

BOLETÍN ECONÓMICO

1/2005

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)

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.
me	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 ENERO 2005

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 20
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 25
- 4 La economía española 39
- 5 Evolución financiera 61

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

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

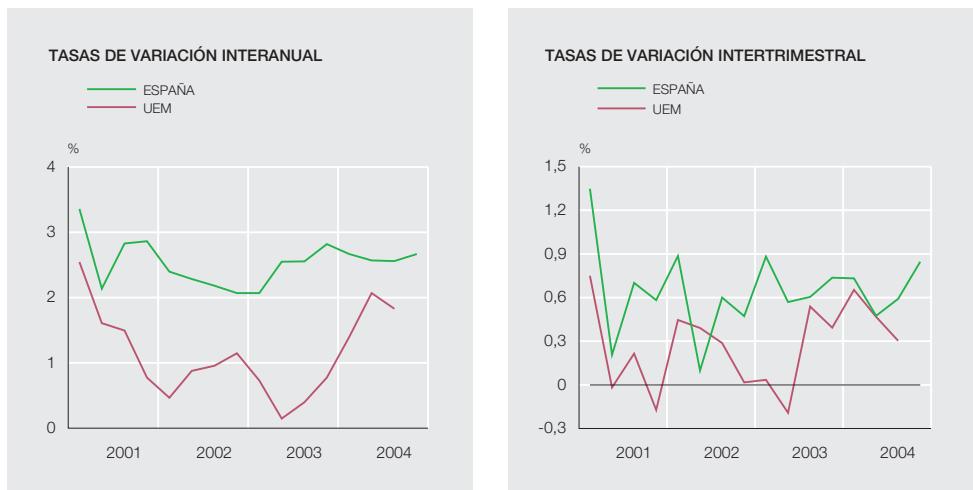
1 Rasgos básicos

Después de varios trimestres de crecimiento sostenido en tasas de variación del 2,6%, la economía española ha cerrado el año 2004 con un ligero repunte de la actividad. Aunque se estima que la tasa de variación interanual de la demanda interna flexionó levemente a la baja, tras crecer un 4,4% en el tercer trimestre, la mejora experimentada por el turismo en los meses finales del año y una cierta reducción del notable ritmo de avance de las importaciones han permitido moderar la aportación negativa de la demanda exterior. De esta forma, se estima que el PIB registró un avance interanual del 2,7% en el cuarto trimestre, una décima superior al estimado por la CNTR para los dos trimestres anteriores, y que su crecimiento intertrimestral fue del 0,8%, también por encima del observado con anterioridad (véase el gráfico 1). En cualquier caso, la economía española finalizó el año 2004 en línea con sus tendencias anteriores: notable avance de la demanda interna, que a pesar de la desaceleración creció por encima del 4%, fuerte aportación negativa del sector exterior y elevado ritmo de creación de empleo; la inflación, medida por el IPC, se vio impulsada por el encarecimiento del petróleo y finalizó el año en el 3,2%.

Las estimaciones del cuarto trimestre de 2004 sitúan el crecimiento en el conjunto del año 2004 en el 2,6%, ligeramente por encima del 2,5% registrado en 2003. La demanda interna se habría acelerado hasta alcanzar un aumento del 4%, frente al 3,2% de 2003, reflejando un mayor crecimiento tanto del consumo como, principalmente, de la inversión. Mientras, la aportación negativa de la demanda exterior se habría intensificado notablemente, a pesar de la mejora del cuarto trimestre, superando los -1,5 puntos porcentuales (pp), frente a los -0,8 pp del año anterior. El empleo creció por encima del 2%, frente al 1,7% de 2003, continuando la senda de bajo crecimiento de la productividad, y la tasa de inflación, con un perfil variable a lo largo del año, alcanzó una media del 3%, similar a la del año anterior.

En el plano internacional, en el año 2004 se ha registrado un crecimiento muy elevado, resultado de una recuperación que se ha extendido a la mayor parte de las áreas económicas y que ha venido acompañada de un notable impulso al volumen de comercio internacional. No obstante, dentro de esta fortaleza, se ha apreciado una cierta tendencia a la desaceleración a medida que transcurría el año, que cabe relacionar con dos factores. Por un lado, el giro observado en el tono de las políticas económicas, cuyo carácter expansivo ha comenzado a ser atemperado por las autoridades en zonas tan distantes como China y Estados Unidos. Por otro lado, el encarecimiento del petróleo, reflejo a su vez de la fortaleza de la demanda mundial, ha actuado como un elemento de estabilización del crecimiento, moderando posiblemente las expectativas de recuperación. Tras esta desaceleración gradual, las perspectivas para 2005 apuntan a un mantenimiento de la expansión a un ritmo más contenido. Trasluciendo en parte estas buenas perspectivas, las bolsas de valores han terminado el año con un comportamiento alcista, y tanto los tipos de interés a largo plazo como los diferenciales soberanos en los mercados emergentes y en los de la deuda emitida por el sector privado en los países desarrollados se han mantenido en niveles relativamente moderados.

La expansión de la economía mundial no ha repercutido, sin embargo, en una mejora de los desequilibrios macrofinancieros que subsisten entre las diferentes áreas económicas. De hecho, la magnitud que ha alcanzado el déficit externo norteamericano parece ser el principal motivo de la depreciación experimentada por el dólar en la parte final de 2004, cuya contrapartida principal ha sido la revalorización del euro. Esta tendencia ha revertido en alguna me-



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

a. Series ajustadas de estacionalidad.

dida al inicio de 2005. Por su parte, el precio del petróleo alcanzó niveles máximos en el mes de octubre, por encima de los 50 dólares por barril, tendiendo luego a moderarse, pero sin abandonar niveles superiores a los 40 dólares. A comienzos de 2005, ha experimentado un nuevo repunte, y los mercados de futuros proyectan un ajuste a la baja muy lento hasta el final del año. En este contexto, las tasas de inflación de las principales áreas económicas han mostrado un perfil ascendente, aunque los riesgos inflacionistas permanecen acotados debido a que no se han producido reacciones al alza de los salarios, cuyos incrementos siguen siendo moderados, y los beneficios empresariales se han recuperado, permitiendo acomodar el mayor coste de la energía.

Por áreas geográficas, en Estados Unidos los datos del tercer trimestre han confirmado un crecimiento robusto, aunque ligeramente desacelerado, basado en el avance del consumo y la inversión, que ha debido de prolongarse en el trimestre final del año. Aunque la tasa de inflación ha mostrado un perfil creciente, debido al alza del petróleo y a la depreciación del dólar, la inflación subyacente solo ha repuntado ligeramente y no se percibe un deterioro significativo de las expectativas de inflación. La economía china continúa registrando tasas de crecimiento que superan el 9%, de forma que las medidas de contención adoptadas por las autoridades solo han tenido un éxito limitado. Por último, en América Latina el año 2004 se perfila como el de mayor crecimiento en varias décadas, debido al avance de la inversión y las exportaciones, mientras que los diferenciales soberanos se han situado en cotas mínimas y los bancos centrales han aumentado significativamente sus reservas de divisas.

En este contexto de expansión casi generalizada de la economía mundial, la zona del euro sigue experimentando ritmos de avance moderados, que dependen en gran medida de la demanda exterior. La recuperación de esta zona resulta vulnerable, por tanto, a los acontecimientos del entorno internacional, sin que la demanda interna haya tomado el relevo con la fuerza necesaria. Así, tras una primera parte del año relativamente fuerte, con avances próximos al crecimiento potencial, los datos del tercer trimestre —que situaron el avance interanual del PIB en el 1,8%— y las tendencias apuntadas por los indicadores para el final del año señalan un recorte en el ritmo de crecimiento, ligado al debilitamiento de las exportaciones, afectadas por la apreciación del euro. Aunque la inversión ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses y los indicadores de consumo anticipan una ligera mejora en el cuarto



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

- a. Tasas de variación interanual. Hasta diciembre de 2001, las tasas corresponden a las publicadas en esa fecha.
- b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

trimestre, el gasto de los hogares parece lastrado por las limitadas expectativas de aumento del empleo y de la renta.

En cualquier caso, la evolución de los países miembros de la Unión Monetaria sigue siendo muy diversa, pues algunos de ellos muestran tasas elevadas de crecimiento (como Finlandia, Bélgica, Irlanda y España), en tanto que otros (como Alemania y, más recientemente, Francia) han presentado últimamente dificultades para mantener el ritmo de expansión de la actividad.

El encarecimiento del petróleo ha tenido una incidencia alcista sobre la tasa de inflación de la UEM, aunque su magnitud se ha visto suavizada por la apreciación del euro. En conjunto, el IAPC ha finalizado el año con un aumento interanual del 2,4%, si bien las expectativas apuntan hacia un retorno a tasas inferiores al 2% en los próximos meses; además, la inflación subyacente apenas ha rebasado ese nivel a lo largo de 2004. Las expectativas de mantenimiento de la inflación dentro de cotas compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE se ven reforzadas por la evolución moderada de los salarios, en los que no parecen haber repercutido las subidas de precios ligadas al encarecimiento del petróleo. En estas circunstancias, el BCE ha decidido mantener estable el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 2%, aunque ejerciendo una estrecha vigilancia de los riesgos que se perciben sobre la tasa de inflación.

En cuanto a la orientación de las políticas fiscales en la Unión Monetaria, en el año 2004 ha vuelto a ponerse de manifiesto la insuficiencia de los ajustes fiscales realizados por algunos países en el pasado y la falta de medidas suficientemente correctoras en la actualidad, por lo que el déficit público en el conjunto de la zona del euro se ha situado en el 2,9. En esta situación, continúan las discusiones que el Consejo ECOFIN está llevando a cabo con el objeto de reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Más allá de la coordinación de las políticas fiscales, la aplicación de las medidas de reforma estructural acordadas en Lisboa aparece como una vía de actuación imprescindible para dinamizar la economía de la zona del euro y

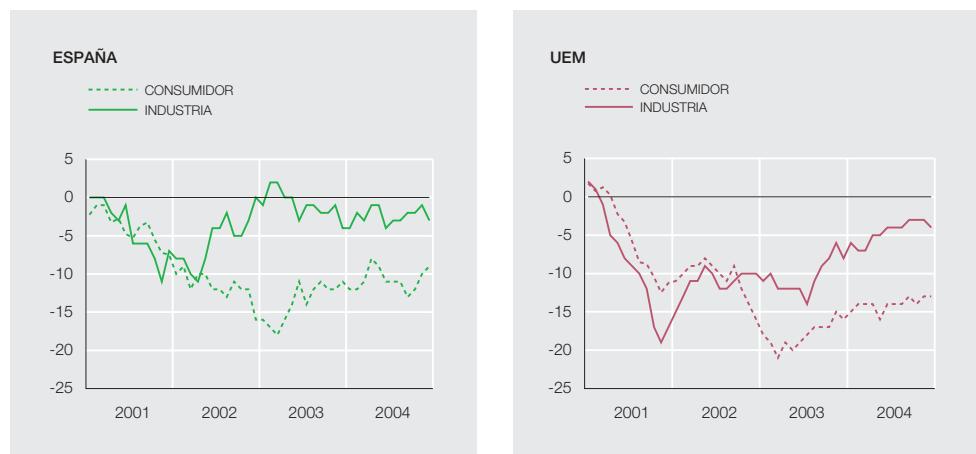
elevar su crecimiento potencial. En ambos asuntos, el Consejo Europeo que se celebrará el próximo mes de marzo puede resultar de gran importancia, pues está previsto que en él se aborde la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y se revise la estrategia relativa a políticas estructurales en Europa, con el fin de imprimirle un nuevo impulso.

Como se ha señalado al comienzo del Informe, en este marco de expansión internacional y de crecimiento moderado de la zona del euro, la economía española ha mantenido una dinámica propia y un diferencial de crecimiento positivo y significativo con la UEM. El gasto interno, sustentado en unas condiciones financieras holgadas, una elevada capacidad de creación de empleo y unas expectativas favorables de demanda para las empresas, siguió pulsando con fuerza en España en los meses finales del año pasado, a pesar de la moderada desaceleración que experimentaron el consumo privado y la inversión. Por su parte, la demanda exterior neta redujo algo su contribución negativa al crecimiento del PIB, dando lugar a un avance de la actividad del 2,7%, ligeramente superior al 2,6% del trimestre previo.

Los indicadores de consumo privado del cuarto trimestre señalan una leve pérdida de impulso, en relación con el crecimiento alcanzado en los trimestres centrales de 2004. No obstante, el año se cerró con un avance del consumo en torno al 3,3%, claramente superior al registrado en 2003. Este resultado se apoyó en el crecimiento de la renta real disponible, las favorables condiciones de financiación y un aumento importante de la riqueza, tanto financiera como no financiera, basado en la revalorización de la vivienda y la recuperación de la Bolsa. Los indicadores de inversión residencial señalan que el otro componente del gasto de las familias también se expandió significativamente en 2004, lo que, unido al crecimiento de sus precios, explica el aumento del crédito hipotecario. Según los datos acumulados hasta el tercer trimestre, el ahorro financiero de los hogares se ha situado por primera vez en valores negativos, que reflejan la creciente presión financiera que experimenta el sector.

La inversión en capital fijo finalizó el año 2004 también con una ligera desaceleración, tras el notable avance del tercer trimestre. A pesar de ello, la recuperación de la inversión en el conjunto del año fue significativa, especialmente la materializada en bienes de equipo (con un aumento medio estimado superior al 5,5%), ya que la construcción creció a una tasa muy similar a la de 2003 (4,3%). La inversión de las empresas ha sido el principal factor dinamizador de la formación bruta de capital fijo, a lo que han debido de contribuir las mejores expectativas de demanda, sostenidas por la recuperación de la economía internacional, en un contexto de disminución de las presiones financieras sobre las empresas y de mejora de sus resultados económicos.

