84 022	17 284	20 249	52 874	116 698	92 603	159 261	193 708
99	104 816	7 469	97 447	18 251	42 288	85 121	145 948	122 177	184 552	243 414
00	158 816	13 091	129 955	25 714	83 927	109 792	147 521	162 864	205 216	306 434
01 /V	189 022	20 285	150 244	37 311	74 623	158 142	144 151	188 680	193 450	345 097
02 /	191 778	20 566	148 624	45 586	75 523	169 677	148 497	192 575	194 788	353 372
//	186 114	16 655	154 641	45 228	65 240	180 543	128 578	198 325	200 086	363 086
/I	186 791	17 793	154 339	47 354	56 609	183 901	103 690	214 536	206 103	366 328
/V	196 880	16 823	174 445	50 881	50 712	206 581	116 967	240 632	208 216	367 586
03 /	199 100	17 318	183 166	50 562	47 067	232 844	116 359	243 801	209 311	385 409
//	197 605	17 371	185 992	51 120	51 370	240 843	133 812	257 186	210 450	390 495
/I	204 718	15 836	187 742	53 607	56 820	265 288	130 593	254 389	203 750	413 580
/V	208 400	14 321	187 272	61 775	62 654	273 998	147 878	264 076	206 643	417 947
04 /	215 599	16 784	186 423	61 015	70 538	282 619	153 501	303 958	219 946	423 803
//	219 526	17 471	192 139	64 203	75 183	293 003	149 108	318 440	235 115	447 463
/I	221 903	19 604	194 144	63 696	70 921	295 509	150 702	337 855	234 579	439 055
/V	237 721	17 827	195 509	66 257	77 871	302 097	183 211	370 507	234 844	429 311

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

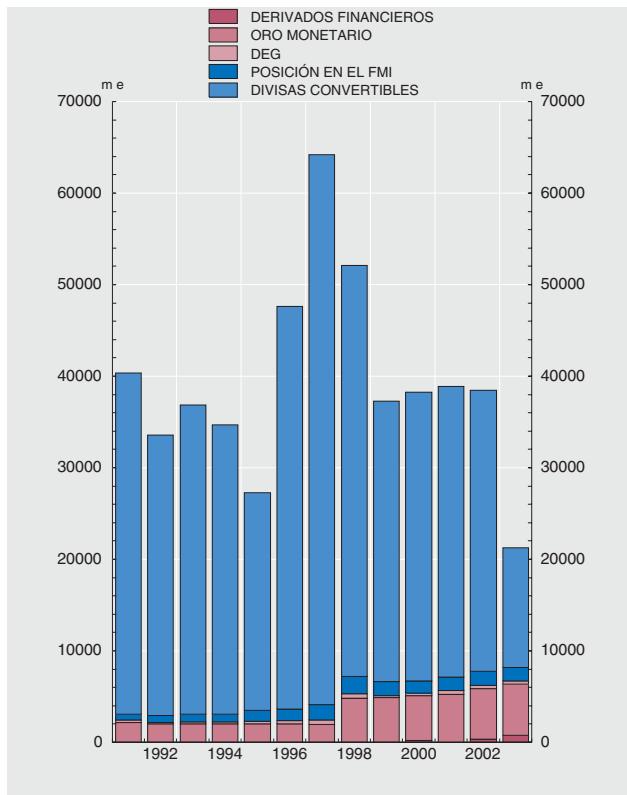
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

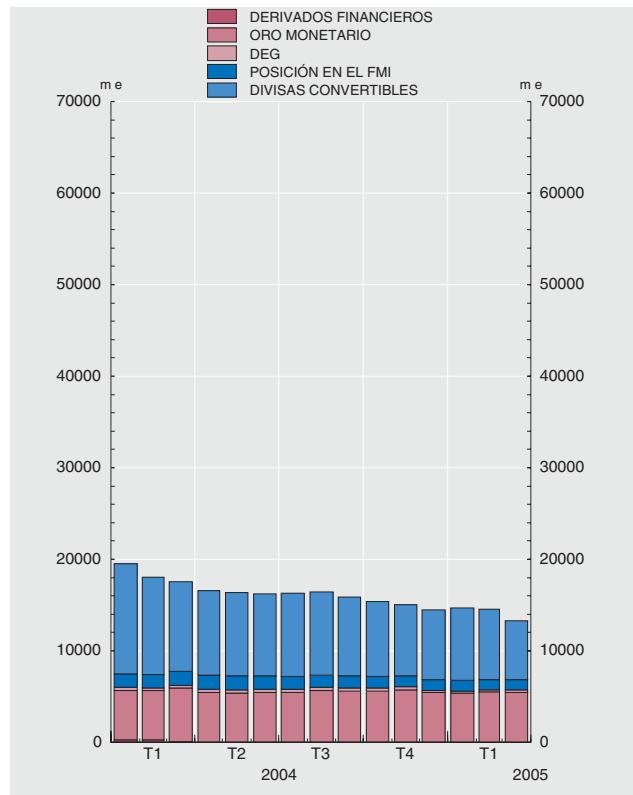
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	R	Activos de reserva						Pro memoria: oro Millones de onzas troy
		Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	
		1	2	3	4	5	6	7
99	R	37 288	30 639	1 517	259	4 873	..	16,8
00		38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8
01		38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02		38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	Oct	25 744	17 528	1 505	332	5 592	787	16,8
	Nov	21 942	13 967	1 487	338	5 583	566	16,8
	Dic	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	Ene	19 497	11 984	1 499	333	5 424	258	16,8
	Feb	18 015	10 609	1 429	332	5 349	296	16,8
	Mar	17 578	9 790	1 532	337	5 823	95	16,8
	Abr	16 539	9 200	1 537	343	5 459	-	16,8
	May	16 368	9 094	1 517	344	5 413	-	16,8
	Jun	16 245	8 985	1 464	346	5 451	-	16,8
	Jul	16 272	9 078	1 398	348	5 448	-	16,8
	Ago	16 415	9 073	1 345	346	5 651	-	16,8
	Sep	15 889	8 627	1 324	346	5 591	-	16,8
	Oct	15 368	8 138	1 264	343	5 623	-	16,8
	Nov	15 061	7 796	1 197	337	5 729	1	16,8
	Dic	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	Ene	14 712	7 962	1 142	250	5 453	-94	16,8
	Feb	14 576	7 719	1 107	253	5 531	-35	16,8
	Mar	13 321	6 490	1 117	255	5 549	-90	16,8

ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Operational Guidelines', octubre de 1999 (<http://www.dsbb.imf.org/guide.htm>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo												Millions of euros					
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias									
		Corto plazo		Largo plazo				Total	Corto plazo		Largo plazo						
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos						
03 /	692 376	182 231	2 196	710	167 051	12 274	-	328 247	315	165 842	39 596	122 493					
II	713 223	187 569	3 069	267	172 246	11 987	-	339 677	323	170 813	44 803	123 738					
III	739 280	178 016	3 560	1 780	160 714	11 961	-	362 688	353	183 339	49 196	129 801					
IV	765 211	173 433	4 386	335	156 302	12 410	-	374 346	326	187 752	56 575	129 693					
04 /	811 473	189 707	3 676	489	172 709	12 833	-	392 697	361	186 529	72 323	133 485					
II	854 239	188 807	3 270	428	172 199	12 910	-	425 960	353	207 118	79 812	138 676					
III	865 576	195 214	3 136	1 855	177 191	13 031	-	424 052	362	198 299	89 418	135 974					
IV	894 035	204 158	2 964	376	184 239	16 579	-	427 995	301	194 246	101 377	132 071					

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo												Millions of euros							
Autoridad monetaria			Otros sectores residentes								Inversión directa								
Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:								
			Depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Inversores directos	Afiladas							
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25				
03 /	798	798	117 934	2 678	19 167	123	31 964	63 017	446	539	63 166	32 607	30 559						
II	870	870	119 565	2 497	17 766	77	34 248	63 958	437	581	65 542	32 817	32 725						
III	313	313	126 952	2 418	20 356	78	38 148	65 034	419	499	71 311	32 469	38 842						
IV	92	92	134 152	2 297	19 271	-	44 190	67 581	404	409	83 188	38 380	44 808						
04 /	62	62	145 294	2 321	20 162	269	52 568	69 194	405	376	83 713	35 148	48 565						
II	1	1	151 136	2 383	18 436	139	60 423	68 991	402	362	88 335	35 845	52 490						
III	0	0	157 643	3 099	18 873	544	64 649	69 734	392	351	88 666	36 223	52 444						
IV	16	16	167 649	3 347	18 739	1 085	78 279	65 435	413	351	94 217	37 527	56 690						

FUENTE: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros					
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a APP	Oro y activos netos en moneda extranjera						
	1=2+3+4 +5+6+7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15	
03 Oct	247 661	202 783	45 000	-	28	100	250	110 659	396 275	-48	322 998	37 431	4 604	130 368	2 029	
Nov	254 542	209 544	44 999	-	40	85	125	117 552	400 813	2 428	321 118	35 430	4 528	131 360	1 103	
Dic	284 335	238 653	45 000	-	20	755	92	146 710	424 335	7 259	319 186	34 302	4 250	132 321	1 054	
04 Ene	275 539	229 365	45 909	-	23	352	109	135 688	421 010	-2 873	306 360	23 910	2 600	136 198	1 054	
Feb	273 026	217 065	56 000	-	14	237	290	135 227	417 374	2 714	303 312	18 450	2 293	134 453	1 054	
Mar	283 136	218 533	64 999	-	48	84	528	145 578	423 041	9 494	299 843	12 886	1 713	134 791	1 054	
Abr	289 267	213 955	75 000	-	-1	449	135	151 317	434 742	4 739	310 312	22 148	689	136 207	1 054	
May	292 238	217 976	75 001	-619	1	129	249	153 524	439 836	4 579	311 341	20 449	940	136 720	1 054	
Jun	315 670	240 727	75 000	-	3	121	181	176 467	447 220	20 992	310 497	18 753	751	137 398	1 054	
Jul	328 587	253 319	75 001	-	-1	370	102	186 453	457 756	21 532	300 848	8 013	1 314	139 766	1 054	
Ago	327 230	252 433	74 998	-	2	41	244	184 518	463 568	13 127	299 826	7 649	1 224	140 434	1 054	
Sep	330 874	255 818	74 999	-	5	224	173	189 407	463 363	17 605	298 817	7 256	1 443	138 969	1 054	
Oct	330 710	255 309	75 001	-	10	442	51	188 106	468 150	10 658	298 569	7 866	1 803	139 747	1 054	
Nov	339 060	263 841	75 000	295	16	169	261	196 810	472 556	17 770	298 041	4 525	1 971	140 136	144	
Dic	352 610	278 196	75 000	-652	14	164	112	209 818	493 999	9 424	296 742	3 136	3 317	139 475	-	
05 Ene	345 223	269 024	75 714	381	0	203	99	204 736	490 694	8 798	280 795	-13 960	1 852	138 635	-	
Feb	358 741	277 826	80 749	125	-1	121	78	217 765	488 278	26 949	280 344	-17 118	825	140 152	-	
Mar	363 955	278 761	85 217	-152	-0	218	87	220 986	495 751	27 381	279 511	-22 636	373	142 597	-	

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros					
	Oper. principales de financiación (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a APP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto		
	1=2+3+4 +5+6+7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	17
03 Oct	22 461	21 098	1 374	-	-1	0	11	29 058	57 688	6 847	28 698	-6 780	-18 702	-17 669	-1 033	12 105
Nov	20 801	20 121	665	-	15	-	1	31 189	58 180	8 209	26 491	-8 709	-22 211	-21 156	-1 056	11 823
Dic	25 566	25 044	519	-	1	4	2	31 667	61 277	6 017	25 557	-10 069	-18 163	-17 124	-1 039	12 063
04 Ene	27 131	26 821	306	-	4	0	-	31 118	61 418	5 215	23 579	-11 936	-17 059	-16 088	-970	13 071
Feb	24 426	23 140	1 284	-	2	-	-	29 157	60 837	5 076	22 214	-14 541	-16 993	-15 976	-1 017	12 262
Mar	25 205	23 147	2 035	-	29	-	6	30 229	61 787	6 007	21 501	-16 064	-17 935	-16 675	-1 260	12 911
Abr	24 386	21 735	2 618	-	0	32	-	33 475	63 565	5 800	20 812	-15 078	-22 119	-20 109	-2 010	13 030
May	22 748	19 387	3 363	-	-2	-	-	35 358	63 690	7 633	20 683	-15 281	-25 148	-23 226	-1 922	12 538
Jun	25 288	22 049	3 242	-	-1	-	2	38 291	64 808	8 776	20 671	-14 622	-26 221	-24 367	-1 854	13 218
Jul	22 648	19 955	2 692	-	0	0	-	37 135	66 720	5 930	20 153	-15 361	-27 805	-26 029	-1 776	13 318
Ago	26 132	24 479	1 652	-	1	-	1	37 297	66 578	6 180	20 080	-15 381	-24 634	-22 733	-1 901	13 469
Sep	30 412	28 714	1 698	-	2	-	2	36 239	65 816	6 062	20 057	-15 583	-19 736	-18 003	-1 733	13 909
Oct	28 088	25 882	2 201	-	6	0	-	38 575	66 286	8 347	19 975	-16 083	-24 539	-23 012	-1 527	14 052
Nov	22 313	20 361	1 931	2	9	11	-	36 719	66 473	8 591	19 962	-18 382	-27 803	-26 391	-1 411	13 396
Dic	24 540	22 266	2 270	-	4	-	0	36 123	69 795	4 360	19 942	-18 089	-26 265	-25 035	-1 230	14 682
05 Ene	25 136	22 414	2 721	-	1	-	0	37 359	69 878	5 213	18 833	-18 899	-26 045	-24 869	-1 176	13 821
Feb	24 353	21 467	2 882	-	1	2	-	37 045	69 247	6 501	18 821	-19 883	-26 880	-25 629	-1 250	14 187
Mar	26 496	23 987	2 540	-30	-2	0	-	35 977	70 599	7 890	18 811	-23 701	-24 017	-22 653	-1 364	14 536