La contribución negativa de la demanda exterior al crecimiento del PIB se moderó en alguna medida en el cuarto trimestre del año pasado, tras haberse intensificado notablemente a lo largo de los tres trimestres anteriores. A pesar de ello, la detacción del crecimiento en el último trimestre fue de 1,6 pp. El deterioro sufrido por la demanda exterior en el conjunto del año se explica, en gran medida, por las pérdidas de competitividad, derivadas de la apreciación acumulada por el euro en los dos últimos años y del mantenimiento de diferenciales positivos de variación de precios y costes con los principales competidores de los productos españoles. A pesar de que las exportaciones de bienes experimentaron una recuperación significativa en 2004, esta fue muy inferior a la registrada por los mercados. Los resultados turísticos se vieron afectados por factores negativos adicionales, como la climatología y las tensiones geopolíticas, que el fuerte repunte del cuarto trimestre ha aminorado. Por último, el notable dinamismo de la demanda final, la evolución desfavorable de la competitividad y el aumento del turismo de españoles en el exterior, espoleado por la apreciación del euro, explican el

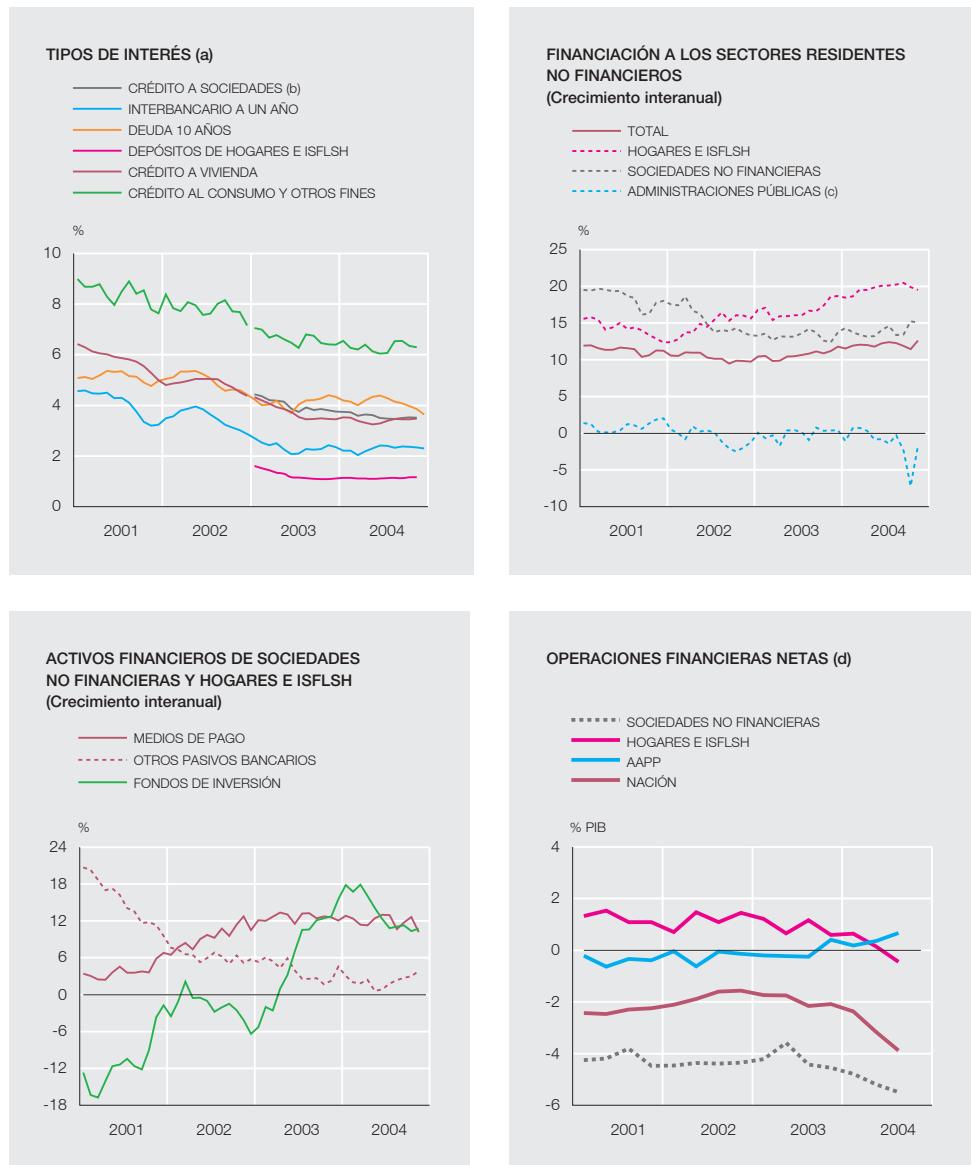


FUENTE: Comisión Europea.

comportamiento acelerado de las importaciones de bienes y servicios, que solo se ha frenado en el último trimestre.

La ligera recuperación del crecimiento del PIB estimada para el cuarto trimestre, de una décima en tasa interanual, habría venido acompañada de un repunte similar del empleo, según ha confirmado el dato de empleo de la EPA del cuarto trimestre, publicado al cierre de este Informe. En el conjunto del año 2004, se estima que la ocupación creció un 2,1%, dando lugar a un recorte adicional de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo. Por sectores, este resultado refleja la situación en los servicios de mercado, donde el empleo no solo ha crecido más que el valor añadido, sino que se ha acelerado en mayor medida en 2004, y en la construcción, donde ambas magnitudes aumentaron en la misma tasa. Por el contrario, en la industria, sujeta a mayores presiones competitivas, el empleo experimentó un recorte importante hasta el tercer trimestre, que generó elevadas ganancias de productividad, aunque este proceso se ha detenido en los meses finales del año, en los que el empleo industrial ha retornado a tasas positivas de variación.

Los indicadores de costes laborales y los resultados de la negociación colectiva en 2004 han reflejado una moderación de los salarios, en relación con 2003, que tendió a afianzarse a lo largo del ejercicio. Las estimaciones de remuneración por asalariado de la CNTR han recogido ese perfil de desaceleración, que se ha trasladado a los costes laborales unitarios, a pesar del bajo aumento de la productividad. No obstante, el crecimiento de la remuneración (un 3,7% en tasa interanual, en el tercer trimestre, y un 3,2% en la economía de mercado) es elevado cuando se compara con el que se registra en otras economías de nuestro entorno, y ha contribuido a mantener el diferencial de crecimiento de los costes laborales en relación con los principales competidores de los productos españoles, afectando negativamente a su competitividad. De hecho, las perspectivas para 2005 apuntan a un repunte salarial, debido al efecto de las cláusulas de salvaguarda que incorporan muchos convenios, y que entrarán en vigor por el efecto alcista que el encarecimiento del petróleo tuvo sobre la inflación en los meses finales de 2004: mientras que en la mayor parte de las economías el aumento de los precios del petróleo no ha incidido sobre la evolución de los salarios, limitando sus efectos sobre las perspectivas de inflación, en España su incorporación al crecimiento salarial a través de la mecánica de las cláusulas alentará las pérdidas de competitividad. La pervivencia de mecanismos de indiciación refuerza la inercia inflacionista de una economía, limitando su capacidad de respuesta flexible ante los shocks inesperados que pueden afectarla. Por ello, el establecimiento de un sistema de estas características para revisar anualmente el salario mínimo



FUENTE: Banco de España.

a. 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.

b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen.

c. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

interprofesional resultaría inapropiado, particularmente si se llegara a introducir en el Estatuto de los Trabajadores.

En cuanto a la evolución de la inflación en 2004, la tasa interanual del IPC, que había comenzado el año en el 2,3%, lo finalizó en el 3,2%, tras haber alcanzado un máximo en el mes de octubre (3,5%), momento de máxima incidencia del encarecimiento de la energía; este efecto se vio parcialmente compensado por el buen comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados. Entre los componentes menos variables de los precios, recogidos en el IPSEBENE, también se observó una aceleración en la segunda mitad del año, que situó a este índice en tasas interanuales en torno al 2,9%, debido al deslizamiento de los precios de los

alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos; por último, los precios de los servicios mantuvieron tasas de variación elevadas, del orden del 3,8%. La tasa de inflación media de 2004 fue del 3% y el diferencial de inflación con la zona del euro, medido con los IAPC, que presentó un perfil ascendente a lo largo del año, quedó finalmente situado en 0,9 pp en diciembre.

En el ámbito de la política fiscal, la presentación de la Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento para el período 2004-2008 ha confirmado el compromiso de las autoridades económicas con la estabilidad presupuestaria. Tras alcanzarse un déficit del 0,8% del PIB en 2004, por el reconocimiento de ciertas operaciones extraordinarias en ese año, las proyecciones apuntan al mantenimiento de sucesivos superávit en las cuentas públicas hasta el año 2008, condicionados a un determinado escenario de crecimiento.

Para que la economía española pueda seguir manteniendo el diferencial de crecimiento positivo, que sustenta su proceso de convergencia real con los países más avanzados de la UEM, es preciso no solo que se mantenga la senda de estabilidad presupuestaria, sino también que se apliquen medidas que promuevan el potencial de crecimiento a través de un funcionamiento flexible y eficiente de la economía. En este sentido, el anunciado paquete de medidas de fomento de la competitividad representa una oportunidad para realizar un avance significativo en este camino. Como adelanto de algunas de estas medidas, se ha publicado el Libro blanco de defensa de la competencia, que establece la creación de un único organismo independiente, la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, para la vigilancia de estos aspectos, aumentando así las garantías de transparencia y eficacia del sistema.

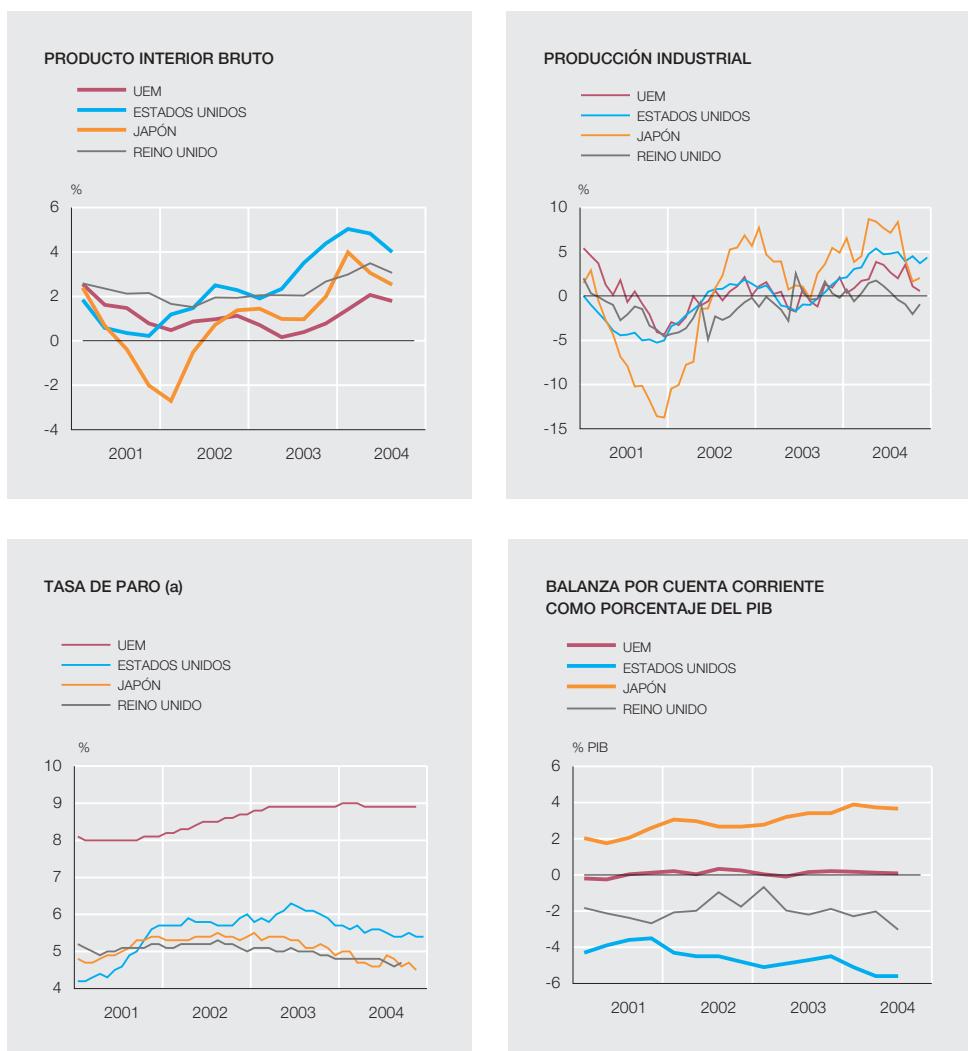
2 Entorno exterior del área del euro

La evolución de los mercados financieros internacionales en los tres últimos meses se caracterizó por la debilidad del dólar, que llegó a alcanzar un nuevo mínimo histórico frente al euro, superior a 1,36 dólares por euro, a mediados del mes de diciembre. El deterioro del saldo exterior estadounidense y algunas dudas sobre la evolución futura de la productividad, tras conocerse la caída en su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre del año, podrían haber contribuido a la pérdida de valor de la divisa norteamericana. En las primeras semanas de enero, sin embargo, la moneda estadounidense se apreció significativamente, en un movimiento atribuido a la perspectiva de nuevos endurecimientos de la política monetaria estadounidense. Como se esperaba, la Reserva Federal incrementó los tipos de interés de los Fondos Federales en 25 puntos básicos (pb), hasta el 2,25%. Los mercados parecen descontar ahora con mayor certeza nuevas subidas de los tipos de interés, tras conocer las actas de la última reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que, por primera vez, empezaron a publicarse antes de la siguiente reunión y que tenían un tono más contractivo de lo esperado. Los movimientos del dólar frente al yen fueron similares a los que tuvo frente al euro, si bien de menor intensidad. Los tipos de interés a largo plazo estadounidenses se incrementaron muy ligeramente a lo largo del trimestre, lo que, combinado con el descenso de los tipos a largo plazo del euro, propició una ampliación del diferencial entre ambos hasta 60 pb. Por su parte, el precio del crudo descendió, a finales de año, hasta los 40 dólares por barril, tras alcanzar máximos históricos en octubre, a la vez que aumentaba sustancialmente la volatilidad de las cotizaciones. En la primera quincena de enero el precio repuntó debido a la incertidumbre derivada de la proximidad de las elecciones en Irak y factores puramente estacionales. A pesar de estos vaivenes, no se han producido movimientos significativos en los futuros a largo plazo, que en cualquier caso siguen en niveles relativamente elevados. Las economías emergentes evolucionaron muy favorablemente durante el cuarto trimestre, con crecimientos de la actividad superiores a los de las economías desarrolladas, descensos generalizados de los diferenciales soberanos, aunque repuntaron ligeramente en enero, subidas de las bolsas, tendencia a la apreciación de sus monedas, excepto en los países con tipos de cambio fijos, y acumulación de reservas de divisas por parte de los bancos centrales.

En *Estados Unidos*, la cifra final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento del 4% en tasa trimestral anualizada (4% también en tasa interanual), por encima del 3,9% estimado inicialmente y del 3,3% alcanzado en el segundo trimestre. La actividad vino impulsada fundamentalmente por la aceleración del consumo privado y la inversión privada en equipo. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre apuntan al mantenimiento del dinamismo de la economía. Así, por el lado de la demanda, la fortaleza de las ventas al por menor, unida a la reciente mejoría de la confianza del consumidor, dibujan un panorama positivo para el consumo privado, mientras que la evolución positiva de los pedidos de bienes duraderos en noviembre apuntaría al mantenimiento de la fortaleza de la inversión. Por el lado de la oferta, los indicadores son, igualmente, positivos: la producción industrial registró aumentos en los tres últimos meses de 2004; la utilización de la capacidad instalada alcanzó en diciembre un máximo en cuatro años; los indicadores de confianza de los sectores de manufacturas y servicios registraron sendos incrementos en noviembre y diciembre; y el indicador adelantado de actividad económica mostró en noviembre y diciembre sus primeros aumentos en seis meses. En sentido negativo, destaca la baja creación de empleo en los dos últimos meses del año, por debajo de la media anual y de las expectativas, aunque, en cualquier caso, se ha cerrado el año con una creación de 2,2 millones de puestos de trabajo, la cifra más alta en cinco años. El déficit comercial siguió aumentando, hasta alcanzar en noviembre

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

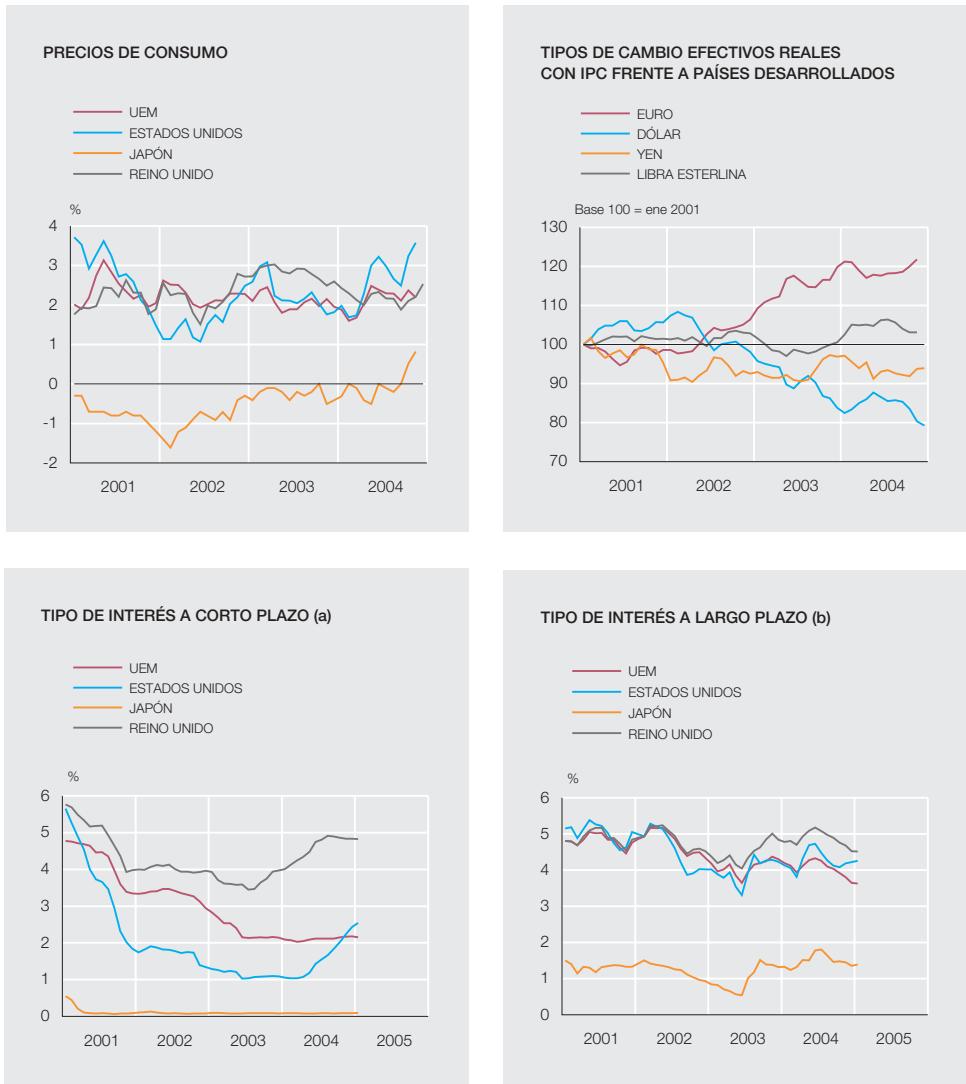


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

un nuevo máximo histórico, debido al fuerte crecimiento de las importaciones. Respecto a los precios, el IPC se desaceleró en diciembre (3,3% interanual, frente al 3,5% de noviembre), debido a la caída de los precios de la energía. La tasa subyacente se mantuvo en el 2,2%. Estas cifras confirman la moderación de las presiones inflacionistas señalada por los indicadores por el lado de la oferta (precios de importación e industriales), a pesar de la depreciación del dólar.

En Japón, los datos de la Contabilidad Nacional pusieron de relieve la ralentización de la actividad en el tercer trimestre, en el que se registró un crecimiento del PIB del 2,6% interanual, frente al 3% del segundo trimestre. La dispar evolución de los últimos indicadores no ayuda a discernir si la ralentización observada es temporal. Por el lado de la oferta, la mejoría de la producción industrial y la elevación de los indicadores de actividad económica en noviembre contrastaron con el leve deterioro del indicador de expectativas empresariales (*Tankan*). Por el lado de la demanda, los incrementos de las ventas al por menor y de la renta personal en noviembre apuntarían a una mejoría del consumo privado, si bien la fuerte destrucción de empleo en dicho mes podría limitar estas ganancias. Finalmente, cabe destacar que se mantienen las presiones deflacionistas, tal y como indica la evolución de la inflación subyacente en noviembre



FUENTE: Banco de España.

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

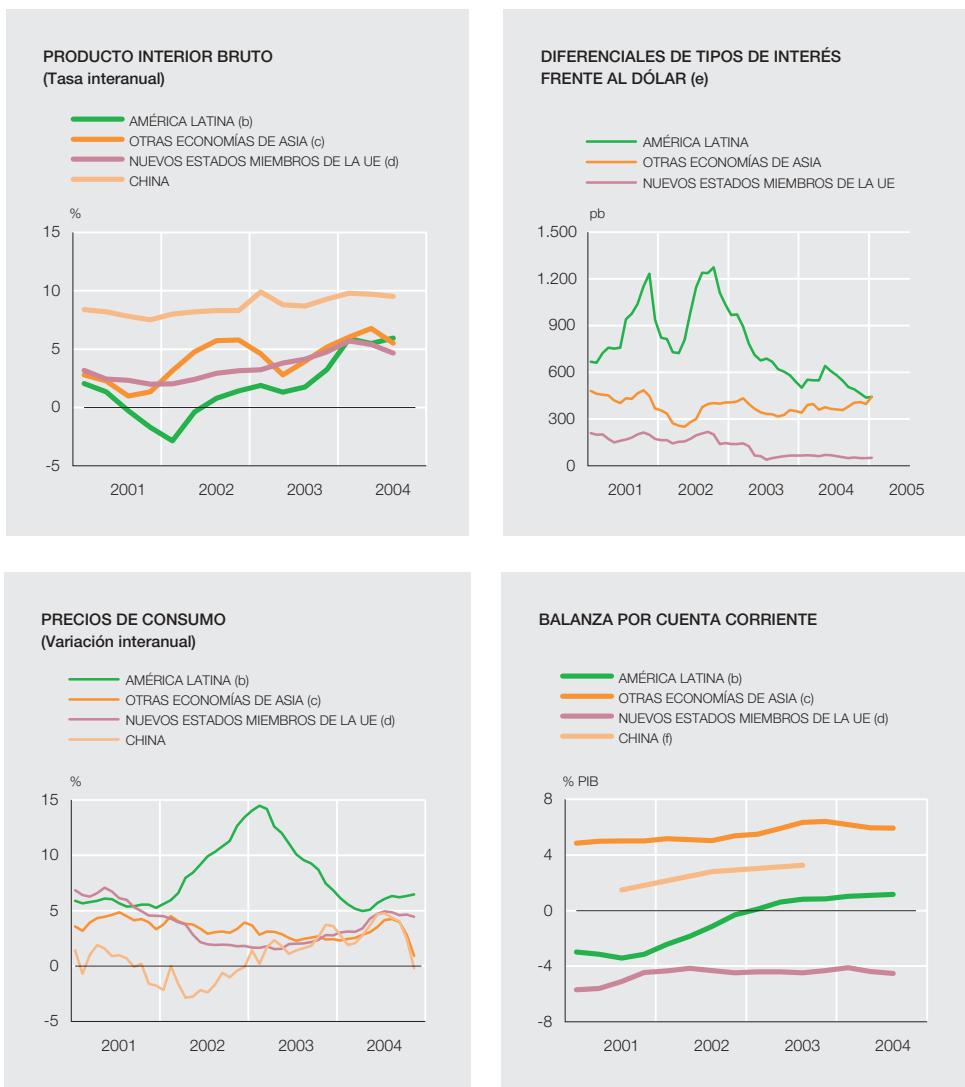
(-0,2% interanual), aunque los precios de consumo crecieran un 0,8%, fundamentalmente por el aumento de los precios de la energía.

En el *Reino Unido*, la actividad se desaceleró en el tercer trimestre, al aumentar el PIB un 0,5% intertrimestral (3,1% interanual), frente al 0,9% del segundo trimestre (3,5% interanual). Los indicadores publicados del cuarto trimestre presentan una evolución divergente, con claras mejorías en los de demanda (aumentos de las ventas al por menor en noviembre y de la confianza de los consumidores en diciembre) y empeoramiento de los de oferta, especialmente de la producción industrial. Respecto al comportamiento de los precios, el IPC armonizado creció en diciembre un 1,6% interanual, frente al 1,5% de noviembre, por debajo aún del objetivo del 2% del Banco de Inglaterra. En el mercado inmobiliario, los precios de la vivienda mantuvieron la tendencia de desaceleración registrada en los últimos meses, aunque en diciembre registraron aún tasas superiores al 12% interanual.

En los *nuevos Estados miembros de la Unión Europea*, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2004 fue ligeramente inferior al de la primera mitad del año, aunque se mantuvo

**ECONOMÍAS EMERGENTES:
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)**

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. 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.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.
- d. Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- e. 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.
- f. Datos anuales.

por encima del 4% interanual en casi todos los casos. Los indicadores del cuarto trimestre muestran, en general, repuntes de la producción industrial en la región. En cuanto a los precios, ha continuado en los últimos meses la tendencia hacia una leve moderación, tras los aumentos de mediados del año pasado, debidos, en buena parte, a factores relacionados con la entrada en la UE y a la subida de precios del petróleo. En este contexto, los tipos de interés se han mantenido, en general, estables en los últimos meses, salvo alguna excepción como el caso de Hungría, donde se han recortado hasta el 9,5%. La evolución de los mercados financieros fue relativamente favorable, con aumentos generalizados de las Bolsas, reducción de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo y apreciaciones de las monedas, salvo en lo que respecta a los integrantes del mecanismo de cambios, gracias a las fuertes entradas de capitales.