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

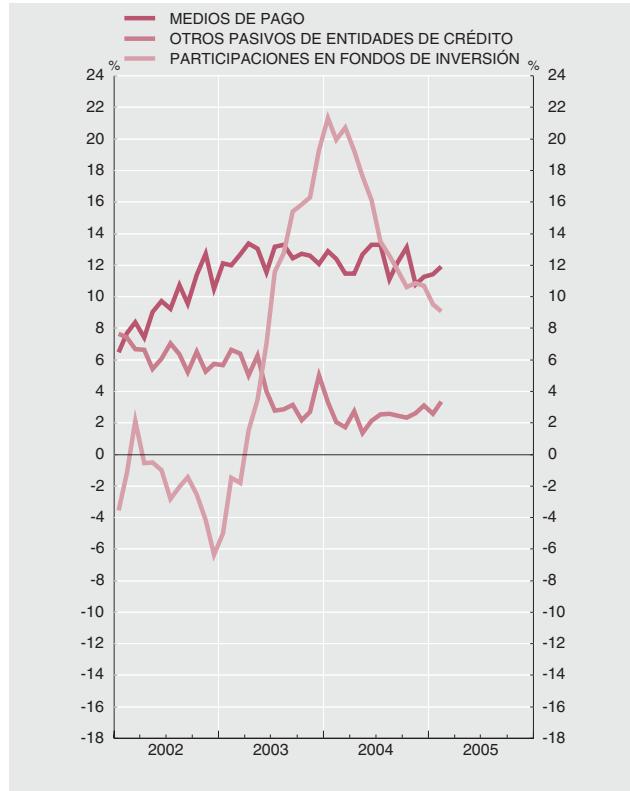
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

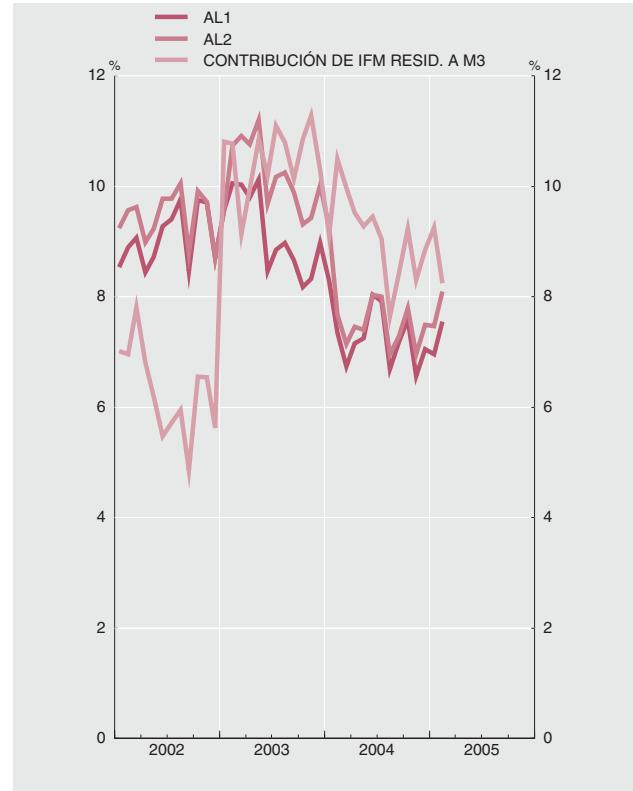
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago						Otros pasivos de entidades de crédito						Participaciones en fondos de inversión						Pro memoria			
	Saldos	T 12	T 1/12				Saldos	T 12	T 1/12				Saldos	T 12	T 1/12				AL1 (d)	AL2 (e)	Contribu- ción de IFM resid. a M3	
			Efec- tivo	Depó- sitos a la vista	Depó- sitos de ahor- ro (b)	Otros depó- sitos (c)			Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exterior	FIAMM	FIM renta fija en euros		Resto FIM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18				
02	321 912	10,5	22,2	10,3	6,5	265 430	5,7	6,9	1,6	4,2	145 758	-6,4	14,1	8,6	-21,3	8,7	8,7	8,7	5,6			
03	360 753	12,1	21,0	7,8	13,1	278 773	5,0	2,2	17,9	-1,9	173 901	19,3	10,1	30,7	20,2	9,0	10,0	10,0	10,3			
04	401 344	11,3	19,3	10,6	8,4	287 444	3,1	8,4	-12,3	-10,5	192 511	10,7	-1,1	14,8	16,1	7,1	7,5	7,5	8,8			
03 Nov	354 680	12,6	21,7	8,9	13,0	272 401	2,7	0,5	15,6	-8,7	172 207	16,3	11,3	31,2	12,8	8,3	9,4	9,4	11,3			
Dic	360 753	12,1	21,0	7,8	13,1	278 773	5,0	2,2	17,9	-1,9	173 901	19,3	10,1	30,7	20,2	9,0	10,0	10,0	10,3			
04 Ene	355 506	12,9	21,4	8,8	13,8	277 537	3,3	2,1	8,0	4,2	176 604	21,3	6,1	27,9	29,2	8,3	9,3	9,3	9,1			
Feb	358 950	12,4	21,0	8,6	13,1	276 369	2,1	2,1	8,6	-17,5	179 491	20,0	3,4	13,3	36,1	7,3	7,7	7,7	10,5			
Mar	363 638	11,5	20,6	7,4	12,2	276 254	1,7	3,0	2,7	-17,3	183 308	20,7	3,1	14,0	38,0	6,7	7,1	7,1	10,0			
Abr	363 761	11,5	21,1	7,2	12,2	277 189	2,7	3,6	5,0	-14,7	185 246	19,3	2,9	12,5	35,2	7,2	7,5	7,5	9,5			
May	371 575	12,7	21,1	10,2	11,9	276 361	1,4	2,4	0,7	-10,2	185 764	17,6	3,5	9,8	32,4	7,3	7,4	7,4	9,3			
Jun	389 145	13,3	20,7	12,5	11,0	275 372	2,1	3,4	1,5	-12,8	186 931	16,1	3,9	7,9	29,5	8,0	8,0	8,0	9,4			
Jul	390 404	13,3	21,6	12,4	10,7	274 466	2,5	4,1	1,6	-17,0	186 670	13,5	-0,1	9,4	25,4	7,9	8,0	8,0	9,1			
Ago	381 666	11,1	20,3	9,2	9,2	277 583	2,6	4,8	1,6	-22,6	187 739	12,6	-1,0	11,3	23,0	6,7	7,0	7,0	7,6			
Sep	388 755	12,2	20,8	11,2	9,6	275 512	2,4	5,5	-5,3	-14,0	187 319	11,7	-1,8	9,0	22,8	7,2	7,3	7,3	8,4			
Oct	388 810	13,1	20,5	13,2	10,0	277 466	2,3	7,4	-11,9	-17,3	188 571	10,6	-1,8	11,0	18,7	7,6	7,8	7,8	9,2			
Nov	392 886	10,8	19,6	10,3	7,6	279 553	2,6	8,1	-12,9	-17,9	190 880	10,8	-1,7	13,3	17,7	6,6	7,0	7,0	8,3			
Dic	401 344	11,3	19,3	10,6	8,4	287 444	3,1	8,4	-12,3	-10,5	192 511	10,7	-1,1	14,8	16,1	7,1	7,5	7,5	8,8			
05 Ene	P 396 187	11,4	19,1	11,3	8,3	284 705	2,6	8,7	-10,8	-30,6	193 435	9,5	-0,6	15,8	12,5	7,0	7,5	7,5	9,3			
Feb	P 401 779	11,9	18,2	12,0	9,0	285 665	3,4	9,3	-12,2	-24,8	195 759	9,1	-0,9	17,0	10,9	7,5	8,1	8,2				

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 10, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. AL1 incluye los medios de pago, los otros pasivos de entidades de crédito y las participaciones en los FIAMM.
- e. AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

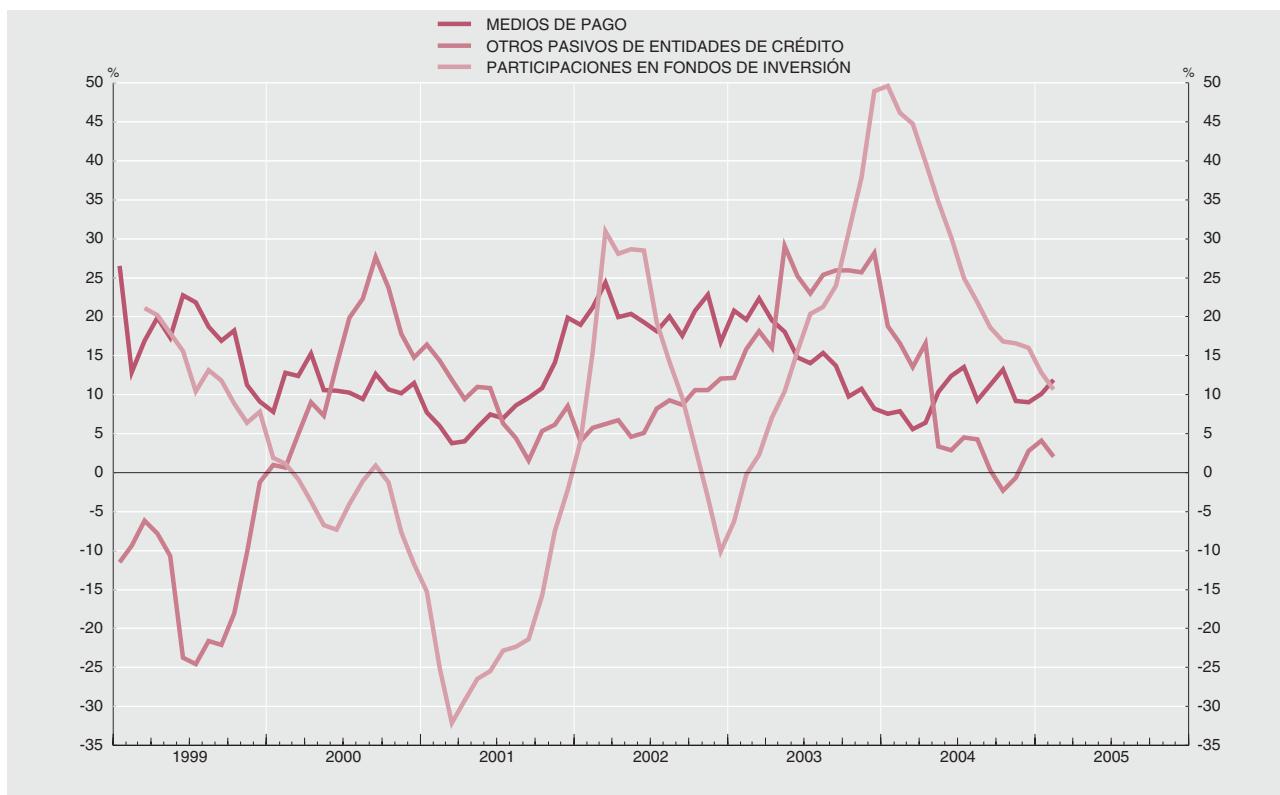
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión (b)				
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual			
			Efectivo y depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (c)			Otros depósitos (d)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
02	77 652	16,7	16,0	39,5	47 894	12,1	19,1	8,2	13 730	-10,2	16,3	2,5	-25,7	
03	84 021	8,2	7,9	15,6	61 403	28,2	39,2	21,4	20 449	48,9	10,3	75,8	61,7	
04	91 622	9,0	9,8	-9,0	63 121	2,8	24,6	-12,5	23 718	16,0	25,7	12,3	13,5	
03 Nov	82 859	10,7	10,0	28,3	57 322	25,7	39,8	16,6	19 912	37,9	8,2	66,7	43,3	
Dic	84 021	8,2	7,9	15,6	61 403	28,2	39,2	21,4	20 449	48,9	10,3	75,8	61,7	
04 Ene	81 479	7,6	6,8	27,0	56 590	18,8	39,9	6,6	21 132	49,6	13,6	64,6	66,2	
Feb	82 354	7,9	8,4	-4,6	57 104	16,6	30,4	8,0	21 808	46,1	17,4	40,1	68,4	
Mar	84 464	5,6	5,9	-2,5	57 582	13,5	33,8	1,5	22 589	44,8	24,2	35,1	63,5	
Abr	82 928	6,4	6,4	5,5	57 915	16,6	34,4	5,5	23 004	39,8	27,4	28,2	54,1	
May	86 699	10,3	10,7	1,7	57 073	3,4	11,7	-3,1	23 246	34,7	31,4	20,4	45,2	
Jun	92 286	12,4	12,7	2,1	55 667	2,9	9,8	-2,6	23 570	30,2	35,0	14,0	36,9	
Jul	89 826	13,5	13,6	10,1	55 173	4,5	10,6	-0,7	23 070	25,0	31,1	12,3	28,8	
Ago	86 663	9,2	9,3	7,4	57 149	4,3	10,7	-1,0	22 734	21,9	31,3	11,1	22,8	
Sep	90 114	11,3	11,4	8,1	55 253	0,3	12,9	-10,1	22 228	18,6	31,5	5,7	19,1	
Oct	88 202	13,2	13,6	4,0	55 269	-2,3	17,8	-17,5	22 660	16,8	29,3	7,9	15,5	
Nov	90 453	9,2	9,7	-2,2	56 922	-0,7	19,7	-16,6	23 221	16,6	27,3	10,6	14,8	
Dic	91 622	9,0	9,8	-9,0	63 121	2,8	24,6	-12,5	23 718	16,0	25,7	12,3	13,5	
05 Ene	P	89 730	10,1	10,8	-4,3	58 921	4,1	28,4	-14,3	23 839	12,8	18,4	13,3	10,0
Feb	P	92 130	11,9	11,4	25,2	58 256	2,0	29,4	-18,5	24 139	10,7	11,6	14,4	8,5