En las *principales economías del Sudeste asiático*, el ritmo de aumento de la actividad siguió moderándose en los meses de octubre y noviembre. Se estima que las consecuencias económicas del maremoto registrado al final de diciembre serán relativamente moderadas, se concentrarán, según las estimaciones actuales, en el primer semestre del año y afectarán, sobre todo, a Indonesia y Tailandia. Igualmente, no se han registrado movimientos significativos en los indicadores financieros de estas economías tras la catástrofe. En *China*, los indicadores de actividad del cuarto trimestre no dan muestras de una ralentización clara, a pesar de las medidas contractivas adoptadas por las autoridades. Si bien dichas medidas condujeron a una leve desaceleración de la producción industrial, de la inversión en activos fijos y de las ventas al por menor, se estima que el crecimiento del PIB para el conjunto del año se situó en el 9,5%, superior al objetivo de las autoridades (8%). La inflación se redujo en medio punto en diciembre, hasta situarse en el 2,4% interanual, pero ello se debió en gran medida a la desaceleración de los precios de los alimentos. Las reservas de divisas siguieron aumentando rápidamente y alcanzan ya los 610.000 millones de dólares, lo que supone un incremento del 50% respecto al año anterior.

En *América Latina*, el tercer trimestre de 2004 mostró un alto ritmo de crecimiento, cercano al 6%, que podría mantenerse en el cuarto, a tenor de los indicadores de oferta y demanda conocidos hasta la fecha, lo que supondría la mayor expansión del PIB regional desde 1980. El crecimiento de la actividad se basó en la inversión y, especialmente, en las exportaciones, lo que permitió alcanzar superávit comerciales récord en algunos de los países, como Brasil, Chile y Perú. En este contexto, los mercados financieros latinoamericanos siguieron mostrando un comportamiento positivo, con mínimos históricos de los diferenciales soberanos, que contribuyeron al aumento de las emisiones de deuda en los mercados internacionales y a fuertes subidas en las Bolsas. Se apreciaron significativamente las monedas latinoamericanas frente al dólar y continuó la acumulación de reservas internacionales, hasta máximos históricos. La inflación se moderó en diciembre, a pesar de lo cual los bancos centrales de la región mantuvieron el tono restrictivo de las políticas monetarias, salvo en el caso de Colombia. Esta evolución positiva ha llevado a las agencias de calificación a elevar el *rating* de la deuda soberana en México y Ecuador, y a mejorar las perspectivas de la de Brasil. Por último, por fin las autoridades argentinas realizaron la oferta de canje de deuda, cuya aceptación por parte de los bonistas exteriores es incierta, y cuyo resultado se conocerá alrededor de la primera semana de marzo.

La información disponible acerca de la evolución económica en el área del euro en los meses finales de 2004 parece sugerir que el ritmo de recuperación de la actividad ha seguido siendo lento. En este escenario, existen algunos indicios que dibujan unas perspectivas más optimistas sobre la evolución económica en el primer semestre de 2005. En particular, el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables y la recuperación de los márgenes empresariales sientan las bases para un fortalecimiento gradual de la inversión en los próximos trimestres. Además, las tensiones en el mercado del petróleo se han relajado recientemente, alejando los temores de los potenciales efectos negativos derivados de un alza continuada de los precios de la energía. No obstante, todavía persisten riesgos que confieren cierta fragilidad a la actual fase expansiva. Así, la evolución de las exportaciones netas y del consumo privado está rodeada de una gran incertidumbre. Por un lado, es difícil determinar en qué medida la reciente desaceleración de las ventas al resto del mundo constituye un fenómeno pasajero o si, por el contrario, se trata de una manifestación de los efectos retardados de la notable apreciación cambiaria acumulada. Por otro lado, la débil creación de empleo constituye un obstáculo importante para que el gasto de las familias abandone su prolongada atonía.

Donde las perspectivas son ahora algo menos inciertas es en el terreno de la inflación, pues la moderación de los costes laborales y la fortaleza del tipo de cambio del euro configuran un panorama relativamente favorable para la suavización de las presiones inflacionistas a lo largo de los próximos meses. En el ámbito de la política fiscal, las autoridades europeas se enfrentan en los próximos meses al importante reto de diseñar mejoras en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento que salvaguarden la credibilidad del marco institucional vigente.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con las estimaciones más recientes, el crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro se desaceleró en el tercer trimestre de 2004 hasta el 0,3%, frente a la tasa media del 0,6% de la primera mitad del año (véase cuadro 1). En términos interanuales, el avance fue del 1,8%, tres décimas por debajo de la tasa observada en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Por componentes, cabe destacar la ralentización del ritmo de expansión trimestral de las exportaciones (que aumentaron un 1,5%, frente al 2,8% del trimestre anterior), lo que, en combinación con la fortaleza de las importaciones, motivó que la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto, que había sido de 0,2 pp en el trimestre anterior, se tornara negativa. El recuadro 1 presenta la descomposición de las exportaciones e importaciones por áreas y productos, respectivamente. La contribución de la demanda interna —excluidas las existencias— se incrementó en una décima, hasta 0,3 pp. Esto obedeció a un comportamiento más expansivo de la formación bruta de capital —de los bienes de equipo, especialmente— y del consumo público, en tanto que el consumo privado continuó mostrando una escasa pujanza. Finalmente, la variación de existencias añadió 0,7 pp al crecimiento del producto. Es posible que esta fuerte acumulación de inventarios haya sido involuntaria, en caso de que haya resultado de la desaceleración de la demanda procedente del exterior. Sin embargo, cabe también la posibilidad de que constituya una manifestación adicional del fortalecimiento de la inversión en capital fijo, en la medida en que recoja bienes de esta naturaleza en proceso de elaboración.

De entre las ocho economías para las que se dispone de datos de Contabilidad Nacional Trimestral, Alemania y Francia fueron los dos países que registraron ritmos de expansión del producto más reducidos en el tercer trimestre —del 0,1% y 0%, respectivamente—. En consecuencia, la desaceleración de la actividad en el conjunto del área estuvo motivada por la

	2003			2004			2005	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	0,2	0,4	0,8	1,4	2,1	1,8		
Crecimiento intertrimestral	-0,2	0,5	0,4	0,7	0,5	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,2; 0,6)	(0,3; 0,7)
IPI (d)	-0,8	-0,3	1,4	1,1	3,0	2,6	0,7	
Sentimiento económico	91,4	94,2	97,7	98,9	100,0	100,7	100,9	
Confianza industrial	-12,0	-11,4	-7,3	-6,7	-4,7	-3,7	-3,3	
PMI manufacturas	47,1	49,1	52,0	52,8	54,4	53,9	51,4	
Confianza servicios	-2,0	5,3	10,3	11,3	11,7	12,3	11,3	
PMI servicios	47,9	51,9	56,7	56,0	55,2	54,4	52,9	
Tasa de paro	8,9	8,9	8,9	9,0	8,9	8,9	8,9	
Confianza consumidores	-19,3	-17,3	-16,0	-14,3	-14,7	-13,7	-13,3	
IAPC (d) (e)	1,9	2,2	2,0	1,7	2,4	2,1	2,4	
IPRI (d) (e)	1,3	0,9	0,9	0,4	2,4	3,3	3,6	
Precio del petróleo en \$ (e)	27,6	27,1	29,9	33,8	35,3	43,3	39,9	43,9
Préstamos al sector privado (d) (e)	4,6	4,9	5,5	5,3	6,0	6,5	7,0	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,2	3,8	3,6
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,32	0,09	-0,05	-0,11	0,28	0,14	0,36	0,66
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,143	1,165	1,263	1,222	1,216	1,241	1,362	1,296
Apreciación / Depreciación del euro (e)	9,0	11,1	20,4	-3,2	-3,8	-1,7	7,8	-4,8
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	2,9	4,1	18,1	1,9	3,7	1,5	9,9	0,5

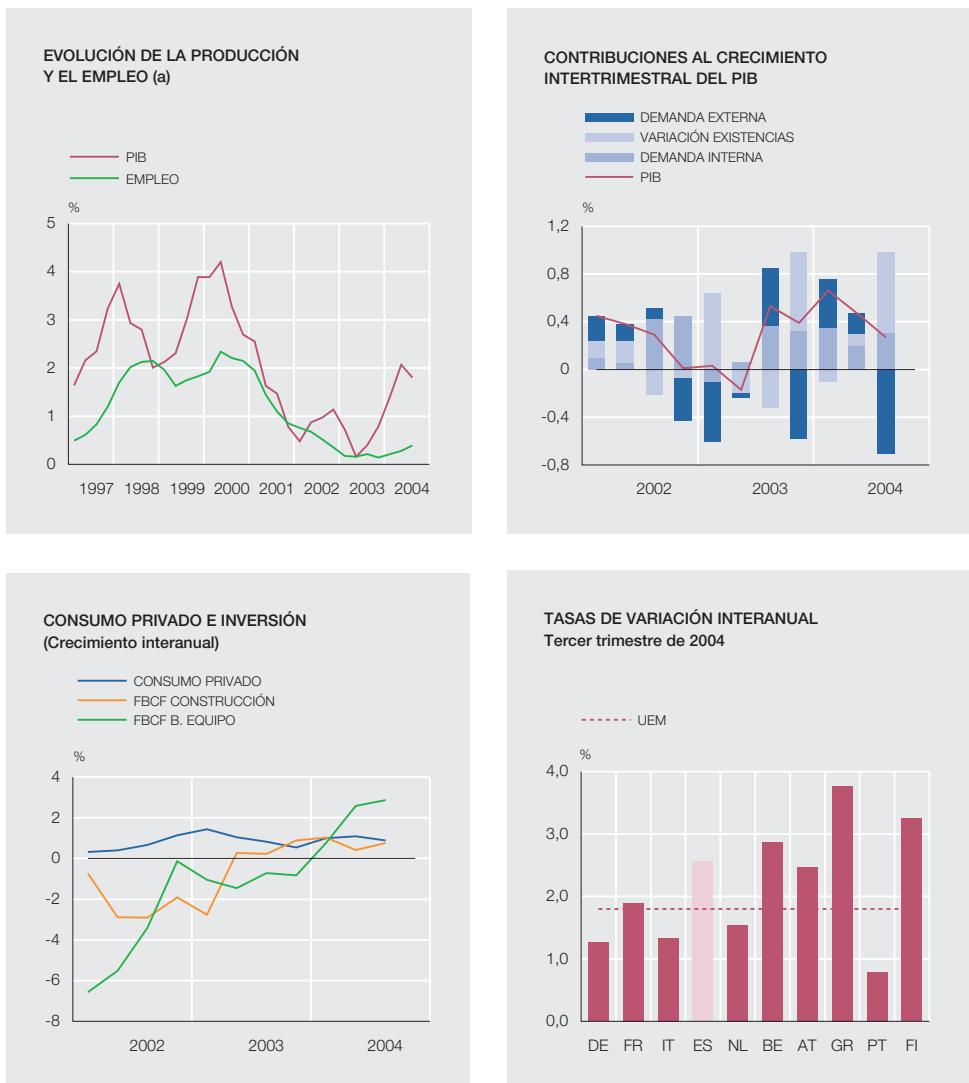
FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
- b. Información disponible hasta el día 21 de enero 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.

debilidad de estas dos economías, en las que, además, se produjo una intensa aportación de la variación de existencias a la expansión del producto. En ambos casos, el consumo privado tuvo un comportamiento muy débil. Sin embargo, la evolución de la formación bruta de capital fue divergente, puesto que mejoró sustancialmente en Alemania, mientras que en Francia sufrió una contracción. Finalmente, cabe destacar la fuerte contribución negativa del saldo neto exterior al crecimiento económico en Alemania.

Por ramas de producción, destaca la notable disminución del ritmo de expansión del valor añadido en la industria, cuya tasa de crecimiento se moderó, desde el 1,2% intertrimestral mostrado en el segundo trimestre, hasta el 0,1% del tercero. No obstante, la ralentización del valor añadido fue también intensa en la construcción y en los servicios. Por lo que concierne al mercado de trabajo, el empleo registró, en el tercer trimestre del año, un crecimiento del 0,1%. Esta modesta generación de puestos de trabajo se sustentó en las ramas de servicios privados, en tanto que en la industria y la construcción siguió observándose una destrucción neta de empleo. En términos interanuales, la productividad aparente del trabajo continuó creciendo a tasas elevadas (1,4%), aunque algo inferiores a las del trimestre precedente. En octubre, la tasa de paro permaneció, por séptimo mes consecutivo, en el 8,9%.

Los indicadores disponibles sobre la evolución de la actividad en el cuarto trimestre sugieren una continuación del ritmo moderado de expansión del producto en el tramo final del año. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial, disponible has-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

ta noviembre, ha reflejado un deterioro progresivo de la actividad del sector desde los meses de verano, en tanto que los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de confianza no aportan una evidencia clara acerca de la evolución de la producción del sector en la etapa más reciente (véase gráfico 9). Así, el índice de directores de compras experimentó por primera vez un incremento en diciembre tras cinco meses consecutivos de descensos. En cambio, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea registró un leve empeoramiento en diciembre, tras permanecer sin cambios entre septiembre y noviembre. Por su parte, los indicadores de confianza del sector servicios han mostrado niveles medios más reducidos en el cuarto trimestre que en el tercero, aunque todavía se mantienen en valores relativamente elevados.