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

b. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 8, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

c. Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

d. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago						Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión (b)						
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual			Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual			Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual				
			Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (c)			Otros depósitos (d)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.	FIAMM			FIM renta fija en euros	Resto FIM			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
02	244 260	8,7	19,4	6,9	5,9	217 536	4,4	5,8	-2,7	132 028	-6,0	13,9	9,3	-20,8			
03	276 732	13,3	21,3	8,2	13,0	217 370	-0,1	-1,4	7,4	153 452	16,2	10,1	25,9	15,8			
04	309 723	11,9	19,7	11,7	8,8	224 323	3,2	6,1	-11,5	168 793	10,0	-3,8	15,1	16,4			
03 Nov	271 821	13,2	21,8	8,4	12,7	215 079	-2,1	-3,3	4,4	152 295	13,9	11,7	27,3	9,4			
Dic	276 732	13,3	21,3	8,2	13,0	217 370	-0,1	-1,4	7,4	153 452	16,2	10,1	25,9	15,8			
04 Ene	274 027	14,6	21,7	11,4	13,5	220 948	-0,0	-1,5	7,6	155 473	18,3	5,3	23,8	25,1			
Feb	276 596	13,8	21,3	9,2	13,5	219 266	-1,1	-0,8	-2,9	157 683	17,1	2,0	10,2	32,4			
Mar	279 174	13,4	21,0	9,4	12,6	218 673	-1,0	-0,1	-5,2	160 719	18,0	1,0	11,4	34,9			
Abr	280 833	13,1	21,4	8,5	12,3	219 274	-0,4	0,4	-4,2	162 242	16,8	0,3	10,5	32,8			
May	284 876	13,4	21,4	10,0	12,1	219 288	0,9	1,2	-0,8	162 518	15,5	0,5	8,4	30,8			
Jun	296 858	13,6	21,1	12,5	11,2	219 706	1,9	2,5	-1,1	163 360	14,4	0,5	7,1	28,6			
Jul	300 579	13,2	22,0	11,4	10,7	219 293	2,0	3,3	-4,3	163 600	12,0	-3,4	9,0	25,0			
Ago	295 003	11,6	20,7	9,4	9,2	220 434	2,2	4,0	-7,1	165 005	11,4	-4,4	11,3	23,1			
Sep	298 641	12,5	21,2	11,3	9,7	220 259	3,0	4,5	-4,7	165 091	10,8	-5,2	9,4	23,3			
Oct	300 608	13,1	20,9	12,8	10,1	222 197	3,6	6,0	-8,9	165 911	9,8	-4,9	11,4	19,2			
Nov	302 433	11,3	20,0	11,1	7,8	222 630	3,5	6,5	-11,3	167 659	10,1	-4,6	13,7	18,1			
Dic	309 723	11,9	19,7	11,7	8,8	224 323	3,2	6,1	-11,5	168 793	10,0	-3,8	15,1	16,4			
05 Ene	P	306 457	11,8	19,5	11,9	8,6	225 785	2,2	6,0	-16,1	169 596	9,1	-2,6	16,1	12,8		
Feb	P	309 649	11,9	18,6	12,8	8,7	227 409	3,7	6,7	-11,4	171 620	8,8	-2,3	17,3	11,2		

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

b. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

c. Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

d. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

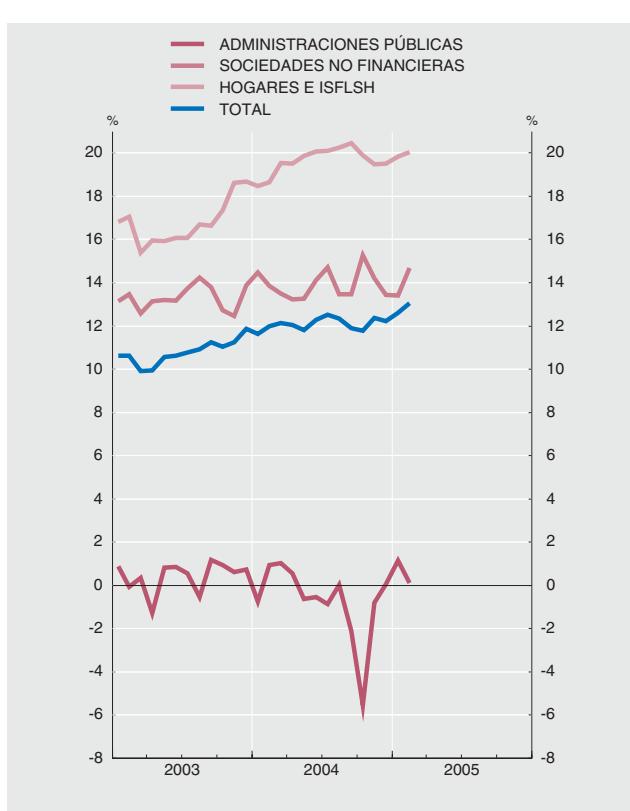
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

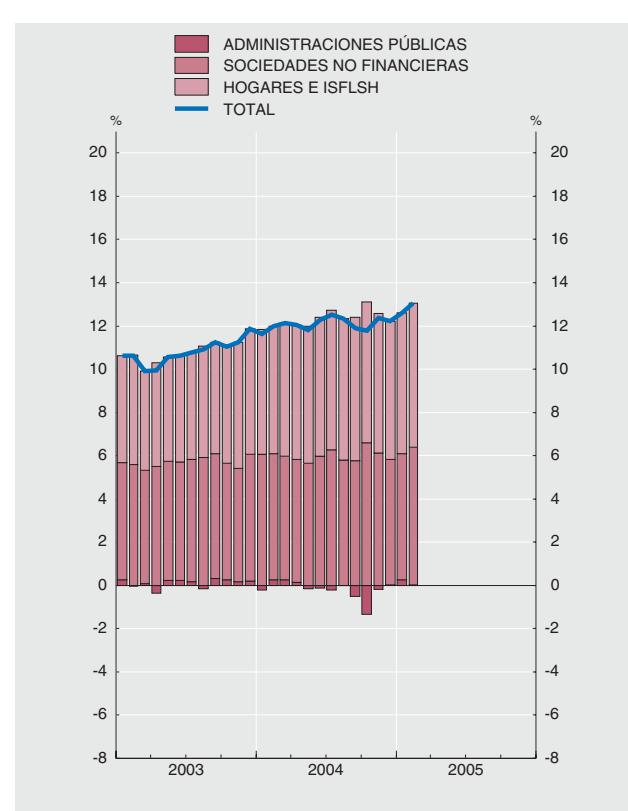
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual								Contribución a la tasa del total								Pro memoria: fondos de titulización		
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi-nistraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH								Admi-nistraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH									
					Por sectores				Por instrumentos					Por sectores				Por instrumentos					
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Admi-nistraciones Públicas (b)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
02	1 198 090	107 923	9,9	-0,7	14,3	13,3	15,6	14,4	-16,7	17,2	-0,2	10,1	5,5	4,6	8,4	-0,2	1,9	38 508					
03	1 347 630	142 045	11,9	0,7	15,9	13,9	18,7	16,5	-7,8	14,8	0,2	11,7	5,9	5,8	10,0	-0,1	1,7	55 970					
04	1 517 314	164 650	12,2	0,1	16,0	13,4	19,5	19,2	0,2	1,3	0,0	12,2	5,8	6,4	12,0	0,0	0,2	0,2	78 055				
03 Nov	1 320 072	16 423	11,2	0,6	15,1	12,4	18,6	16,5	-6,7	9,7	0,2	11,1	5,3	5,8	10,0	-0,1	1,1	52 217					
Dic	1 347 630	26 532	11,9	0,7	15,9	13,9	18,7	16,5	-7,8	14,8	0,2	11,7	5,9	5,8	10,0	-0,1	1,7	55 970					
04 Ene	1 357 940	10 078	11,6	-0,8	16,2	14,5	18,5	16,4	-7,3	17,0	-0,2	11,8	6,1	5,8	9,9	-0,1	2,0	56 410					
Feb	1 361 011	4 047	12,0	0,9	15,9	13,8	18,7	16,6	-4,2	14,0	0,2	11,7	5,9	5,9	10,1	-0,0	1,7	56 565					
Mar	1 383 604	20 168	12,1	1,0	16,1	13,5	19,5	17,0	0,9	12,3	0,3	11,9	5,7	6,1	10,4	0,0	1,5	57 862					
Abr	1 385 446	1 737	12,0	0,6	15,9	13,2	19,5	16,9	2,3	12,1	0,1	11,9	5,7	6,2	10,4	0,0	1,4	59 126					
May	1 403 484	15 876	11,8	-0,6	16,1	13,3	19,9	17,2	-1,5	11,6	-0,2	12,0	5,6	6,3	10,6	-0,0	1,4	59 888					
Jun	1 433 447	30 248	12,3	-0,5	16,7	14,1	20,1	17,8	2,0	11,9	-0,1	12,4	6,0	6,4	11,0	0,0	1,4	64 640					
Jul	1 450 731	16 973	12,5	-0,9	17,0	14,7	20,1	18,4	-0,1	11,1	-0,2	12,7	6,3	6,5	11,4	-0,0	1,3	68 964					
Ago	1 446 619	-3 792	12,3	0,0	16,4	13,5	20,2	18,1	-2,7	9,3	0,0	12,3	5,8	6,5	11,2	-0,0	1,1	69 514					
Sep	1 456 222	8 870	11,9	-2,1	16,5	13,5	20,5	18,4	0,7	7,8	-0,5	12,4	5,8	6,6	11,5	0,0	0,9	68 531					
Oct	1 461 717	6 190	11,8	-5,5	17,3	15,3	19,9	19,0	-1,7	9,7	-1,3	13,1	6,6	6,5	11,9	-0,0	1,2	71 578					
Nov	1 488 106	26 437	12,4	-0,8	16,5	14,2	19,5	18,4	-1,9	8,0	-0,2	12,6	6,1	6,4	11,6	-0,0	1,0	74 451					
Dic	1 517 314	27 818	12,2	0,1	16,0	13,4	19,5	19,2	0,2	1,3	0,0	12,2	5,8	6,4	12,0	0,0	0,2	0,2	78 055				
05 Ene	P 1 533 737	16 473	12,6	1,1	16,2	13,4	19,8	19,6	1,4	0,3	0,3	12,3	5,8	6,5	12,3	0,0	0,0	0,0	76 698				
Feb	P 1 544 276	10 546	13,0	0,1	17,0	14,7	20,1	20,1	0,6	2,4	0,0	13,0	6,4	6,6	12,7	0,0	0,3	0,3	77 555				

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

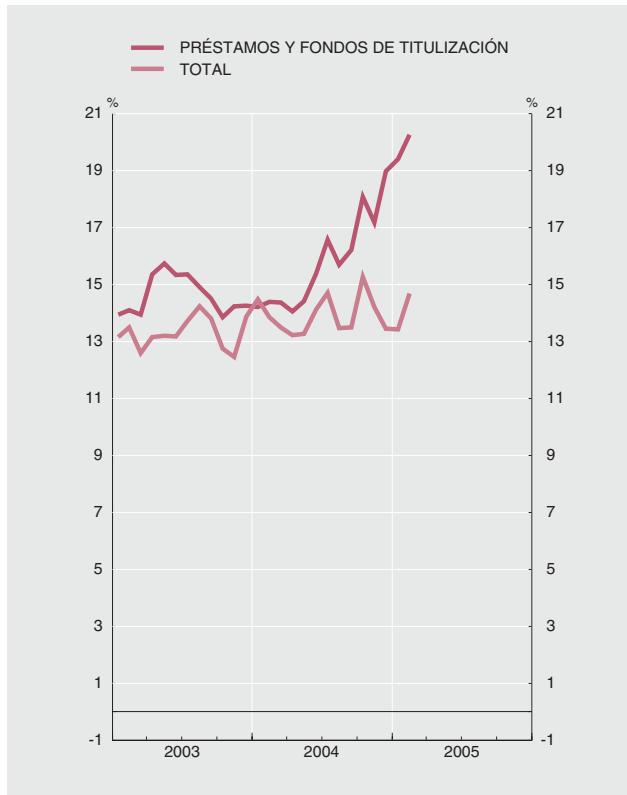
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