En la vertiente de la demanda se observan algunas señales de recuperación del consumo privado. En particular, tanto el indicador de confianza de los consumidores como el de los minoristas avanzaron tímidamente en el último trimestre del año. Además, las matriculaciones de automóviles han mejorado en el cuarto trimestre. Las ventas al por menor también han tendido a recuperarse, aunque continúan experimentando un crecimiento muy reducido. En cuanto a la demanda de bienes de equipo, la estabilización de la valoración de la cartera de

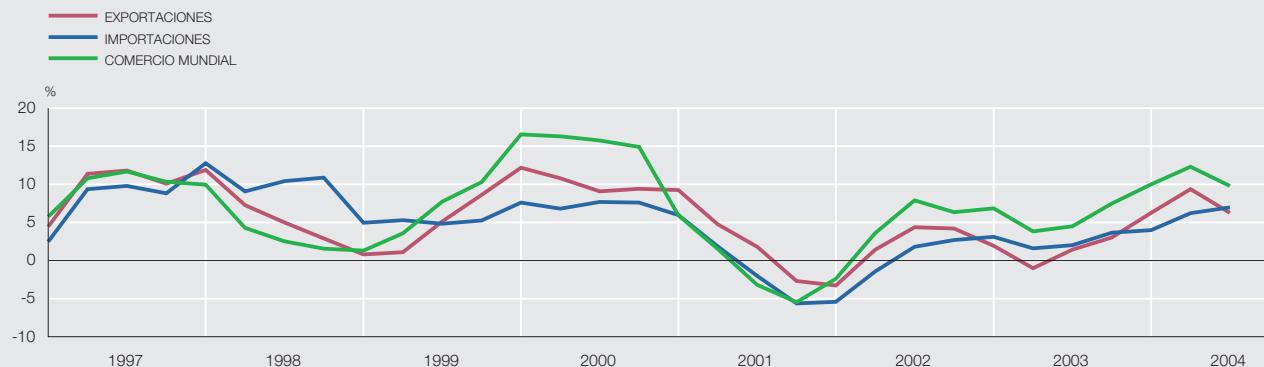
De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, en el tercer trimestre de 2004 las exportaciones de bienes y servicios del área del euro disminuyeron su ritmo de avance, mientras que las importaciones registraron un elevado dinamismo, lo que se tradujo en una contribución muy negativa de la demanda externa al producto. Por su parte, las tasas interanuales, que recogen los crecimientos medios de los trimestres recientes, se sitúan en valores relativamente altos, del 6,2% las exportaciones y del 8,7% las importaciones, si se comparan con los registros de años anteriores. Tiene interés, por lo tanto, analizar de forma desglosada, por tipos de producto y por países de contrapartida, la evolución de los intercambios comerciales del área del euro.

Según Eurostat, a lo largo de 2004 el comercio de bienes del área se recuperó notablemente, hasta alcanzar una tasa media de crecimiento en el período enero-octubre del 6,6% las exportaciones y del 5,2% las importaciones. La fortaleza de las exportaciones se explica por el dinamismo de la demanda exterior, que ha compensado la contribución negativa de la apreciación del euro, que en términos efectivos ha registrado un aumento superior al 20% desde principios de 2002. Las importaciones, por su parte, han evolucionado en línea con el avance de la demanda interna y con el abaratamiento de sus precios. En cuanto a la evolución más reciente de los flujos comerciales, las importacio-

nes continuaron en los meses de verano de 2004 la tendencia ascendente, mientras que dicha tendencia se truncó en el caso de las exportaciones, en sincronía con la evolución del comercio mundial.

Según el desglose de las exportaciones del área del euro por destinos geográficos, la recuperación del comercio del área en los primeros diez meses de 2004 fue más intensa en los flujos extracomunitarios que en los intracomunitarios. Si bien el aumento de las exportaciones extra-área fue bastante generalizado, hay que destacar los fuertes ritmos de crecimiento de las ventas destinadas a Rusia, China y el Sudeste asiático, en todos los casos entre el 15% y el 20%. En cualquier caso, ningún peso relativo de estas zonas sobrepasa el 2% en el comercio total de la UEM, por lo que el menor dinamismo de las exportaciones a los principales destinos geográficos (EEUU y Reino Unido) repercute en que la tasa de variación agregada de las exportaciones no supere un dígito. En el tercer trimestre, la desaceleración reciente de la tasa de crecimiento se justificó, en gran parte, por la evolución de las ventas a EEUU y a China. En lo que atañe a las importaciones, el mayor incremento interanual en el período de 2004 considerado se produjo en las provenientes de China (del 23,8%), país que ha aumentado su peso relativo dentro de las importaciones extra-área hasta casi el 10% y que se consolida como el tercer

1. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



2. EXPORTACIONES - DESGLOSE POR ÁREAS

	2003		2004			
	(%)	Tasa	Ene-Oct	I TR	II TR	III TR
TOTAL		1,4	6,6	6,3	9,4	6,3
INTRA-EURO ÁREA	49,9	1,8	5,1	4,6	7,2	5,0
EXTRA-EURO ÁREA	50,1	0,9	8,0	7,9	11,5	7,4
Reino Unido	9,3	-2,0	3,2	1,5	5,9	3,3
Estados Unidos	8,2	-3,2	4,6	4,4	9,0	3,1
Rusia	1,4	11,4	19,7	17,4	25,0	20,4
Japón	1,6	-1,0	8,3	12,9	8,4	8,9
China	1,7	20,3	17,8	18,7	30,8	8,8
Sudeste asiático	1,4	0,7	16,9	13,7	19,3	19,5

3. IMPORTACIONES - DESGLOSE POR PRODUCTOS

	2003		2004			
	(%)	Tasa	Ene-Oct	I TR	II TR	III TR
TOTAL			2,6	5,2	4,0	6,2
(Del cual, extra-UEM)			50,5	3,6	5,4	4,7
ALIMENTOS			6,9	3,3	0,7	2,0
MATERIAS PRIMAS			3,6	0,1	1,8	1,1
PETRÓLEO Y DERIVADOS			10,1	4,4	2,3	4,8
MANUFACTURAS			75,9	2,2	4,5	2,9
Productos químicos			13,1	2,3	4,1	4,8
Derivados de materias primas			13,7	0,1	2,5	2,1
Maquinaria y transporte			37,0	2,5	6,0	2,5
Otros			12,1	4,0	2,7	3,1
OTROS			2,3	12,1	67,7	55,4
						61,9
						97,6

FUENTES: Eurostat y FMI.

país suministrador de bienes a la zona, solo por detrás del Reino Unido y de EEUU.

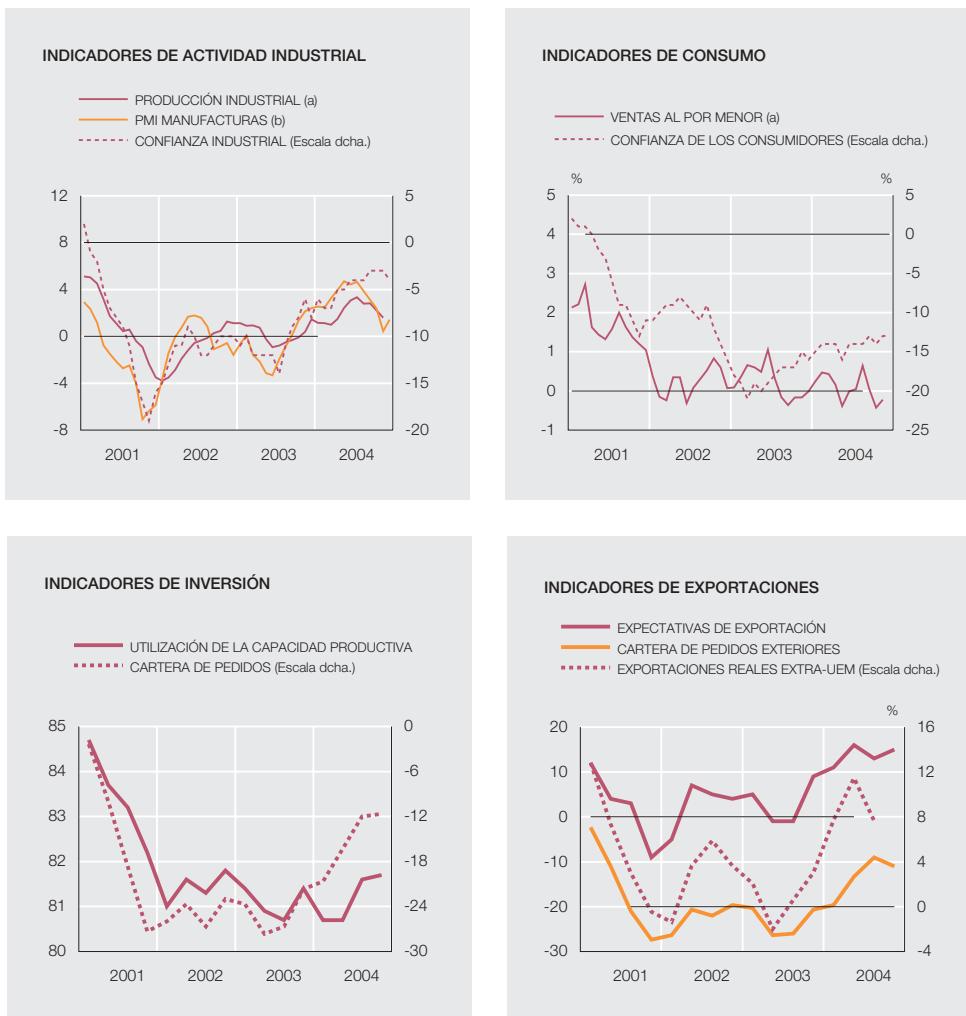
En el desglose por productos, las importaciones de manufacturas —que representan algo más de las tres cuartas partes de las importaciones totales— registraron un fuerte avance en el período de enero a octubre de 2004. Dentro de las manufacturas, el componente más expansivo fue Maquinaria y material de transporte, con un aumento del 6%, hecho que está en consonancia con la

fortaleza que mostró la adquisición de bienes de capital en 2004. Por su parte, las exportaciones de manufacturas fueron las que experimentaron un mayor crecimiento y, dentro de ellas, las tasas de incremento mayores correspondieron a Maquinaria y transporte y a Productos químicos, industrias en las que el área del euro tiene un elevado protagonismo en el comercio mundial. En el tercer trimestre, resalta la reducción de 4,4 pp en el ritmo de crecimiento de la exportación de productos manufacturados, hasta el 5,6%.

pedidos realizada por los empresarios apoya una consolidación del creciente dinamismo que este componente de la demanda ha mostrado a lo largo del año. Finalmente, por lo que respecta a la demanda externa, la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior mostró un cierto empeoramiento en el cuarto trimestre, reflejando tal vez las consecuencias de la apreciación del tipo de cambio del euro, aunque las expectativas de exportación de la encuesta industrial trimestral, referida al cuarto trimestre y publicada en octubre, mejoraron en relación con el trimestre anterior.

En conclusión, a tenor de la información disponible, resulta plausible un escenario de expansión del producto del área en el cuarto trimestre a un ritmo similar o ligeramente superior al observado en el tercero, en línea con el intervalo estimado por la Comisión Europea, que sitúa el previsible incremento del PIB en el cuarto trimestre entre el 0,2% y el 0,6%. El crecimiento de los recursos generados internamente por las empresas, favorecido por la ampliación de sus márgenes como consecuencia de la creciente contención de sus costes laborales, y el mantenimiento de condiciones financieras favorables configuran un panorama propicio para que los procesos de inversión y empleo cobren un mayor vigor, lo que debería permitir un fortalecimiento de la actividad en el primer semestre del año en curso. Sin embargo, la materialización de este escenario está condicionada a que la demanda ejercida por las familias y por los agentes del resto del mundo intensifique su dinamismo, para lo que existen obstáculos importantes. En un contexto en que la notable apreciación acumulada por el tipo de cambio del euro puede entorpecer el comportamiento de las exportaciones, resulta crucial que el consumo privado adquiera una mayor fortaleza. La evolución de este componente debe verse favorecida por el mantenimiento de bajos tipos de interés y por el efecto riqueza resultante de la revalorización de los activos reales y financieros de las familias. Sin embargo, el débil crecimiento del empleo puede lastrar la expansión de la renta disponible de estos agentes, atemperando sus decisiones de gasto. Por consiguiente, un elemento esencial del que depende la aceleración de la actividad del área es la ruptura del círculo vicioso que impide que las empresas contraten nuevos trabajadores a causa de la atonía de la demanda y que las familias aumenten su gasto como consecuencia del débil crecimiento del empleo.

El ritmo de avance interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del área se ha acelerado en tres décimas entre los meses de septiembre y diciembre de 2004, hasta cerrar el año en el 2,4% (véase gráfico 10). Esta trayectoria se debió al comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados y, en menor medida, de los bienes energéticos —los dos componentes tradicionalmente más volátiles—, que repuntaron en 1,6 pp y 0,5 pp, respectivamente. También la tasa de crecimiento del IPSEBENE —indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos— aumentó en una décima a lo largo del trimes-

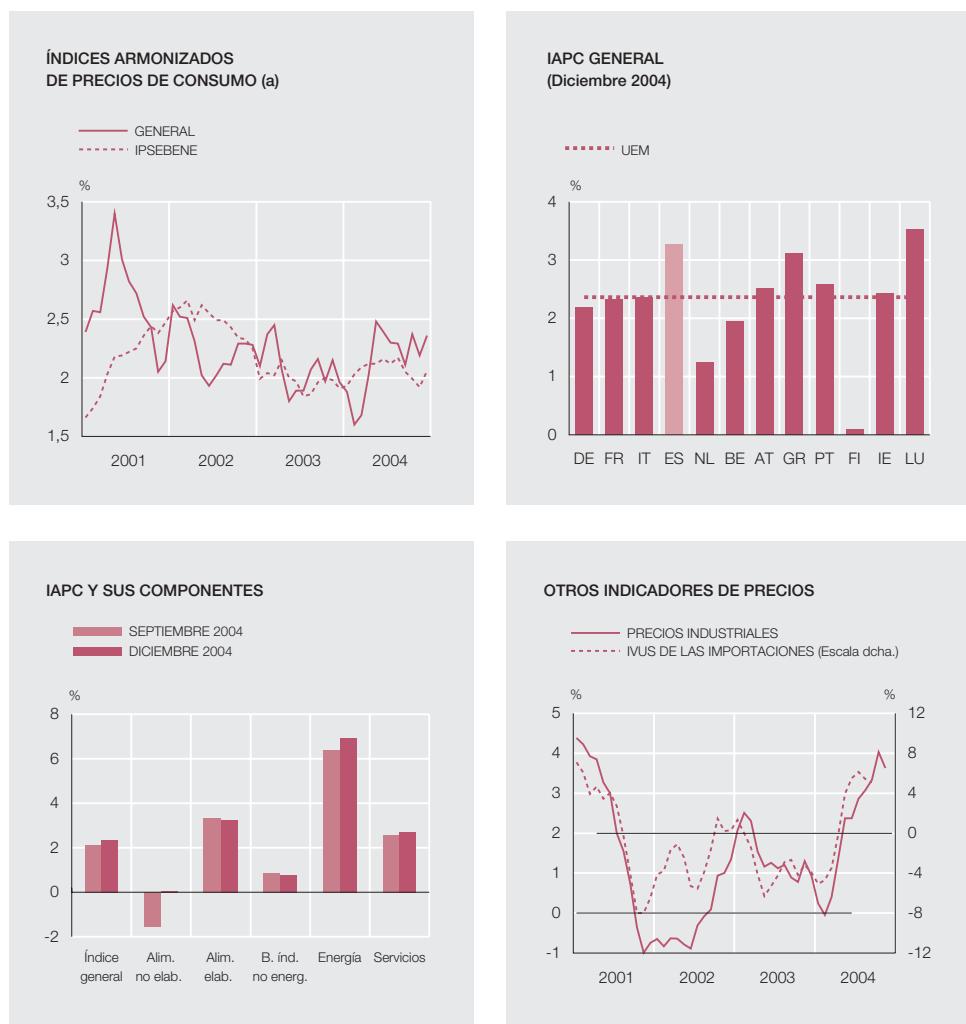


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Dato normalizado.

tre, hasta situarse en el 2,1%, lo que resulta atribuible al ligero repunte de los precios de los servicios. Los precios de producción industrial, que habían venido acelerándose ininterrumpidamente desde el mes de febrero de 2004, ralentizaron su ritmo de aumento en noviembre hasta el 3,6%, merced al comportamiento menos expansivo de los bienes de consumo no duradero y, sobre todo, del componente energético, que recogió, en ese mes, el descenso del precio del barril de petróleo en los mercados internacionales.

Las perspectivas inflacionistas para 2005 son relativamente favorables, pues la inflexión a la baja del crecimiento salarial constituye un importante elemento moderador de la dinámica de los precios. En el tercer trimestre del pasado año, el aumento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5%, lo que permitió, dado el crecimiento similar de la productividad, que el incremento de los costes laborales unitarios se ralentizara hasta hacerse prácticamente nulo (véase gráfico 11). Aunque cabe esperar que, en el futuro, la recuperación de los márgenes contribuya a una intensificación del ritmo de generación de empleo, la leve mejoría de las expectativas empresariales acerca del comportamiento de esta variable no permite anticipar que este proceso tenga lugar con prontitud e intensidad, lo que favorece la continuación de la moderación salarial (véase recuadro 2).

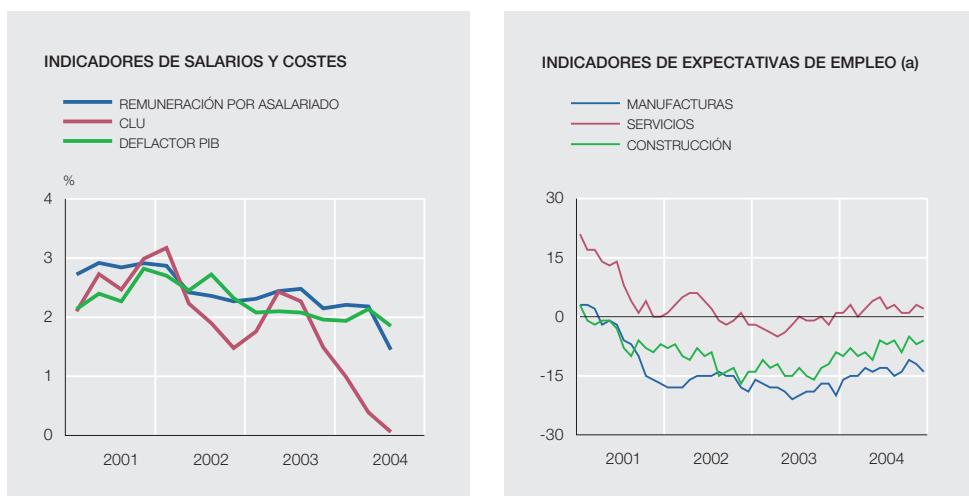


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente del área en el período comprendido entre enero y octubre de 2004 alcanzó los 29,9 mm de euros, frente a los 12,9 mm del mismo período de 2003. Este incremento se debió al aumento del superávit de la balanza de bienes y a la evolución de la balanza de rentas —cuyo déficit disminuyó en 9 mm de euros a pesar del descenso del valor en euros de las rentas procedentes del resto del mundo como consecuencia de la apreciación cambiaria.

En el terreno de la política fiscal, el déficit del conjunto de las Administraciones Pùblicas del área se elevó en 2004 por cuarto año consecutivo, hasta alcanzar el 2,9% del PIB, de acuerdo con las previsiones de otoño de la Comisión Europea (véase cuadro 2). Este saldo negativo supera en 6 décimas al que resulta de la agregación de los programas de estabilidad nacionales presentados en el invierno de 2003, a pesar de que estos documentos preveían un crecimiento del PIB una décima inferior. Por países, las tres mayores economías del área —esto es, Alemania, Francia e Italia—, junto con Grecia, registraron, de acuerdo con la Comisión, déficit iguales o superiores al 3% del PIB en el pasado ejercicio. A finales de 2004, los países miembros han presentado las actualizaciones de sus respectivos programas de estabilidad, de las cuales se desprende un déficit público del 2,5% en 2005, inferior en dos déci-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

mas al previsto por la Comisión en otoño. Esta diferencia se explica, aproximadamente a partes iguales, porque algunos países (en particular, Alemania) han incluido en sus programas medidas de consolidación presupuestaria aún no dadas a conocer cuando la Comisión elaboró sus previsiones y porque, en términos agregados, los programas contemplan un crecimiento económico algo mayor.

En enero se han producido novedades en relación con los procedimientos de déficit excesivo abiertos a Alemania, Francia y Grecia. En el caso griego, el Consejo ECOFIN ha examinado el grado de cumplimiento con la recomendación emitida en el pasado mes de julio, en la que se concedía a las autoridades griegas un plazo de cuatro meses para adoptar medidas tendentes a corregir la situación de déficit excesivo, y ha determinado que las acciones emprendidas son insuficientes, por lo que en las próximas semanas se exigirá que las autoridades griegas tomen medidas adicionales para remediar la situación.

En cuanto a los casos alemán y francés, el Consejo ha refrendado las conclusiones de una comunicación emitida por la Comisión en diciembre acerca de la situación de estos dos países con respecto a sus obligaciones bajo el procedimiento de déficit excesivo. En su comunicación, la Comisión evaluaba las consecuencias de la sentencia del Tribunal Europeo de Justicia que invalidó las conclusiones adoptadas por el Consejo en noviembre de 2003. A juicio de la Comisión, puesto que estas conclusiones gozaban de la presunción de validez hasta su anulación por parte del Tribunal, las acciones adoptadas por las autoridades alemanas y francesas deben ser juzgadas sobre la base del cumplimiento de tales conclusiones. En particular, el Consejo ha resuelto que las acciones emprendidas han sido coherentes con la eliminación del déficit excesivo en 2005 que exigían aquellas conclusiones, por lo que no se iniciará, por ahora, los siguientes pasos del procedimiento. No obstante, el Consejo ha hecho notar que persiste la vulnerabilidad de la situación presupuestaria en ambos Estados miembros y, en particular, que la corrección de los déficit excesivos exige la aplicación efectiva de todas las medidas previstas. En caso contrario, la Comisión recomendará al Consejo que adopte las acciones necesarias dentro del marco de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

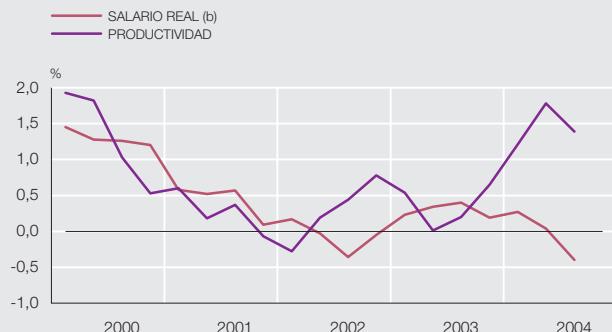
En los últimos años, la remuneración por asalariado en la UEM ha mostrado una progresiva desaceleración –incluso en el período recente de recuperación de la actividad–, pasando desde el 3% de crecimiento interanual registrado en 2000 y 2001 hasta el 1,5% del tercer trimestre de 2004. En ese mismo período, los salarios reales presentaron una evolución muy moderada, siempre en línea con –o por debajo de– la tasa de crecimiento de la productividad aparente del trabajo (véase gráfico 1). Esta moderación salarial se ha acentuado desde mediados de 2003, momento a partir del cual la recuperación del PIB, junto con el estancamiento del empleo, ha dado lugar a un marcado repunte de la productividad, que ha permitido una caída continuada del ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios y, en consecuencia, una notable ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 2).

Entre los factores determinantes de esta prolongada etapa de moderación salarial en la UEM se encuentran la fuerte reducción del ritmo de crecimiento del empleo, el incremento de la tasa de paro –desde el 8% de mediados de 2001 hasta el 8,9% actual (nivel en el que ha permanecido sin variación en los últimos meses)– y, en menor medida, la tendencia a la baja en el crecimiento del IAPC hasta 2004 (véase gráfico 3). La incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación económica y el aumento de las presiones competitivas a las que se

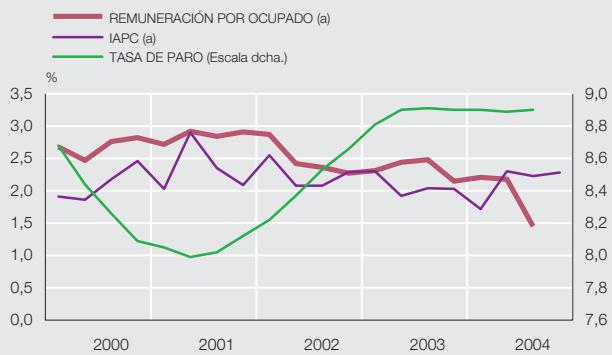
ven sometidas las empresas europeas –debido, a su vez, en parte a la fuerte apreciación del euro registrada en este período– han podido contribuir, asimismo, a mantener contenidos los incrementos salariales. De hecho, esta contención salarial se ha podido apreciar con claridad en 2004, cuando, a pesar de la notable aceleración de los precios de consumo –principalmente como consecuencia de la escalada del precio del petróleo–, no se ha visto ningún indicio de aumento de las presiones salariales, lo que también estaría reflejando que las expectativas de inflación se han mantenido estables. No hay que descartar, no obstante, que algunos de los cambios estructurales introducidos en el período más reciente en los mercados de trabajo europeos, tendentes a flexibilizar su funcionamiento, hayan podido tener también alguna influencia sobre el comportamiento moderado de los salarios. Así, por ejemplo, la introducción en Alemania de nuevas formas de contratación con menores costes laborales (los llamados «minijobs») podría justificar la tasa de variación interanual negativa registrada por la remuneración por asalariado en dicho país en el tercer trimestre de 2004 (–0,5%), que ha propiciado un crecimiento notablemente menor de la remuneración por asalariado correspondiente al conjunto de la UEM.

A pesar de la mejora esperada de los mercados laborales del área en 2005, es previsible que esta se produzca de forma paulatina, en

1. SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD (a)



3. SALARIOS Y PARO



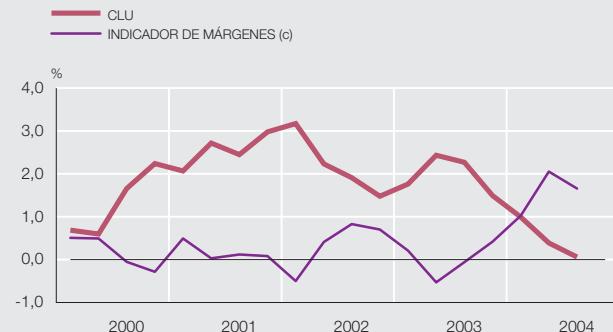
FUENTES: Eurostat y BCE.

a. Tasas de variación interanual.

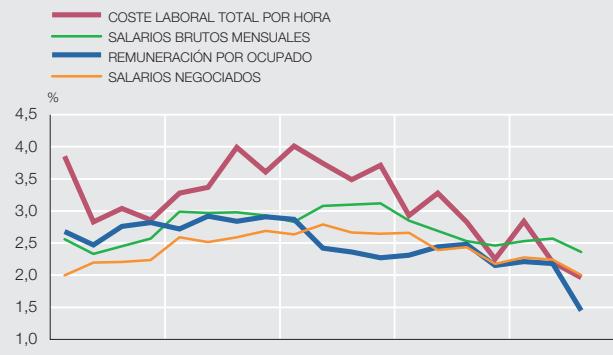
b. Remuneración por ocupado deflactada utilizando el deflactor del PIB.

c. Aproximado por el cociente entre el deflactor del PIB a coste de los factores y el coste laboral unitario.