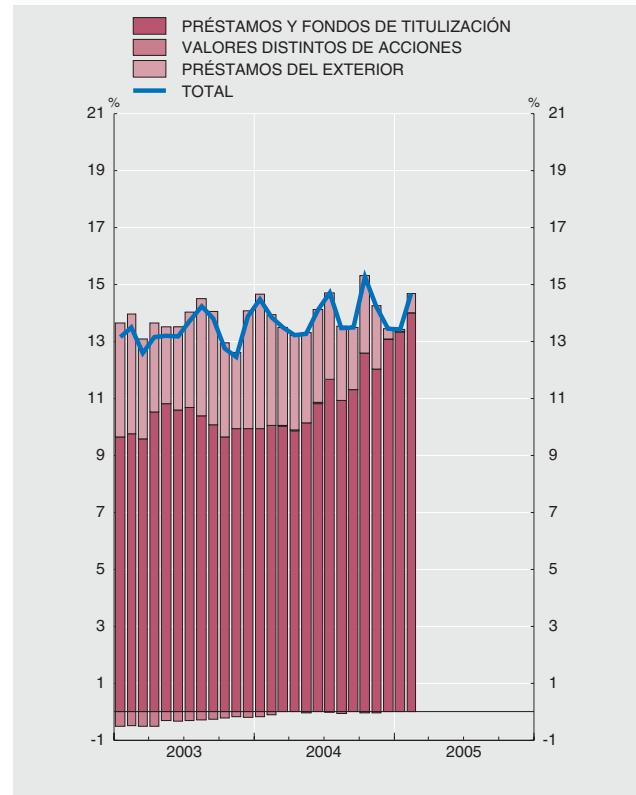
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y fondos de titulización			Valores distintos de acciones			Préstamos del exterior			Pro memoria: fondos de titulización	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
02	505 430	59 623	13,3	352 703	13,1	9,1	11 903	-16,7	-0,5	140 824	17,2	4,7	20 468	
03	583 564	70 146	13,9	402 345	14,3	9,9	10 971	-7,8	-0,2	170 248	14,8	4,1	24 076	
04	667 479	78 392	13,4	477 981	19,0	13,1	10 992	0,2	0,0	178 507	1,2	0,4	32 349	
03 Nov	568 327	5 167	12,4	397 955	14,2	9,9	11 401	-6,7	-0,2	158 971	9,6	2,7	23 255	
Dic	583 564	14 085	13,9	402 345	14,3	9,9	10 971	-7,8	-0,2	170 248	14,8	4,1	24 076	
04 Ene	589 657	5 824	14,5	404 913	14,2	9,9	11 068	-7,3	-0,2	173 676	17,0	4,7	23 798	
Feb	590 192	1 488	13,8	407 955	14,4	10,0	11 641	-4,2	-0,1	170 596	14,0	3,9	23 708	
Mar	599 781	7 121	13,5	414 511	14,4	10,0	11 993	0,9	0,0	173 277	12,3	3,4	23 589	
Abr	606 544	6 633	13,2	420 826	14,0	9,9	11 855	2,3	0,0	173 864	12,0	3,3	24 096	
May	612 039	3 297	13,3	425 544	14,4	10,1	11 686	-1,5	-0,0	174 809	11,5	3,2	23 692	
Jun	623 339	11 532	14,1	435 427	15,4	10,8	11 896	2,0	0,0	176 015	11,9	3,3	24 088	
Jul	635 121	11 448	14,7	446 442	16,6	11,7	11 608	-0,1	-0,0	177 071	11,1	3,1	24 101	
Ago	631 087	-3 750	13,5	442 816	15,7	10,9	11 386	-2,7	-0,1	176 885	9,2	2,6	24 639	
Sep	638 226	6 343	13,5	448 797	16,2	11,3	11 789	0,7	0,0	177 640	7,7	2,2	24 402	
Oct	654 188	16 630	15,3	461 707	18,1	12,6	11 546	-1,7	-0,0	180 934	9,6	2,7	26 936	
Nov	654 278	105	14,2	465 599	17,2	12,0	11 185	-1,9	-0,0	177 494	7,9	2,2	29 223	
Dic	667 479	11 723	13,4	477 981	19,0	13,1	10 992	0,2	0,0	178 507	1,2	0,4	32 349	
05 Ene	P	673 973	6 523	13,4	482 814	19,4	13,3	11 222	1,4	0,0	179 937	0,2	0,1	31 532
Feb	P	683 074	9 084	14,7	490 000	20,3	14,0	11 707	0,6	0,0	181 367	2,3	0,7	31 706

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período. Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

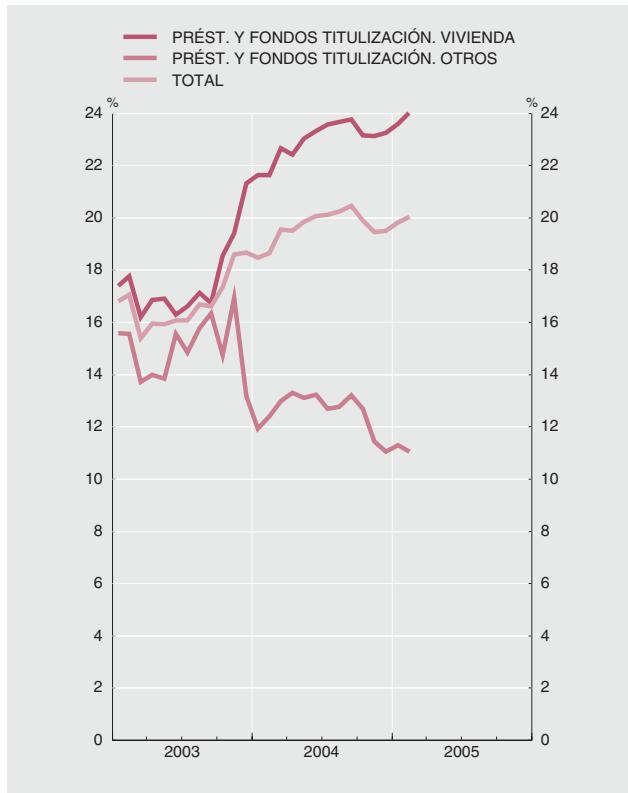
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

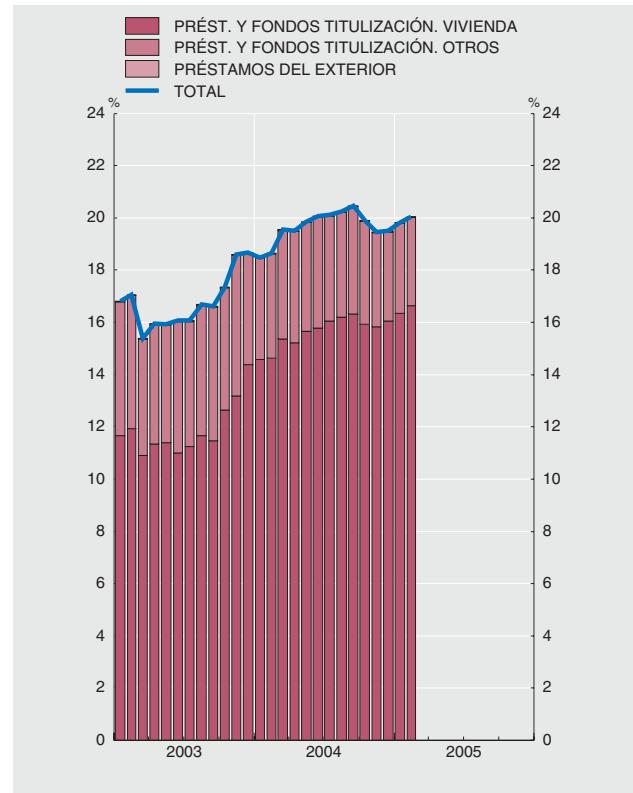
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y fondos de titulización. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y fondos de titulización. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: fondos de titulización	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
02	372 251	50 439	15,6	251 195	16,6	11,1	120 443	13,6	4,5	613	27,0	0,0	16 109	1 931
03	441 300	69 542	18,7	304 729	21,3	14,4	135 850	13,2	4,3	722	17,7	0,0	28 771	3 124
04	526 857	86 045	19,5	375 579	23,3	16,1	150 414	11,1	3,4	863	19,7	0,0	41 638	4 068
03 Nov	437 243	10 597	18,6	299 288	19,4	13,2	137 240	16,9	5,4	715	18,2	0,0	25 804	3 157
Dic	441 300	4 183	18,7	304 729	21,3	14,4	135 850	13,2	4,3	722	17,7	0,0	28 771	3 124
04 Ene	445 302	4 039	18,5	308 272	21,6	14,6	136 290	11,9	3,9	740	19,3	0,0	29 488	3 124
Feb	451 062	5 783	18,7	312 657	21,6	14,6	137 656	12,4	4,0	748	19,0	0,0	29 733	3 124
Mar	459 491	8 471	19,5	319 914	22,7	15,4	138 819	13,0	4,2	758	20,7	0,0	31 178	3 095
Abr	467 612	8 148	19,5	325 516	22,4	15,2	141 331	13,3	4,3	765	20,4	0,0	31 935	3 095
May	475 334	7 757	19,9	331 959	23,0	15,7	142 595	13,1	4,2	780	20,3	0,0	33 101	3 095
Jun	487 525	12 245	20,1	339 021	23,3	15,8	147 707	13,2	4,3	797	20,9	0,0	37 484	3 068
Jul	494 948	7 446	20,1	346 916	23,6	16,0	147 223	12,7	4,0	809	19,8	0,0	41 795	3 068
Ago	498 054	3 143	20,2	350 630	23,7	16,2	146 605	12,8	4,0	819	20,6	0,0	41 612	3 263
Sep	504 357	6 365	20,5	355 949	23,8	16,3	147 578	13,2	4,1	830	19,5	0,0	40 928	3 201
Oct	511 079	6 749	19,9	361 631	23,2	15,9	148 609	12,7	3,9	840	18,5	0,0	40 480	4 163
Nov	521 818	10 771	19,5	368 520	23,1	15,8	152 444	11,4	3,6	854	19,4	0,0	41 102	4 126
Dic	526 857	5 128	19,5	375 579	23,3	16,1	150 414	11,1	3,4	863	19,7	0,0	41 638	4 068
05 Ene	P 533 081	6 246	19,8	380 980	23,6	16,3	151 227	11,3	3,5	875	18,2	0,0	41 104	4 062
Feb	P 541 037	7 979	20,1	387 721	24,0	16,6	152 429	11,1	3,4	887	18,4	0,0	41 822	4 027

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período. Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

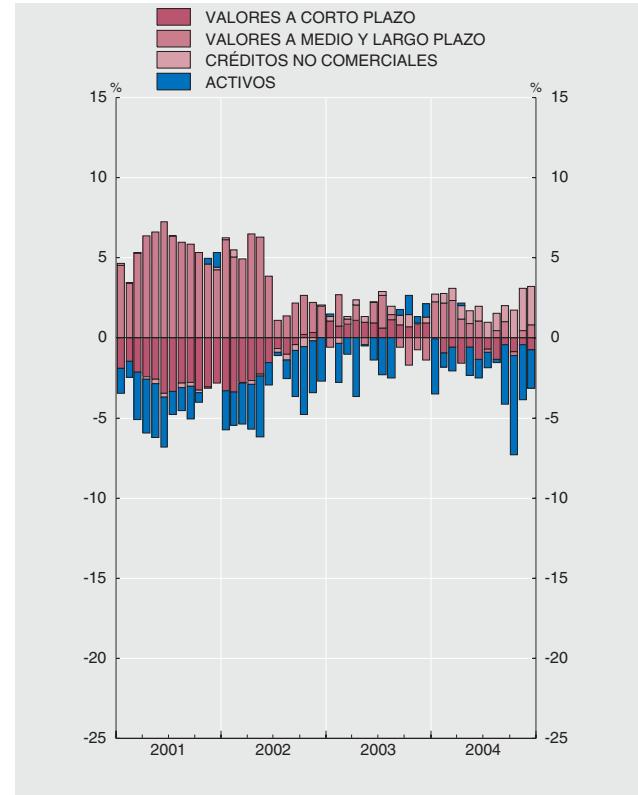
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos				Pasivos		Credito no comerciales y resto (a)		
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	A corto plazo	Medio y largo plazo	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores	A corto plazo	Medio y largo plazo	Credito no comerciales y resto (a)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
02	320 409	-2 139	-0,7	6 597	59	6 352	185	1 785	6 950	1,7	0,2	2,2	0,3	15,2	0,0	2,0	0,1	-2,7
03	322 766	2 356	0,7	-240	3 049	-4 431	1 142	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,5	2,0	-3,9	1,0	-1,4	0,4	0,8
04	P 322 978	212	0,1	7 903	-2 456	2 694	7 665	-1 817	9 509	2,0	-6,2	0,9	13,0	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4
03 Sep	320 394	2 980	1,2	2 053	-5	2 053	5	-13	-914	0,7	7,0	-0,6	3,5	-1,6	0,8	-0,6	0,6	0,3
Oct	313 843	-6 551	0,9	-1 631	-194	-1 597	160	-459	5 380	-0,2	5,7	-1,8	4,2	-5,1	0,7	-1,7	0,8	1,2
Nov	314 502	660	0,6	1 388	813	1 773	-1 198	64	664	0,2	7,2	-0,8	0,3	-1,8	0,9	-0,7	0,1	0,4
Dic	322 766	8 263	0,7	829	-242	-1 037	2 108	275	-7 709	-0,1	8,3	-1,5	2,0	-3,9	1,0	-1,4	0,4	0,8
04 Ene	P 322 981	215	-0,8	4 136	-236	3 670	702	-1 730	5 651	2,3	-0,6	2,6	2,7	19,8	-0,1	2,3	0,5	-3,4
Feb	P 319 757	-3 224	0,9	-867	-3 632	2 968	-203	-11	2 367	1,5	-7,7	2,4	3,3	4,1	-0,9	2,2	-0,9	
Mar	P 324 332	4 575	1,0	2 824	1 618	629	577	499	-2 250	2,1	-4,6	2,6	4,1	7,6	-0,6	2,3	0,7	-1,5
Abr	P 311 289	-13 043	0,6	265	-2 315	1 454	1 127	3 306	10 003	0,3	-12,3	1,2	4,6	-0,5	-1,6	1,2	0,9	0,1
May	P 316 111	4 822	-0,6	701	2 654	-1 721	-232	-61	-4 061	0,9	-4,7	1,0	4,4	7,7	-0,6	0,9	0,8	-1,7
Jun	P 322 583	6 472	-0,5	852	-2 846	3 418	280	-70	-5 550	0,5	-11,1	1,2	5,1	5,6	-1,3	1,1	0,9	-1,2
Jul	P 320 662	-1 921	-0,9	-4 483	2 966	-8 370	920	-2 007	-556	0,1	-5,6	-0,2	5,3	4,7	-0,7	-0,2	1,0	-1,0
Ago	P 317 478	-3 185	0,0	-5 422	-2 834	-1 820	-768	55	-2 292	0,2	-10,8	0,5	6,0	0,9	-1,3	0,4	1,1	-0,2
Sep	P 313 639	-3 839	-2,1	6 473	2 854	3 878	-259	-43	10 355	1,3	-3,5	1,1	5,5	18,1	-0,4	1,0	1,0	-3,7
Oct	P 296 450	-17 189	-5,5	-4 711	-1 504	-5 616	2 408	11 558	920	0,5	-6,9	-0,3	9,4	27,6	-0,9	-0,2	1,7	-6,2
Nov	P 312 011	15 561	-0,8	7 745	2 149	3 996	1 600	-12 925	5 109	2,2	-3,4	0,5	14,5	15,3	-0,4	0,5	2,6	-3,4
Dic	P 322 978	10 967	0,1	390	-1 329	207	1 512	-389	-10 188	2,0	-6,2	0,9	13,0	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4
05 Ene	A 326 683	3 705	1,1	4 430	2 621	2 193	-384	-405	1 131	2,1	1,0	0,4	11,0	6,7	0,1	0,4	2,0	-1,4
Feb	A 320 165	-6 518	0,1	-5 105	-3 152	-1 904	-49	209	1 203	1,0	2,4	-1,2	11,3	5,1	0,3	-1,1	2,1	-1,1