2. CLU Y MÁRGENES (a)



4. INDICADORES DE COSTES LABORALES (a)



consonancia con el ritmo de progresiva recuperación de la actividad y con el comportamiento mostrado hasta el momento por el empleo. Esto limitará la probabilidad de que el sustancial encarecimiento del petróleo a lo largo de 2004 genere efectos de segunda ronda, por lo que cabe esperar que se prolongue el período de moderación salarial. Así lo confirman los datos disponibles por el momento sobre convenios colectivos ya firmados en la UEM correspondientes al año 2005 y, en menor medida, a 2006, que, en líneas generales, apuntan al mantenimiento en ambos años del crecimiento salarial pactado en convenio, para el conjunto del área

del euro, en un nivel similar al registrado en 2004 (véase gráfico 4). No obstante, este comportamiento agregado será el resultado de evoluciones dispares por países, dado que en algunos de ellos se espera para 2005 un cierto incremento del ritmo de crecimiento de los salarios negociados —caso de Alemania, debido a factores específicos que dieron lugar a menores incrementos salariales en 2004, o de España, como consecuencia de la activación de las cláusulas de salvaguarda—, mientras que en otros —como Grecia o Irlanda, con elevados incrementos en 2004— se prevé un menor crecimiento salarial.

En el caso alemán, la estrategia inicial de consolidación presupuestaria en 2005 contenida en el borrador de presupuestos del Estado central se apoyaba en una reducción uniforme de los techos de gasto de todos los Departamentos ministeriales y en la disminución de subvenciones al sector privado. Sin embargo, las previsiones de otoño de la Comisión Europea, que tenían en cuenta ese proyecto, apuntaban a un déficit del 3,4% del PIB en 2005. Por este motivo, las autoridades presentaron en noviembre un paquete de medidas adicionales para que el déficit público no superara el 3% del PIB en el presente ejercicio. En Francia, la reducción del déficit prevista para este ejercicio se apoya en la reforma de la sanidad pública, en la estabilización del gasto real del Estado y en una transferencia de una cuantía del 0,5% del PIB recibida de las empresas de gas y electricidad privatizadas a cambio de que las Administraciones Públicas se hagan cargo del gasto futuro en pensiones de sus empleados. Cabe resaltar que, en ambos países, gran parte de las medidas adoptadas tienen un impacto meramente transitorio sobre las cuentas públicas, incrementando incluso, en algunos casos, los déficit futuros. Además, en los dos países, las estrategias presupuestarias diseñadas para 2005 contienen elementos de estímulo a la actividad o reformas estructurales con coste presupuestario. Así, en Alemania, el pasado 1 de enero entró en vigor la última fase de la reforma impositiva planeada en el año 2000, lo que supondrá una disminución de los ingresos del impuesto sobre la renta, que ha sido cuantificada en un 0,3% del PIB. Por su parte, en Francia, la puesta en marcha de diversas rebajas impositivas (que afectan, sobre todo, al impuesto de sociedades) tendrá un coste estimado del 0,1% del PIB.

Finalmente, tras el verano de 2004, los países del área han discutido las posibles vías de mejora del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Está previsto que las deliberaciones lleguen a su fin en los próximos meses, de modo que el resultado final de ese debate sea acordado por el Consejo Europeo en primavera. Los aspectos más controvertidos se refieren al grado de flexibilización que podría introducirse en la definición tanto de las circunstancias excepcionales o los factores relevantes que deben ser tenidos en cuenta para determinar si un déficit superior al 3% del PIB es excesivo o no, como de las condiciones especiales que justificarían que la corrección del déficit excesivo pudiera prolongarse más allá de los dos años que establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El mantenimiento de un marco institucional de disciplina fiscal que oriente y vigile la evolución de las políticas presupuestarias nacionales constituye un elemento de suma importancia dentro de una Unión Monetaria, por lo que resulta preciso que el resultado final de este proceso atienda al cumplimiento de dicho objetivo.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Como se ha descrito en el apartado precedente, en la segunda mitad del año continuó la expansión de la actividad económica, aunque a ritmos más moderados que los observados

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

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 otoño de 2004 de la Comisión Europea.

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

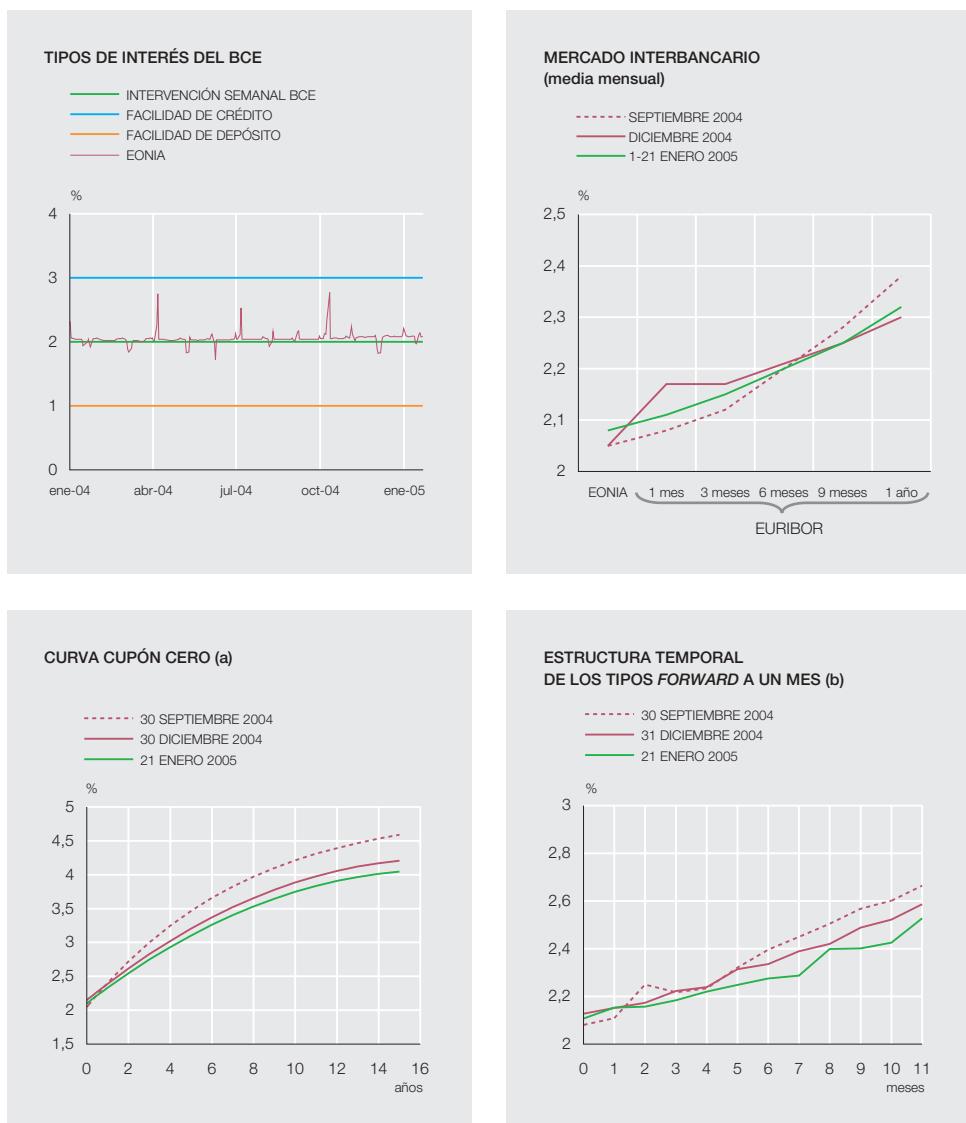
d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y enero de 2005.

en el primer semestre, mientras que no se disipaban completamente los elementos de incertidumbre antes existentes. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE juzgó el aumento de la inflación en los últimos meses del año como un desarrollo fundamentalmente transitorio, derivado del encarecimiento del petróleo, por lo que no esperaba que pusiera en peligro la estabilidad de precios a medio plazo. Por ello, el BCE decidió, en el tramo final de 2004 y en la primera reunión del año en curso, mantener los tipos de interés oficiales en los niveles vigentes desde junio de 2003. De este modo, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito continúan en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente.

Como se puede apreciar en el gráfico 12, la curva de tipos de interés en los mercados monetarios ha tendido a aplanarse ligeramente desde el mes de septiembre, como resultado del moderado descenso experimentado en los plazos más largos. Al final de la tercera semana de enero, el diferencial entre los plazos de un año y de un mes ascendía, aproximadamente, a unos 20 pb, lo que supone que los participantes en los mercados han revisado a la baja sus expectativas acerca de una elevación de los tipos de interés oficiales en el presente ejercicio. En los mercados secundarios de deuda pública del área ha continuado el descenso de los rendimientos al plazo de diez años iniciado durante el verano. Las disminuciones acumuladas desde el máximo relativo alcanzado a mediados de junio y desde finales de septiembre han sido de 90 pb y 50 pb, respectivamente. Por el contrario, en Estados Unidos, la rentabilidad del bono a diez años, que había disminuido hasta finales de octubre, invirtió esta tendencia a partir de entonces. Esta evolución divergente ha dado lugar a una ampliación del diferencial entre la deuda norteamericana y la del área del euro hasta su nivel más alto desde el año 2000 (70 pb).

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

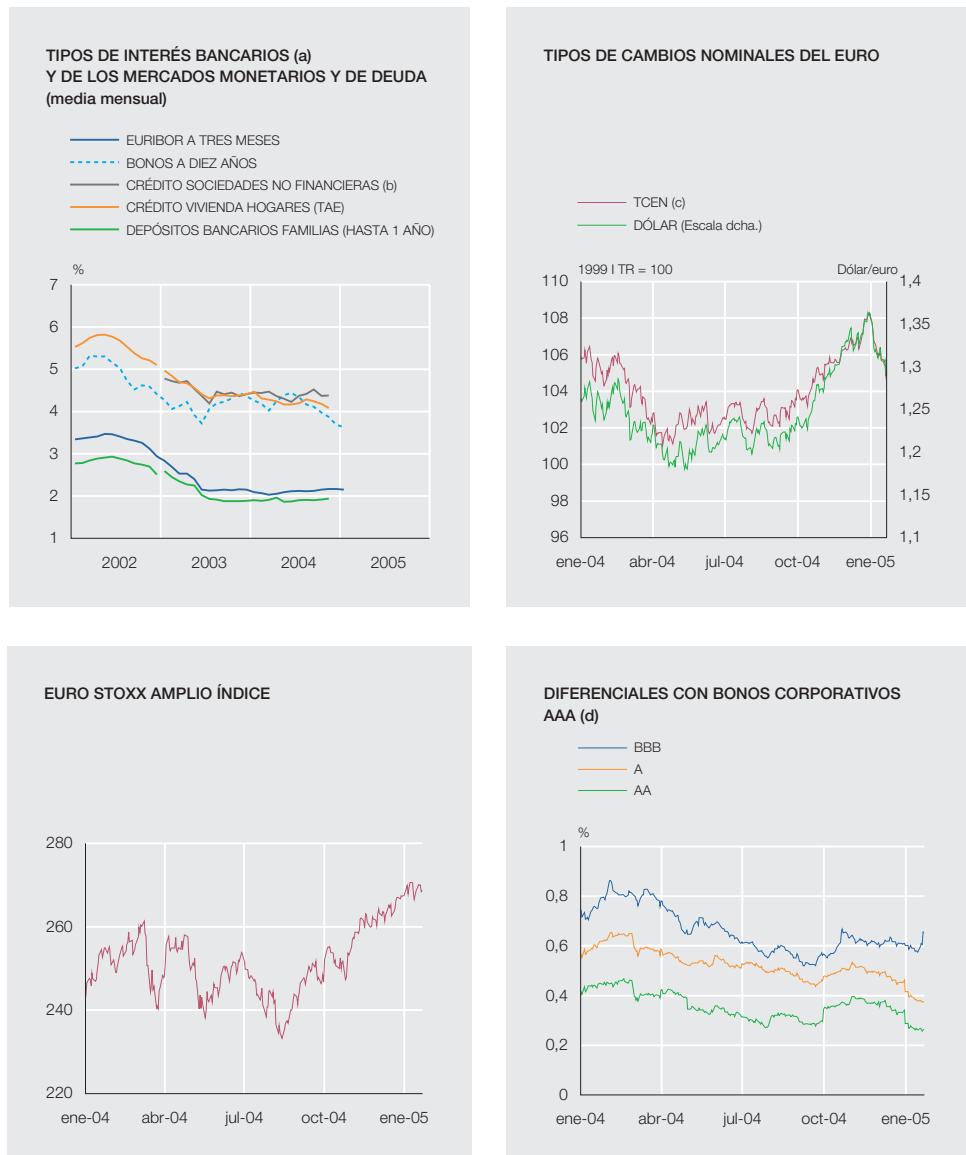


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.
b. Estimados con datos del EURIBOR.

En los mercados de renta fija privada, los *spreads* de los bonos corporativos han seguido, en general, en niveles muy reducidos (véase gráfico 13). Por su parte, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las operaciones con sus clientes han permanecido estables hasta el mes de noviembre, en torno a los niveles mantenidos desde la última reducción de los tipos de interés oficiales en junio de 2003.

En los mercados bursátiles del área, el alza de las cotizaciones iniciada a mediados de agosto continuó a lo largo del trimestre final de 2004. Los posibles factores explicativos de esta evolución incluyen el crecimiento sostenido de los beneficios empresariales, la disminución de los tipos de interés de la deuda a largo plazo y, más recientemente, la caída de los precios del petróleo. Como resultado, el índice EURO STOXX amplio se revalorizó aproximadamente un 13% entre los mínimos alcanzados en el mes de agosto y el final del año 2004, cerrando el ejercicio con una ganancia acumulada del 10%. En las primeras semanas de 2005, las bolsas del área no han mostrado una orientación clara.