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

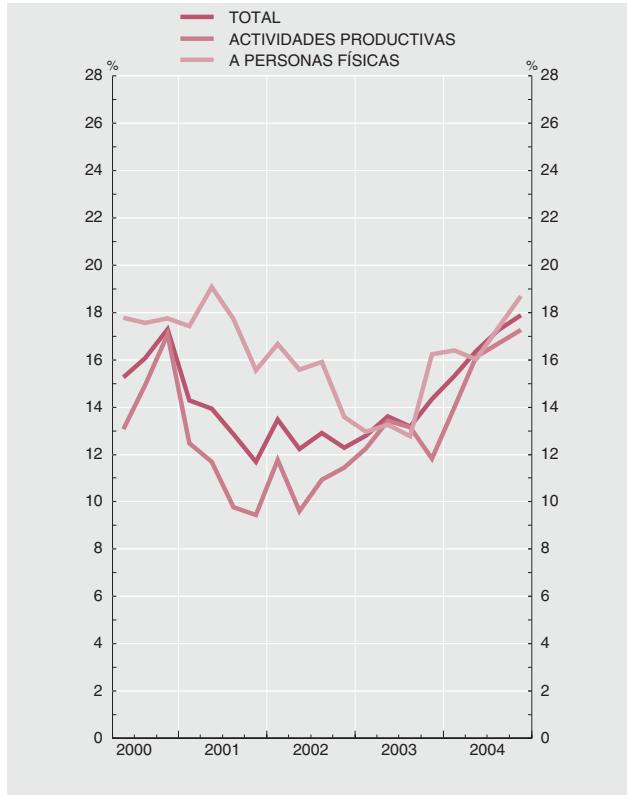
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

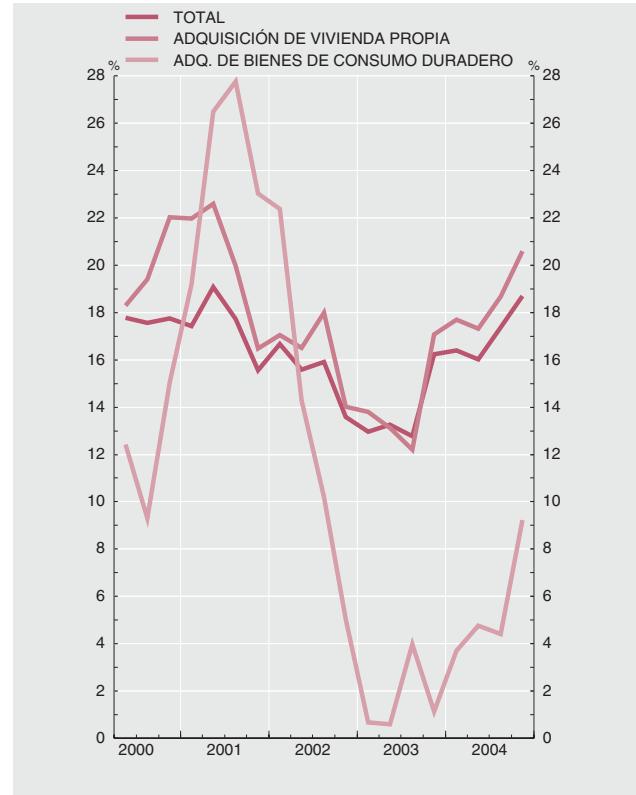
Milenes de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Total (7)	Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto					Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro (13)	Sin clasifi- car (14)
		Total (2)	Agricul- tura, ganade- ría y pesca (3)	Industria (excepto construc- ción) (4)	Construc- ción (5)	Servicios (6)		Adquisición y rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero (11)	Resto (b) (12)		
								Adquisición (9)	Rehabili- tación (10)					
01	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
02	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
03	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 212
01 /V	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
02 / //	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	293 673	214 354	205 404	8 949	34 671	44 648	2 382	9 273
//	664 446	343 191	13 980	81 235	50 770	197 207	308 555	225 521	216 080	9 441	35 466	47 568	2 287	10 413
///	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	316 697	234 668	224 849	9 819	35 072	46 957	2 339	9 820
/V	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
03 / //	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	331 747	244 498	233 729	10 769	34 910	52 339	2 285	12 271
//	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	349 500	256 010	244 414	11 596	35 676	57 814	2 512	13 608
///	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	357 146	264 453	252 316	12 136	36 468	56 225	2 651	12 520
/V	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 212
04 / //	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	386 179	288 736	275 107	13 629	36 201	61 242	3 108	14 930
//	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	405 486	301 537	286 744	14 793	37 374	66 575	3 183	17 777
///	903 590	464 652	17 655	88 360	75 494	283 143	419 230	315 021	299 447	15 574	38 075	66 134	3 426	16 281
/V	945 697	483 135	18 108	90 588	78 368	296 071	441 572	333 939	317 383	16 556	38 380	69 253	3 679	17 312

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 89.53, 89.54 y 89.55 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

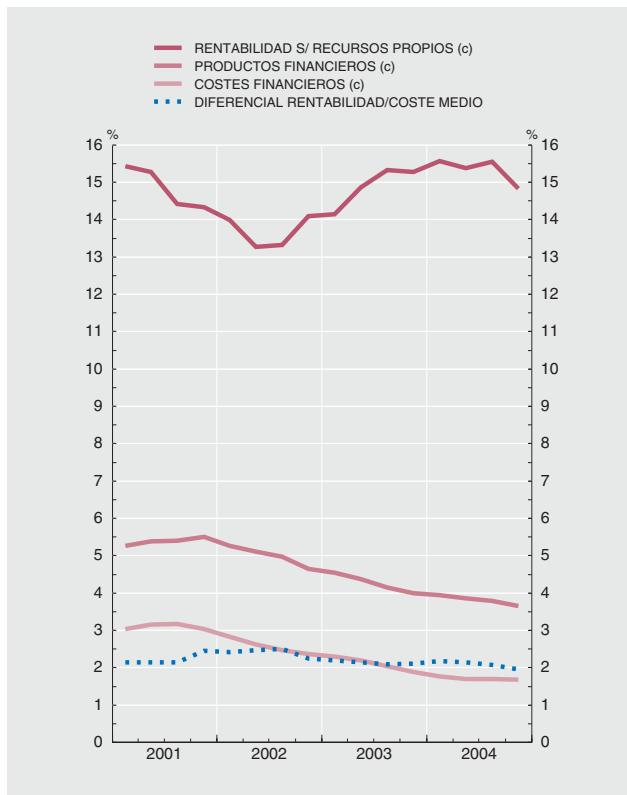
b. Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

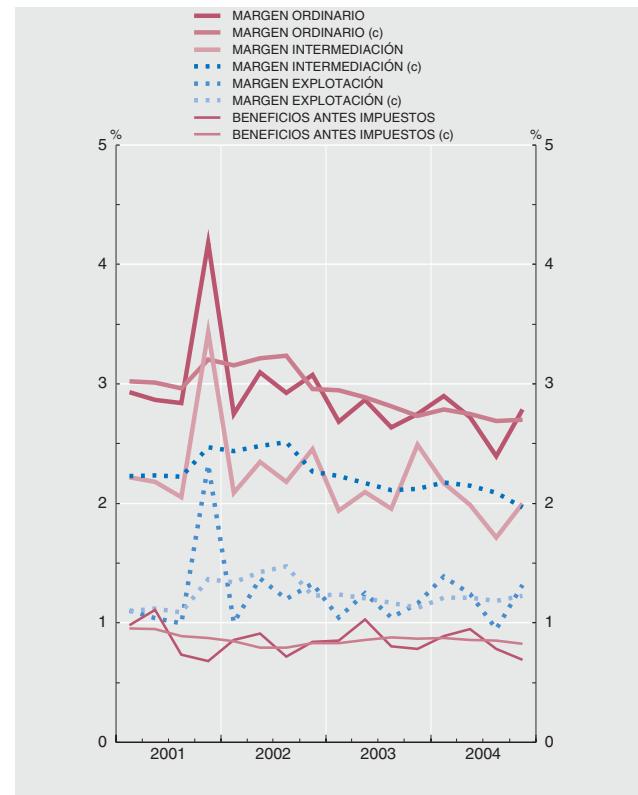
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado												En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficios antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
01	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-2,0	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4		
02	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-1,6	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3		
03	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-1,0	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1		
01 /V	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4		
02 /I	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4		
//	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5		
/II	4,6	2,4	2,2	0,7	2,9	1,7	1,0	1,2	-0,5	0,7	12,2	5,3	2,8	2,5		
/V	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-0,5	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3		
03 /I	4,0	2,1	1,9	0,7	2,7	1,6	1,0	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,9	2,7	2,2		
//	4,0	1,9	2,1	0,8	2,9	1,6	1,0	1,3	-0,2	1,0	17,9	4,7	2,5	2,1		
/II	3,7	1,7	2,0	0,7	2,6	1,6	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,0	4,4	2,3	2,1		
/V	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-0,4	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1		
04 /I	3,8	1,7	2,2	0,7	2,9	1,5	0,9	1,4	-0,5	0,9	15,9	4,2	2,0	2,2		
//	3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,1	4,1	1,9	2,1		
/II	3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,7	4,0	1,9	2,1		
/V	3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9		

CUENTA DE RESULTADOS
Ratio sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratio sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 89.61.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

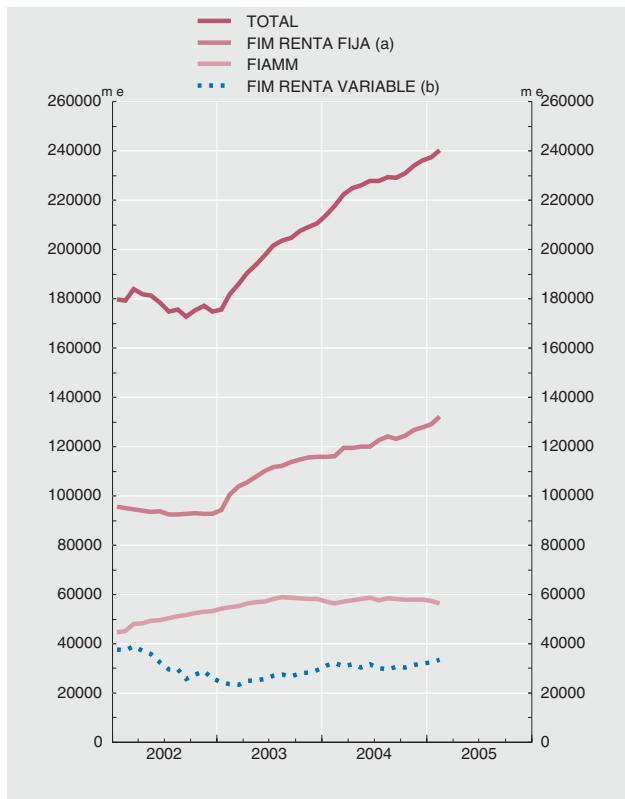
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

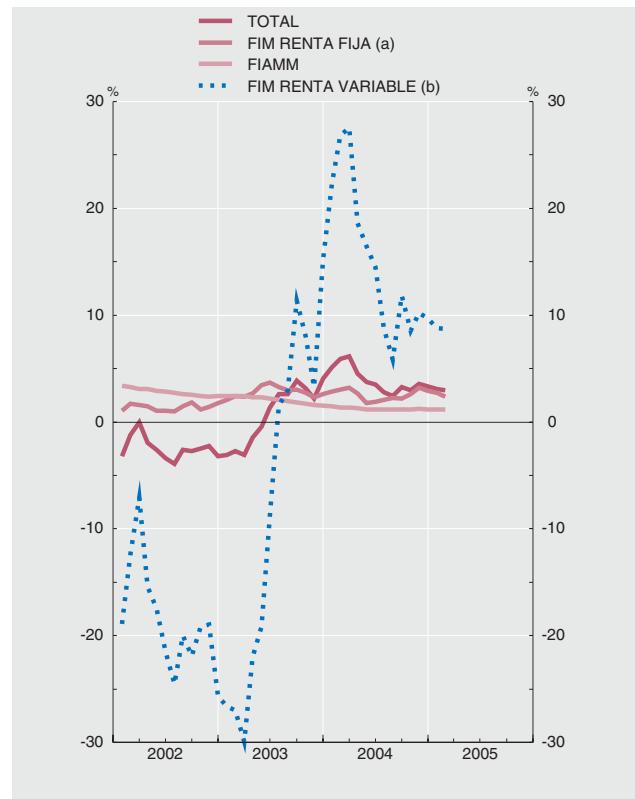
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
02	174 733	-6 590	1 274	-3,2	53 366	9 536	8 327	2,4	92 742	-4 504	-5 581	1,7	26 067	-11 427	-1 794	-25,7	2 558
03	210 627	35 894	28 077	4,0	58 054	4 688	3 830	1,5	115 819	23 077	20 129	2,6	29 401	3 334	-202	15,1	7 353
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
03 Nov	209 092	1 571	1 354	2,2	58 289	-172	-223	1,6	115 520	650	713	2,3	28 423	373	227	3,3	6 860
Dic	210 627	1 535	-156	4,0	58 054	-235	-309	1,5	115 819	299	-397	2,6	29 401	978	101	15,1	7 353
04 Ene	214 023	3 396	2 019	5,1	57 185	-869	-929	1,4	115 878	59	-479	2,8	31 101	1 701	989	22,3	9 858
Feb	217 640	3 617	2 284	5,9	56 357	-828	-892	1,4	116 217	339	-230	3,0	32 208	1 107	473	26,8	12 857
Mar	222 254	4 615	4 899	6,2	57 102	745	685	1,3	119 477	3 259	2 553	3,2	30 782	-1 426	-199	27,5	14 894
Abr	225 006	2 752	2 889	4,6	57 582	481	441	1,3	119 465	-11	515	2,6	31 578	796	621	18,6	16 380
May	225 991	984	1 576	3,7	58 295	712	671	1,2	119 904	439	1 019	1,8	30 404	-1 174	-669	16,5	17 387
Jun	227 806	1 816	800	3,5	58 666	371	311	1,2	119 975	71	316	1,9	31 647	1 243	66	14,5	17 518
Jul	227 862	56	719	2,8	57 743	-923	-984	1,2	122 510	2 535	1 936	2,1	30 096	-1 552	-216	8,8	17 514
Ago	229 421	1 559	1 318	2,4	58 502	759	707	1,2	124 031	1 521	1 115	2,3	29 565	-531	-300	5,9	17 323
Sep	229 216	-204	-963	3,3	58 129	-373	-435	1,2	123 035	-996	45	2,2	30 552	987	-81	11,9	17 500
Oct	230 916	1 700	486	3,0	57 981	-148	-207	1,2	124 401	1 366	1 254	2,6	30 473	-79	-294	8,5	18 062
Nov	233 934	3 017	1 484	3,6	57 888	-93	-153	1,2	126 651	2 251	1 589	3,2	31 323	850	180	10,2	18 071
Dic	236 088	2 155	741	3,3	57 989	101	40	1,2	127 735	1 084	812	2,9	32 023	700	-90	9,7	18 341
05 Ene	237 309	1 220	171	3,1	57 368	-621	-684	1,2	129 162	1 427	1 029	2,7	32 489	466	-76	8,8	18 290
Feb	P 240 300	2 991	...	2,9	56 366	-1 002	...	1,2	132 155	2 993	...	2,4	33 574	1 084	...	8,7	18 205

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

b. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

c. Fondos globales.

8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

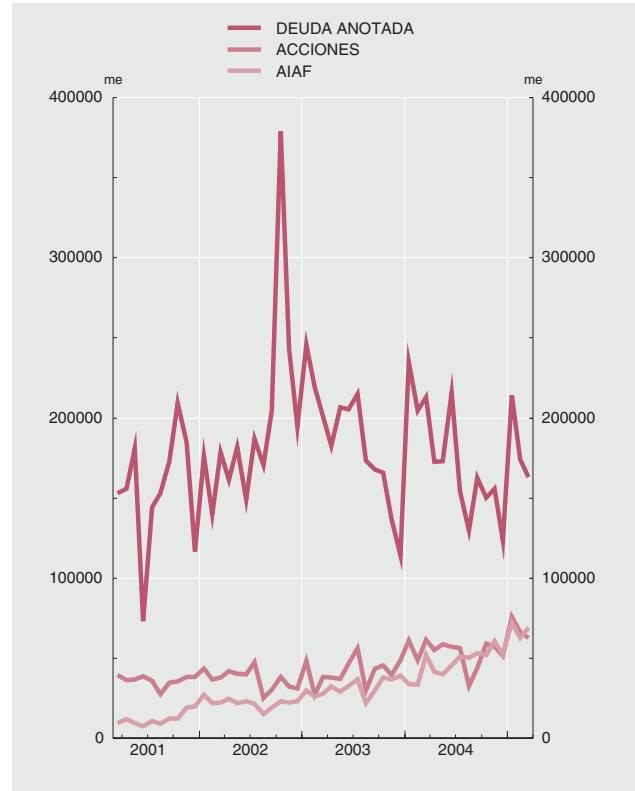
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURÓ STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
03		706,88	6 727,59	212,92	2 413,39	499 745	74 346	2 234 366	380 204	-	11 677	1 3 653
04		863,25	8 195,58	251,25	2 800,48	643 542	82 790	2 090 447	566 600	-	8 495	0 4 473
05	A	994,00	9 287,91	277,06	3 032,03	205 189	19 587	551 601	204 526	...	2 652	... 1 245
03 Dic		807,98	7 737,20	243,21	2 760,66	48 589	8 767	114 414	39 030	-	1 061	0 312
04 Ene		830,23	7 929,90	250,91	2 839,13	61 276	6 910	235 109	33 803	-	718	0 350
Feb		862,50	8 249,40	255,66	2 893,18	48 757	6 956	204 758	33 643	-	635	0 370
Mar		841,46	8 018,10	247,90	2 787,49	61 389	7 877	213 010	52 067	-	1 064	0 471
Abr		851,91	8 109,50	249,62	2 787,48	55 268	6 795	172 710	41 488	-	402	0 374
May		837,42	7 959,30	245,43	2 736,83	58 788	6 625	172 908	40 128	-	621	0 386
Jun		850,50	8 078,30	252,24	2 811,08	57 168	7 528	215 732	45 679	-	726	0 358
Jul		836,80	7 919,30	244,74	2 720,05	56 271	7 640	154 223	51 245	...	362	... 376
Ago		832,79	7 869,50	241,33	2 670,79	32 632	5 457	129 720	50 308	...	398	... 324
Sep		850,78	8 029,20	246,83	2 726,30	44 141	7 021	162 746	53 188	...	854	... 335
Oct		888,40	8 418,30	253,20	2 811,72	59 228	7 030	150 295	51 843	...	733	... 370
Nov		917,68	8 693,00	260,21	2 876,39	57 052	6 546	155 757	60 867	...	882	... 400
Dic		959,06	9 080,80	267,38	2 951,24	51 572	6 405	123 480	52 341	...	1 101	... 358
05 Ene		983,75	9 223,90	272,56	2 984,59	76 049	6 420	214 225	72 492	...	747	... 409
Feb	P	1 004,92	9 391,00	280,02	3 058,32	66 419	5 676	174 280	62 893	...	990	... 414
Mar	P	994,40	9 258,80	278,89	3 055,73	62 722	7 491	163 096	69 141	...	916	... 422

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES

Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

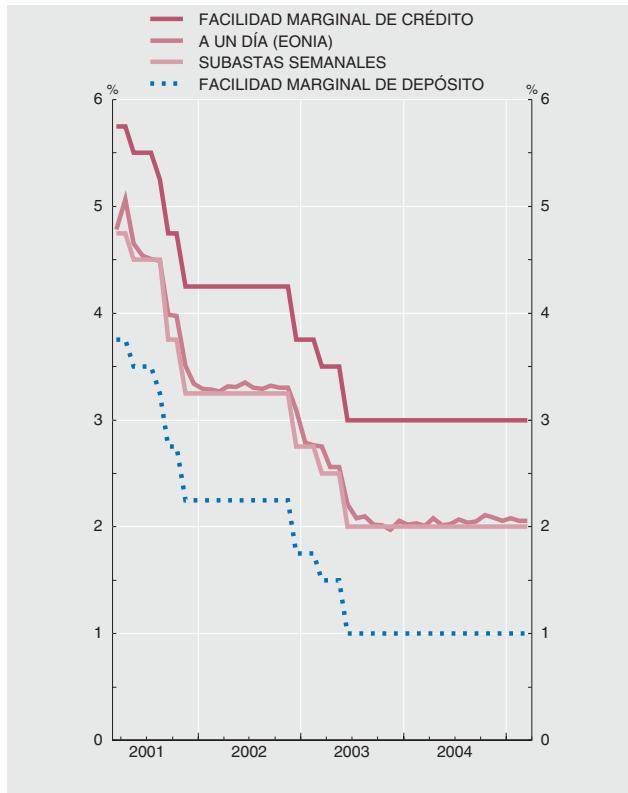
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

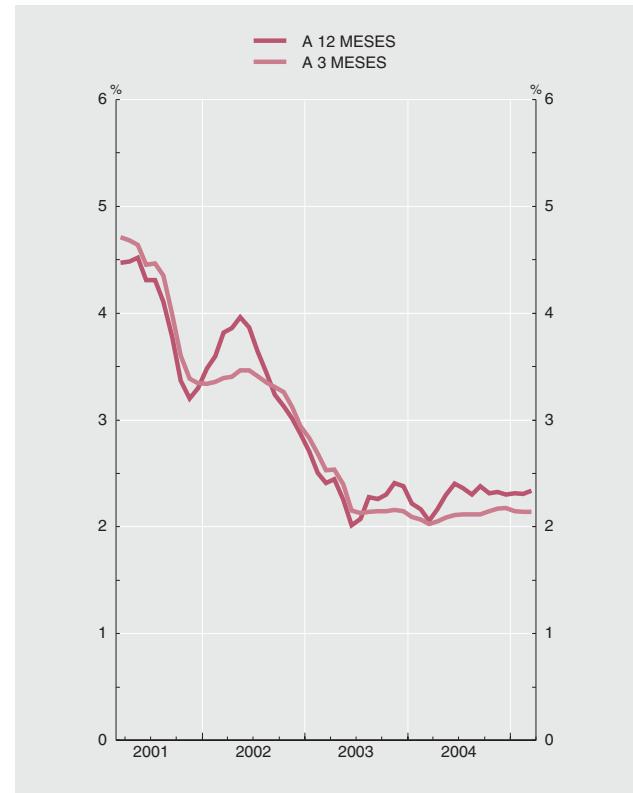
Medias de datos diarios. Porcentajes

Eurosistema: operaciones de regulación monetaria			Mercado interbancario															
Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes	Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)						España									
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles			Operaciones temporales con deuda pública					
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
03	2,00	2,12	3,00	1,00	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	2,31	2,34	2,33	2,35	2,26	2,26	2,21	2,23	
04	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	2,04	2,06	2,10	2,29	1,99	1,99	1,99	2,14	
05	A	-	2,09	3,00	1,00	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,06	2,09	2,14	2,32	2,01	2,03	2,04	2,19
03 Dic	2,00	2,12	3,00	1,00	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	2,02	2,11	2,14	2,36	1,95	2,03	2,04	-	
04 Ene	2,00	2,03	3,00	1,00	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	2,01	2,06	2,08	2,21	1,94	1,97	1,92	2,07	
Feb	2,00	2,01	3,00	1,00	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	2,03	2,05	2,06	2,22	1,98	1,96	1,97	2,03	
Mar	2,00	-	3,00	1,00	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	2,00	2,02	2,03	2,03	1,94	1,95	1,93	1,87	
Abr	2,00	2,01	3,00	1,00	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	2,06	2,03	2,03	2,18	1,96	1,94	1,95	2,12	
May	2,00	2,04	3,00	1,00	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	2,01	2,05	2,08	2,30	1,97	1,96	1,97	2,18	
Jun	2,00	-	3,00	1,00	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	2,03	2,06	2,10	2,41	1,99	1,98	1,99	2,15	
Jul	2,00	2,07	3,00	1,00	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	2,05	2,06	2,11	2,40	2,00	1,98	2,01	2,29	
Ago	2,00	2,06	3,00	1,00	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	2,03	2,06	2,11	2,33	2,00	2,00	2,01	2,22	
Sep	2,00	2,06	3,00	1,00	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	2,05	2,07	2,11	2,38	2,02	2,00	2,02	2,29	
Oct	2,00	2,10	3,00	1,00	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,09	2,07	2,15	2,37	2,05	2,00	2,04	2,22	
Nov	2,00	2,05	3,00	1,00	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,08	2,09	2,16	2,34	2,06	2,04	2,06	-	
Dic	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,05	2,15	2,17	2,30	2,02	2,05	2,06	-	
05 Ene	2,00	2,09	3,00	1,00	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,07	2,10	2,14	2,33	2,04	2,04	2,05	2,17	
Feb	2,00	2,08	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,31	2,06	2,08	2,13	2,30	2,02	2,03	2,04	2,17	
Mar	2,00	2,09	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	2,05	2,09	2,13	2,33	1,98	2,03	2,03	2,22	

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

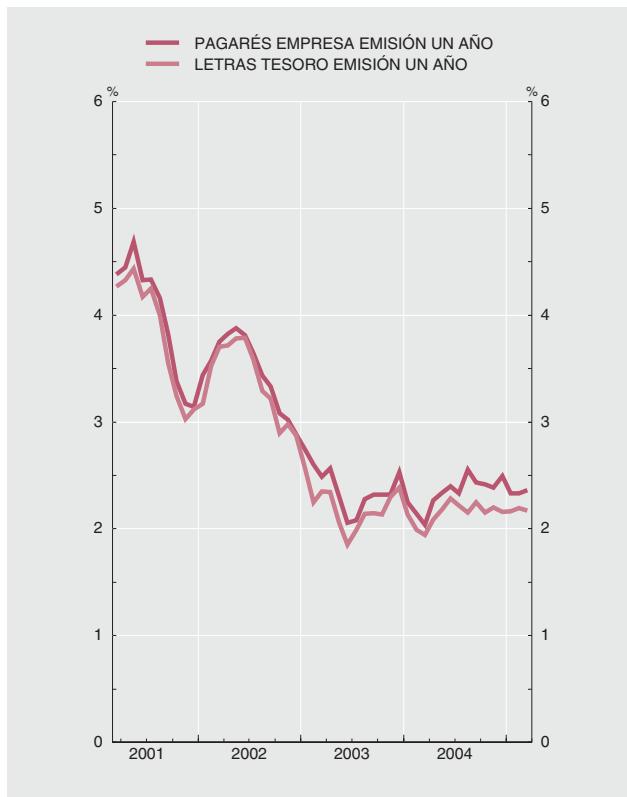
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

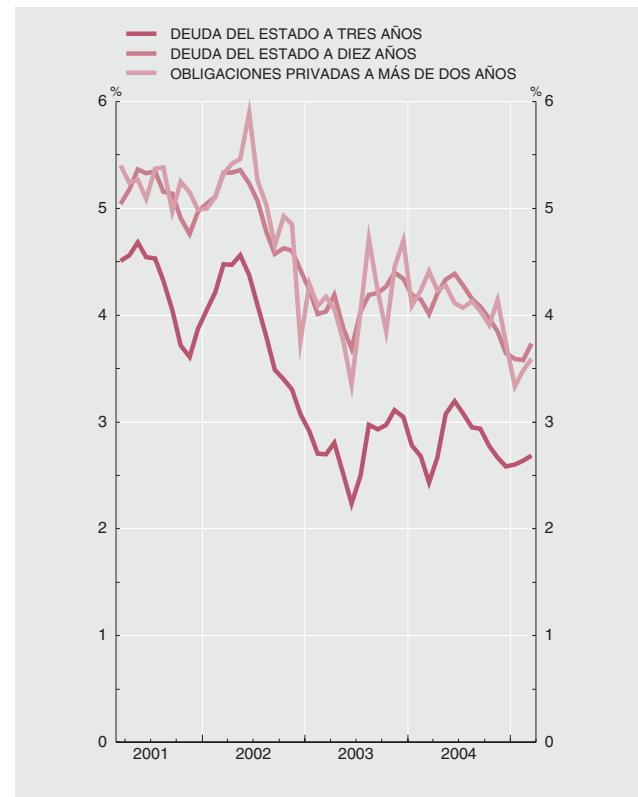
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
	1	2	3	4	5	A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	12	
03	2,21	2,21	2,38	2,34	2,66	3,19	4,11	4,46	4,90	2,78	4,12	4,14		
04	2,15	2,17	2,34	2,25	2,79	3,22	4,02	4,27	4,73	2,82	4,10	4,11		
05	2,18	2,20	2,34	2,34	2,58	2,96	3,61	3,70	-	2,64	3,64	3,47		
03 Dic	2,39	2,34	2,53	2,37	-	3,52	-	-	-	3,04	4,34	4,70		
04 Ene	2,14	2,15	2,25	2,21	-	3,39	-	4,45	-	2,78	4,19	4,09		
<i>Feb</i>	1,99	2,05	2,14	2,15	2,46	-	4,19	-	4,90	2,68	4,15	4,23		
<i>Mar</i>	1,95	2,08	2,04	1,97	-	3,29	-	4,24	-	2,43	4,01	4,41		
<i>Abr</i>	2,09	2,08	2,26	2,16	-	3,03	-	-	4,91	2,67	4,20	4,23		
<i>May</i>	2,18	2,14	2,34	2,30	2,93	-	-	4,63	-	3,08	4,33	4,28		
<i>Jun</i>	2,29	2,30	2,40	2,26	3,15	-	4,44	-	-	3,20	4,39	4,11		
<i>Jul</i>	2,22	2,24	2,33	2,28	-	3,53	-	4,51	-	3,08	4,28	4,07		
<i>Ago</i>	2,15	2,16	2,56	2,38	-	-	-	-	-	2,95	4,15	4,13		
<i>Sep</i>	2,25	2,17	2,44	2,36	2,78	-	4,13	-	4,71	2,94	4,08	4,04		
<i>Oct</i>	2,15	2,17	2,41	2,31	-	3,19	-	4,10	-	2,78	3,97	3,91		
<i>Nov</i>	2,20	2,25	2,39	2,38	2,63	-	3,79	-	4,41	2,67	3,85	4,14		
<i>Dic</i>	2,16	2,20	2,50	2,29	-	2,86	3,57	3,71	-	2,58	3,64	3,74		
05 Ene	2,17	2,23	2,33	2,34	2,58	-	3,54	-	-	2,60	3,59	3,33		
<i>Feb</i>	2,19	2,20	2,33	2,34	-	2,85	-	3,70	-	2,64	3,58	3,48		
<i>Mar</i>	2,17	2,19	2,36	2,35	-	-	3,68	-	-	2,69	3,73	3,59		

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



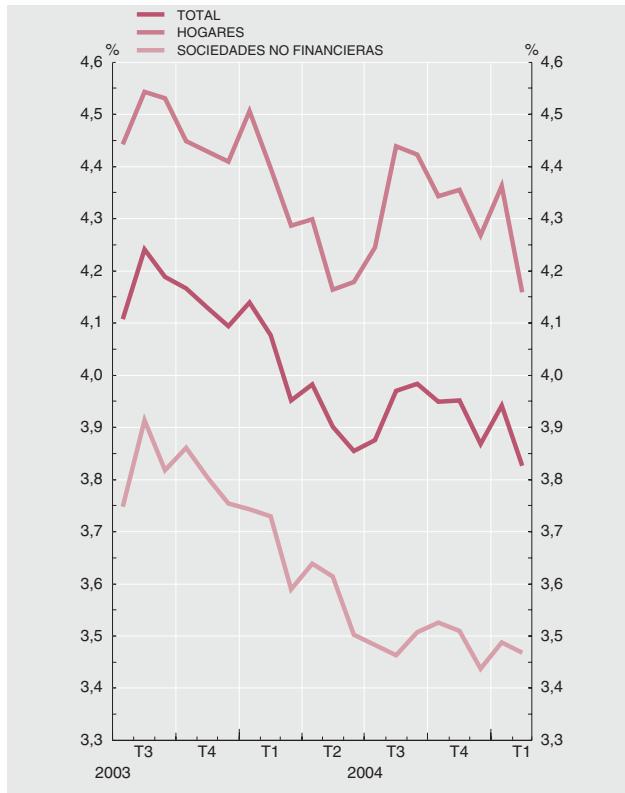
FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

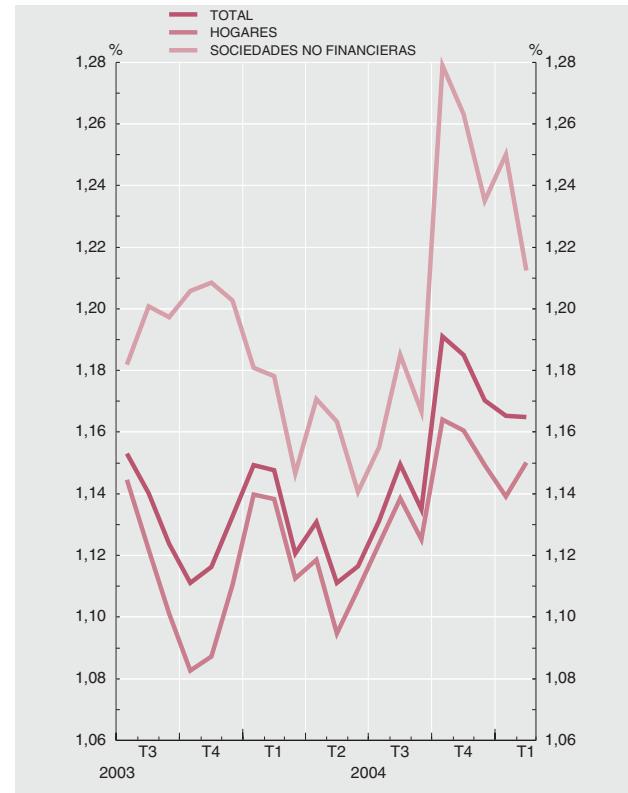
Porcentajes

Préstamos y créditos (TAE) (a)								Depósitos (TEDR) (a)									
Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras						
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
03 Feb	4,76	5,13	4,20	6,99	4,36	4,96	3,84	1,51	1,52	0,54	2,48	2,61	1,49	0,82	2,54	2,71	
Mar	4,58	4,92	4,07	6,67	4,21	4,83	3,73	1,43	1,44	0,53	2,35	2,60	1,41	0,78	2,44	2,62	
Abr	4,54	4,86	3,93	6,77	4,19	4,80	3,68	1,34	1,33	0,51	2,16	2,48	1,37	0,76	2,36	2,52	
May	4,46	4,76	3,85	6,62	4,14	4,68	3,67	1,33	1,30	0,48	2,13	2,45	1,42	0,78	2,33	2,51	
Jun	4,28	4,65	3,75	6,48	3,87	4,48	3,45	1,19	1,16	0,44	1,94	2,19	1,27	0,77	2,03	2,16	
Jul	4,11	4,44	3,55	6,28	3,75	4,38	3,25	1,15	1,14	0,42	1,94	2,05	1,18	0,66	1,97	2,05	
Ago	4,24	4,54	3,45	6,80	3,91	4,47	3,45	1,14	1,12	0,42	1,89	2,02	1,20	0,69	1,98	1,97	
Sep	4,19	4,53	3,46	6,76	3,82	4,35	3,38	1,12	1,10	0,41	1,87	2,04	1,20	0,68	1,98	2,02	
Oct	4,17	4,45	3,48	6,46	3,86	4,41	3,39	1,11	1,08	0,40	1,84	2,03	1,21	0,68	1,98	2,00	
Nov	4,13	4,43	3,46	6,41	3,80	4,37	3,33	1,12	1,09	0,39	1,88	1,97	1,21	0,69	2,03	1,97	
Dic	4,09	4,41	3,46	6,40	3,75	4,25	3,40	1,13	1,11	0,39	1,93	2,05	1,20	0,66	2,01	1,98	
04 Ene	4,14	4,51	3,53	6,55	3,74	4,32	3,29	1,15	1,14	0,39	1,99	1,93	1,18	0,68	1,98	1,95	
Feb	4,08	4,40	3,51	6,27	3,73	4,22	3,27	1,15	1,14	0,39	1,99	1,96	1,18	0,66	2,02	1,99	
Mar	3,95	4,29	3,39	6,20	3,59	4,17	3,13	1,12	1,11	0,39	1,93	2,00	1,15	0,66	1,91	1,99	
Abr	3,98	4,30	3,31	6,40	3,64	4,14	3,14	1,13	1,12	0,39	1,95	2,01	1,17	0,65	1,99	1,96	
May	3,90	4,16	3,25	6,13	3,61	4,18	3,13	1,11	1,09	0,38	1,92	1,94	1,16	0,66	1,96	1,96	
Jun	3,85	4,18	3,29	6,04	3,50	4,15	3,09	1,12	1,11	0,37	2,00	2,06	1,14	0,64	2,01	1,98	
Jul	3,88	4,24	3,38	6,07	3,48	4,14	3,03	1,13	1,12	0,37	2,04	2,07	1,16	0,66	1,98	1,99	
Ago	3,97	4,44	3,46	6,54	3,46	4,21	2,88	1,15	1,14	0,38	2,03	2,00	1,19	0,68	1,97	2,00	
Sep	3,98	4,42	3,45	6,54	3,51	4,13	2,99	1,14	1,13	0,38	2,01	1,98	1,17	0,67	2,00	2,00	
Oct	3,95	4,34	3,45	6,34	3,53	4,15	2,95	1,19	1,16	0,39	2,08	2,01	1,28	0,70	2,28	2,03	
Nov	3,95	4,36	3,48	6,29	3,51	4,13	2,94	1,18	1,16	0,38	2,08	2,02	1,26	0,69	2,23	2,04	
Dic	3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03	
05 Ene	P	3,94	4,36	3,43	6,53	3,49	4,21	2,89	1,17	1,14	0,39	2,02	2,04	1,25	0,73	2,05	2,09
Feb	P	3,83	4,16	3,44	5,84	3,47	4,09	2,91	1,16	1,15	0,40	2,04	2,09	1,21	0,70	2,03	2,05

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS
TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS
TIPOS SINTÉTICOS**



a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

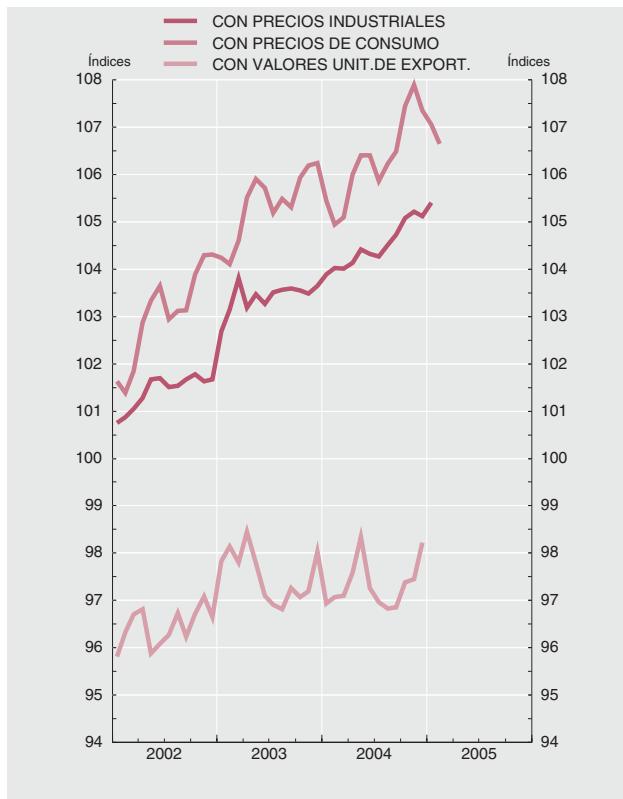
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

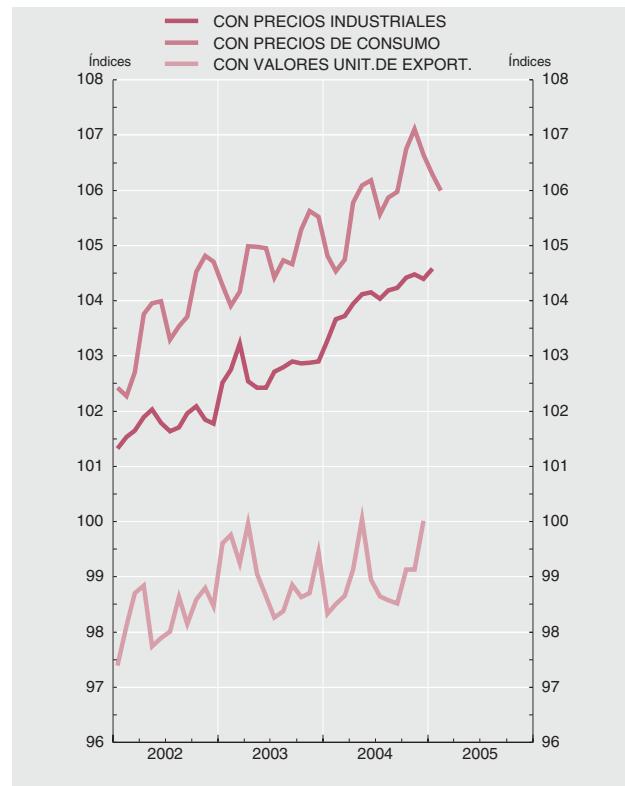
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 15)										Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
02	101,4	103,0	105,3	96,4	99,1	102,4	104,0	106,3	97,4	101,8	103,6	105,9	98,3	
03	103,4	105,4	107,0	97,5	100,1	103,3	105,2	106,8	97,4	102,7	104,8	106,0	99,0	
04	104,5	106,3	109,2	97,3	99,9	104,6	106,4	109,3	97,4	104,1	105,8	108,5	99,0	
03 /	103,2	104,3	106,6	97,9	99,8	103,4	104,5	106,8	98,1	102,8	104,1	106,3	99,5	
//	103,3	105,7	107,2	97,8	100,3	103,0	105,4	106,9	97,5	102,5	105,0	106,0	99,2	
/I	103,6	105,3	106,9	97,0	100,3	103,3	105,0	106,6	96,7	102,8	104,6	105,7	98,5	
/IV	103,6	106,1	107,0	97,4	100,2	103,3	105,9	106,8	97,2	102,9	105,5	105,8	98,9	
04 /	104,0	105,2	107,4	97,0	100,0	104,0	105,2	107,4	97,1	103,6	104,7	106,7	98,5	
//	104,3	106,3	108,4	97,7	99,7	104,6	106,5	108,7	98,0	104,1	106,0	107,8	99,4	
/I	104,5	106,2	109,6	96,9	99,8	104,7	106,4	109,8	97,0	104,1	105,8	109,1	98,6	
/IV	105,1	107,6	111,4	97,7	100,2	105,0	107,4	111,3	97,5	104,4	106,8	110,5	99,4	
04 Jun	104,3	106,4	...	97,3	99,7	104,6	106,7	...	97,6	104,2	106,2	...	98,9	
Jul	104,3	105,9	...	97,0	99,7	104,6	106,2	...	97,2	104,0	105,6	...	98,6	
Ago	104,5	106,2	...	96,8	99,8	104,7	106,5	...	97,0	104,2	105,9	...	98,6	
Sep	104,7	106,5	...	96,9	100,0	104,8	106,5	...	96,9	104,2	106,0	...	98,5	
Oct	105,1	107,4	...	97,4	100,1	104,9	107,3	...	97,3	104,4	106,7	...	99,1	
Nov	105,2	107,9	...	97,5	100,2	105,0	107,6	...	97,2	104,5	107,1	...	99,1	
Dic	105,1	107,3	...	98,2	100,2	104,9	107,2	...	98,1	104,4	106,6	...	100,0	
05 Ene	105,4	107,1	...	...	100,2	105,1	106,8	...	...	104,6	106,3	...	...
Feb	...	106,7	...	...	100,1	...	106,5	...	...	...	106,0	...	...
Mar	...	...	...	...	100,2	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 15)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

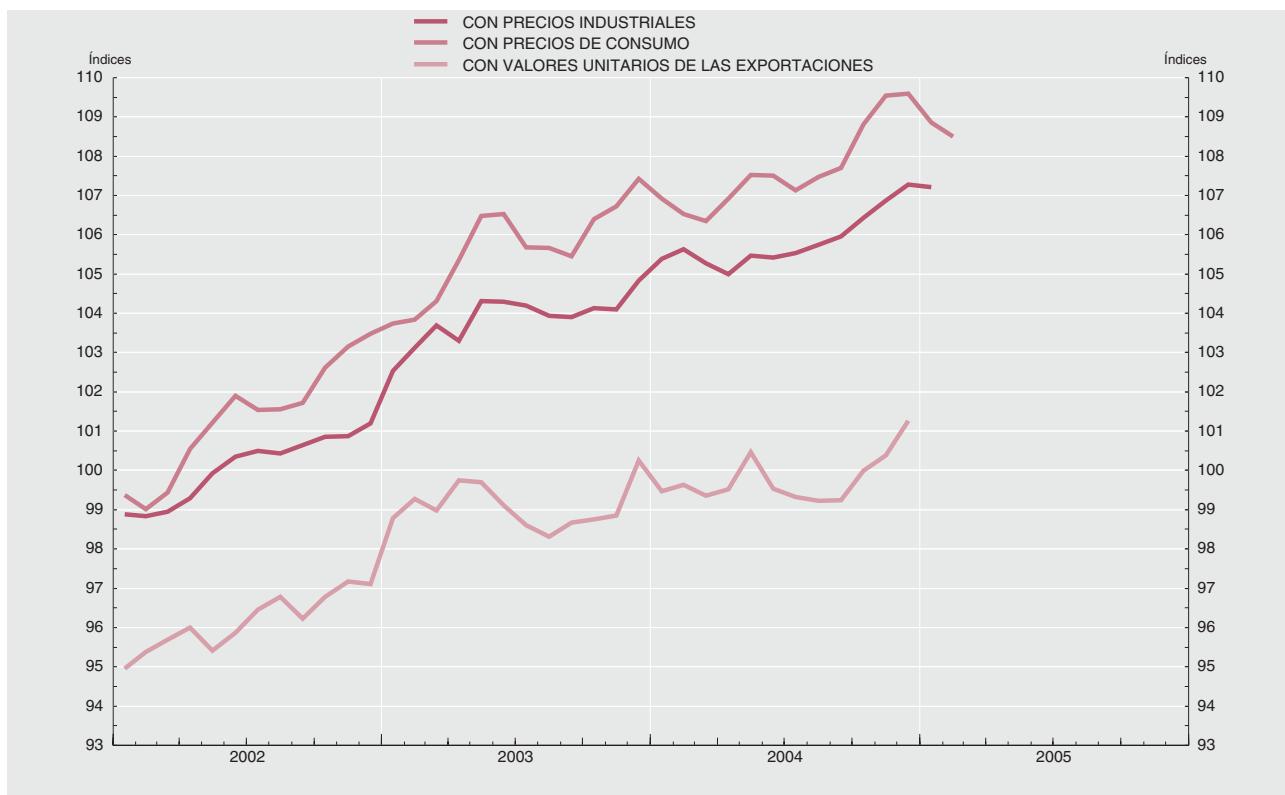
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
02	100,1	101,3	104,4	96,2	97,1	103,1	104,3	107,5	99,0
03	103,9	105,6	108,0	99,1	100,0	103,9	105,6	108,0	99,1
04	105,8	107,7	111,2	99,8	100,8	105,0	106,9	110,4	99,0
03 /	103,1	104,0	107,2	99,0	99,1	104,0	104,9	108,2	99,9
//	104,0	106,1	108,5	99,5	100,3	103,6	105,8	108,2	99,2
/I	104,0	105,6	108,0	98,5	100,1	103,9	105,5	107,8	98,4
/IV	104,4	106,8	108,4	99,3	100,4	103,9	106,4	108,0	98,9
04 /	105,4	106,6	109,5	99,5	100,9	104,5	105,7	108,6	98,6
//	105,3	107,3	110,1	99,8	100,3	105,0	107,0	109,8	99,6
/I	105,7	107,4	111,5	99,3	100,5	105,2	106,9	110,9	98,7
/IV	106,9	109,3	113,8	100,5	101,4	105,4	107,8	112,3	99,2
04 Jun	105,4	107,5	...	99,5	100,3	105,1	107,2	...	99,2
Jul	105,5	107,1	...	99,3	100,5	105,0	106,6	...	98,9
Ago	105,7	107,5	...	99,2	100,5	105,2	107,0	...	98,7
Sep	106,0	107,7	...	99,2	100,7	105,3	107,0	...	98,6
Oct	106,4	108,8	...	100,0	101,0	105,4	107,7	...	99,0
Nov	106,9	109,5	...	100,4	101,4	105,4	108,1	...	99,0
Dic	107,3	109,6	...	101,3	101,7	105,4	107,7	...	99,5
05 Ene	107,2	108,9	...	...	101,5	105,6	107,3	...	...
Feb	...	108,5	...	...	101,4	...	107,1	...	...
Mar	...	...	...	...	101,6	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

NOV 2003	Evolución reciente de la economía española 9 Resultados de las empresas no financieras en 2002 y hasta el tercer trimestre de 2003 23 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2003 39 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: tercer trimestre de 2003 47 El impacto de la situación financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo 53 Tipos de cambio de equilibrio, dolarización de pasivos y ajuste cambiario en América Latina 59
DIC 2003	Evolución reciente de la economía española 9 Evolución de la calidad del trabajo en España 23 La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas 29 Las similitudes del ciclo económico en las economías europeas 39 La nueva estadística sobre los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias a las sociedades no financieras y a los hogares 45
ENE 2004	Informe trimestral de la economía española 9 La evolución de la demanda y de la producción en el sector eléctrico español 61 Demanda de trabajo, contratos temporales y factores financieros 71 Banca extranjera y estabilidad financiera 75 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003 81
FEB 2004	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003 9 Evolución reciente de la economía española 23 La evolución del empleo y del paro durante el año 2003, según la Encuesta de Población Activa 31 Una comparación entre los tipos de interés bancarios en España y en la UEM 41 Encuesta sobre préstamos bancarios en España: cuarto trimestre de 2003 47 Tipo de cambio fijo y relajación de la restricción presupuestaria en las economías emergentes 9
MAR 2004	Evolución reciente de la economía española 9 Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2003 y avance de cierre del ejercicio anterior 23 Informe semestral de economía latinoamericana 35 Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas 53 La evolución de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas 61
ABR 2004	Informe trimestral de la economía española 9 La cuota de mercado de las exportaciones españolas en la última década 59 Indicadores de convergencia real de España en la UE ampliada 69 Créditos hipotecarios a tipo de interés fijo frente a tipo variable: comparación de riesgos e implicaciones macroeconómicas 73 Regulación financiera: primer trimestre de 2004 85
MAY 2004	Evolución reciente de la economía española 9 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2004 23 Los efectos de los atentados del 11 de marzo de 2004, según los indicadores coyunturales 31 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: primer trimestre de 2004 39 Un modelo para predecir cambios cíclicos en el área euro 45 Una estimación del tipo de interés de equilibrio en Estados Unidos y Alemania 49 Estabilidad financiera y el diseño de la política monetaria 55 Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2003 63
JUN 2004	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2004 39 Los efectos de la ampliación de la UE sobre la economía española: estructuras productivas y flujos comerciales 53 La carga financiera de las familias españolas: un primer análisis desagregado 67 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2003 79
JUL-AGO 2004	Informe trimestral de la economía española 11 El consumo privado en la UEM 75 Algunas simulaciones con el modelo macroeconómico trimestral del Banco de España 87 Una valoración de las perspectivas a medio plazo para América Latina 99 Las entidades de tasación: actividad en 2003 111 Regulación financiera: segundo trimestre de 2004 125

SEP 2004	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2004 29 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2004 45 Informe semestral de economía latinoamericana 55 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: segundo trimestre de 2004 81 La competitividad del sector turístico 89 La evolución del endeudamiento de las Comunidades Autónomas: 1995-2003 107 Implicaciones del nuevo Tratado Constitucional para la Unión Económica y Monetaria 115 Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2003 127
OCT 2004	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 21 Valoración de los avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional desde la crisis asiática 85 Un indicador sintético para el consumo privado 109 La dinámica de los precios de consumo en la economía española 119 Regulación financiera: tercer trimestre de 2004 131
NOV 2004	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2003 y hasta el tercer trimestre de 2004 29 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2004 51 Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares 61 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: tercer trimestre de 2004 83 La presión financiera y el comportamiento reciente de la inversión productiva privada en España 93 La reforma del sistema financiero chino 101
DIC 2004	Evolución reciente de la economía española 11 Una valoración de la evolución reciente del precio del petróleo 29 Las implicaciones del endeudamiento de los hogares sobre el consumo privado 47 Proyecciones de población para la economía española 55 Las series de stock de capital humano y tecnológico en los indicadores de convergencia real 63 La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los precios de las importaciones: ¿Ha cambiado tras el inicio de la UEM? 73
ENE 2005	Informe trimestral de la economía española 11 La dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM 75 Un indicador sintético de presión financiera para las empresas españolas 87 Efectos de balance y riesgo soberano en las economías emergentes 97 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004 107
FEB 2005	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2004, según la Encuesta de Población Activa 29 Inmigración: desarrollos recientes y consecuencias económicas 39 Los gastos en tecnología y la eficiencia, productividad y costes de las entidades bancarias españolas 51 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: cuarto trimestre de 2004 63 El sector textil de la UEM ante la eliminación de contingentes en el comercio exterior 73
MAR 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2004 y avance de cierre del ejercicio 29 Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas 45 Informe semestral de economía latinoamericana 55
ABR 2005	Informe trimestral de la economía española 11 Inflación, productividad y márgenes sectoriales 77 El sistema impositivo español y su comparación con el europeo 85 La recaudación impositiva en el último decenio 97 La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido 111 Evolución y retos de la economía china 135 Regulación financiera: primer trimestre de 2005 151

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0505 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y ÁLVARO ORTIZ: The role of global risk aversion in explaining Latin American sovereign spreads.
- 0506 ALFREDO MARTÍN, JESÚS SAURINA Y VICENTE SALAS: Interest rate dispersion in deposit and loan markets.
- 0507 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Jump-and-rest effect of U.S. business cycles.
- 0508 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL Y IGNACIO HERNANDO: Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0406 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRASALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.

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

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

EDICIONES VARIAS¹

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.
PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.
MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.
BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.
JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.
RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (**), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 <i>e-mail:</i> Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	--