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.

En los mercados de divisas, cabe destacar la continuación, en el tramo final del año, del proceso de apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar que se inició a finales de agosto. Esta evolución, ligada muy posiblemente a la creciente preocupación de los participantes en los mercados financieros por el elevado y persistente déficit por cuenta corriente que presenta Estados Unidos, condujo al tipo de cambio bilateral entre ambas monedas a cerrar el año en 1,36 dólares/euro, lo que constituye su nivel máximo histórico. En el cuarto trimestre, el euro se revalorizó casi un 10% frente a la moneda norteamericana, en tanto que, en el conjunto del año, la apreciación fue algo inferior –en torno al 8%–. En términos efectivos nominales, el fortalecimiento de la moneda única europea en 2004 fue más reducido, alcanzando el 3,3%. En las tres primeras semanas de 2005, se corrigió algo más de la tercera parte de la depreciación acumulada en el cuarto trimestre del dólar frente al euro.



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.

En diciembre, la tasa interanual del crecimiento del agregado monetario M3 se situó en el 6,4%, cuatro décimas más que al final del tercer trimestre, lo que supone una cierta consolidación de la fase de mayor dinamismo, iniciada tras el mínimo relativo del 4,9% alcanzado en mayo. La expansión del crédito al sector privado continuó fortaleciéndose paulatinamente en los últimos meses de 2004, como consecuencia del mayor vigor de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras, cuyo ritmo de avance se acrecentó en casi un punto porcentual entre septiembre y diciembre, hasta el 5,4%. Por su parte, los préstamos a hogares aumentaron en diciembre a una tasa interanual del 7,8%, igual a la del final del tercer trimestre, ya que la ligera aceleración de los otorgados para financiar la compra de vivienda fue compensada por la ralentización de los destinados al consumo. En España, el crédito al sector privado siguió expandiéndose a tasas mucho más elevadas, por encima del 18%.

Durante el último trimestre de 2004, la demanda interna de la economía española siguió mostrando un dinamismo elevado, aunque algo atenuado, mientras que la aportación de la demanda exterior al crecimiento habría mejorado respecto de la intensa detacción, de -2 pp, alcanzada en el tercer trimestre. Como resultado de estas tendencias, se estima que el PIB registró en el cuarto trimestre un crecimiento del 2,7% interanual, ligeramente superior al alcanzado el trimestre anterior. La demanda interna ha mostrado signos de una leve desaceleración, en términos interanuales, que ha afectado tanto al consumo de los hogares como a la inversión en construcción. Por su parte, la inversión en bienes de equipo siguió mostrando una elevada fortaleza, a un ritmo algo inferior al del tercer trimestre, respaldada por la mejoría en los beneficios y en las tasas de rentabilidad de las empresas a lo largo del año. Detrás de la recuperación de la demanda externa está la mejoría del turismo, a la vez que las pérdidas de competitividad acumuladas, en un contexto de fortaleza del euro, han frenado el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes, aun en una situación de notable dinamismo de los intercambios comerciales.

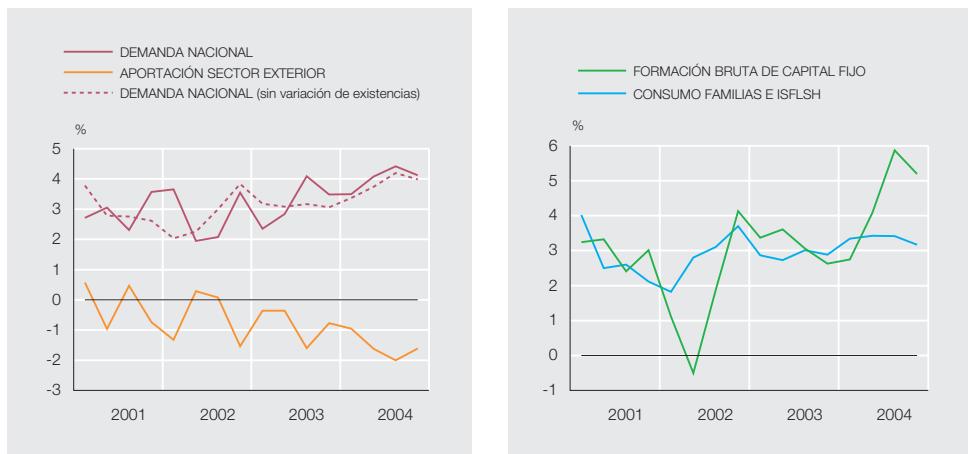
En el conjunto de 2004 la economía habría crecido un 2,6%, una décima más que en 2003. El año se caracterizó por la elevada creación de empleo (2,1%), lo cual impulsó el consumo de los hogares y la demanda de vivienda, y por la recuperación de la inversión en bienes de equipo, que mostró una dinámica más acorde con la situación cíclica. A pesar de la recuperación de las exportaciones en 2004, la aportación negativa del sector exterior fue de alrededor de 1,5 pp, debido a la aceleración de las importaciones de bienes y servicios y al ligero retroceso del turismo en el conjunto del año.

Desde la perspectiva de la producción, en el cuarto trimestre el valor añadido de la economía de mercado creció a tasas similares a las del resto del año. La información disponible apunta a una recuperación de la rama agraria y pesquera, mientras que la actividad en los servicios de mercado siguió una pauta estable de crecimiento y la construcción se desaceleró, aun conservando un crecimiento elevado. Por su parte, los indicadores coyunturales de empleo del cuarto trimestre han recogido una mejoría en la industria y en la construcción, que lleva a estimar una tasa de crecimiento de los ocupados ligeramente superior a la del tercer trimestre.

La pauta de avance de la productividad en el cuarto trimestre se ha mantenido, por tanto, dentro de la senda habitual de crecimientos reducidos. Por su parte, los costes laborales mostraron una ligera desaceleración, similar a la producida en el tercer trimestre. Sin embargo, la aceleración del deflactor del PIB revela que en la última parte del año se han podido ampliar los márgenes en la economía de mercado. En términos del IPC, el año finalizó con un aumento interanual del 3,2%, tras haber alcanzado un 3,5% en octubre, como resultado del impacto alcista del crecimiento del petróleo; en la media del año el IPC aumentó un 3%.

4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles, en términos reales, registró un crecimiento elevado y estable en los tres primeros trimestres de 2004, en una tasa del 3,4% interanual (véase gráfico 15). La información más reciente parece indicar que esa fortaleza se habría prolongado en el cuarto trimestre, si bien el ritmo de avance podría haberse moderado en cierta medida. El dinamismo del consumo privado en el pasado año se basó en un sólido crecimiento de la renta real de las familias, en las ganancias de la riqueza real neta de este sector y en la permanencia de unas condiciones financieras holgadas, que, en su conjunto, habrían contribuido a frenar la recuperación de la tasa de ahorro de las familias.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

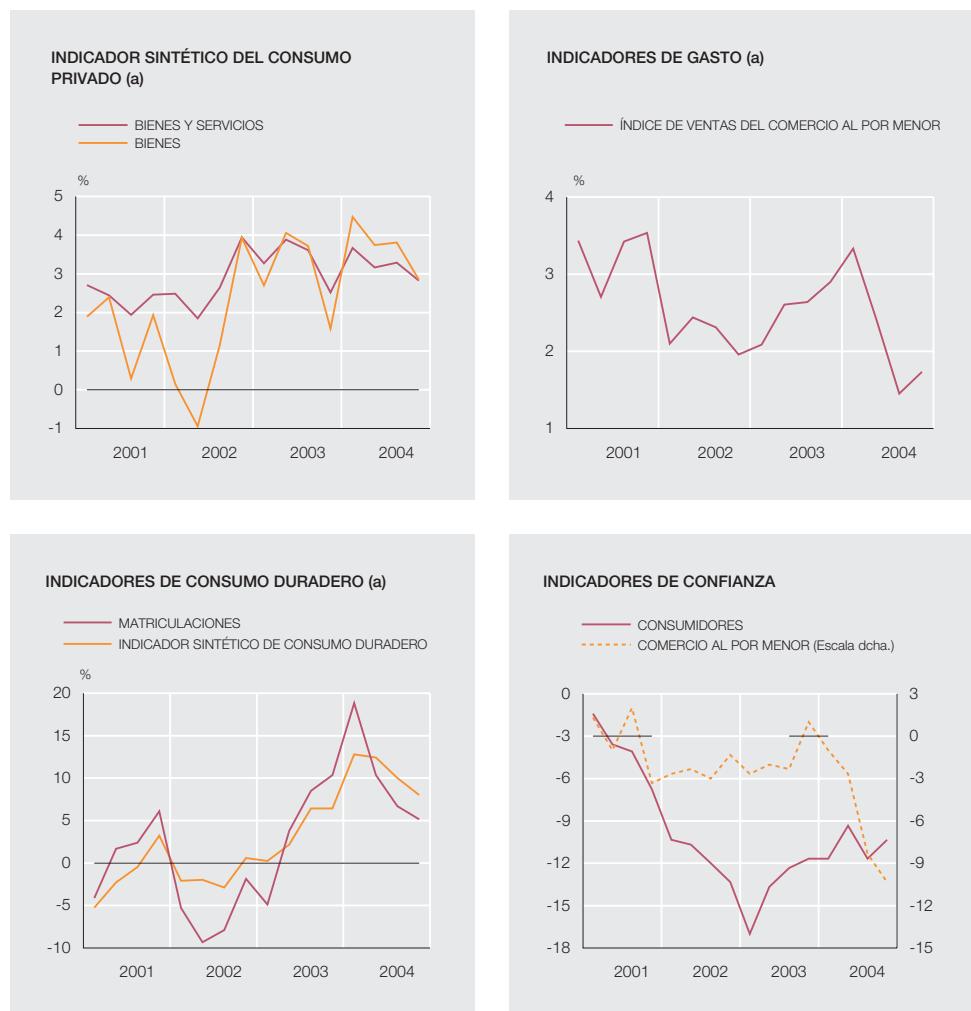
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

Los indicadores disponibles apuntan, como ya se ha señalado, hacia una ligera moderación del ritmo de avance del consumo privado en el cuarto trimestre (véase gráfico 16). El indicador sintético de consumo de bienes y servicios, estimado con información incompleta para ese trimestre, mostró un perfil de suave desaceleración, debido al comportamiento de los bienes de consumo duradero, especialmente los automóviles. En particular, las matriculaciones de automóviles perdieron parte de su elevado dinamismo en el último trimestre, a pesar de su buen comportamiento en el conjunto del año. Dentro de los restantes indicadores del gasto de las familias, aunque se ha observado un nuevo retroceso del indicador de confianza del comercio al por menor, el índice general de ventas del comercio minorista registró un incremento moderado en los meses de octubre y noviembre. Con un tono más optimista, el indicador de confianza de los consumidores mejoró progresivamente de octubre a diciembre, impulsado por un alza en las expectativas sobre la situación de los hogares.

Entre los determinantes del consumo privado, la renta real disponible aumentó en 2004 a una tasa superior a la del año anterior, favorecida por el continuado avance del empleo y por una aportación más expansiva de las Administraciones Públicas a su crecimiento. En este sentido, a pesar del agotamiento del impacto positivo de la reforma del IRPF llevado a cabo en 2003, se ha producido una aceleración del pago de prestaciones sociales, tanto de pensiones como de desempleo, en este último caso debido a la ampliación de su tasa de cobertura. La evolución de la riqueza de las familias también apoyó el crecimiento del consumo, al prolongarse la significativa revalorización de los activos inmobiliarios por las elevaciones del precio de la vivienda y por el incremento de su riqueza financiera, a través del alza de las cotizaciones bursátiles, sobre todo en la parte final del año.

En el tercer trimestre de 2004, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,4% interanual. La escasa información coyuntural disponible apunta hacia un aumento en el ritmo de avance de este agregado, en el cuarto trimestre, de acuerdo con los datos de ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo avanzó un 5,9% en el tercer trimestre de 2004, acentuando la recuperación iniciada en el trimestre anterior (véase gráfico 15). Aunque la aceleración registrada por la inversión en bienes de equipo ha sido la más intensa, todos los componentes evolucionaron favorablemente.



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

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

Como ya se ha señalado, los indicadores correspondientes a la inversión en equipo apuntan hacia una ligera desaceleración de este tipo de inversión en el cuarto trimestre de 2004, tras el máximo alcanzado en los meses de verano (véase gráfico 17). En particular, con la información existente, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo ha seguido mostrando tasas de crecimiento muy elevadas, si bien algo menores que las del tercer trimestre, que reflejan una nueva contribución muy positiva del comercio exterior de este tipo de bienes. Con un tono menos expansivo, las opiniones sobre la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo han empeorado de forma sustancial en los meses de noviembre y diciembre, tendencia negativa que se observa también, aunque de forma más moderada, en el indicador de clima industrial de este tipo de bienes. Sin embargo, la cartera de pedidos de la industria en su conjunto ha mejorado. Por otra parte, la utilización de la capacidad productiva en el total de la industria se ha reducido ligeramente en el cuarto trimestre, aunque el porcentaje de empresas que considera excesiva su capacidad instalada también ha disminuido.

La información sobre sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances, que abarca hasta el tercer trimestre de 2004, señala que las empresas españolas han mantenido un ritmo de crecimiento sostenido en ese período. Junto con el avance de la actividad, los gastos de personal y financieros mostraron una tendencia decreciente, que ha determinado un buen

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



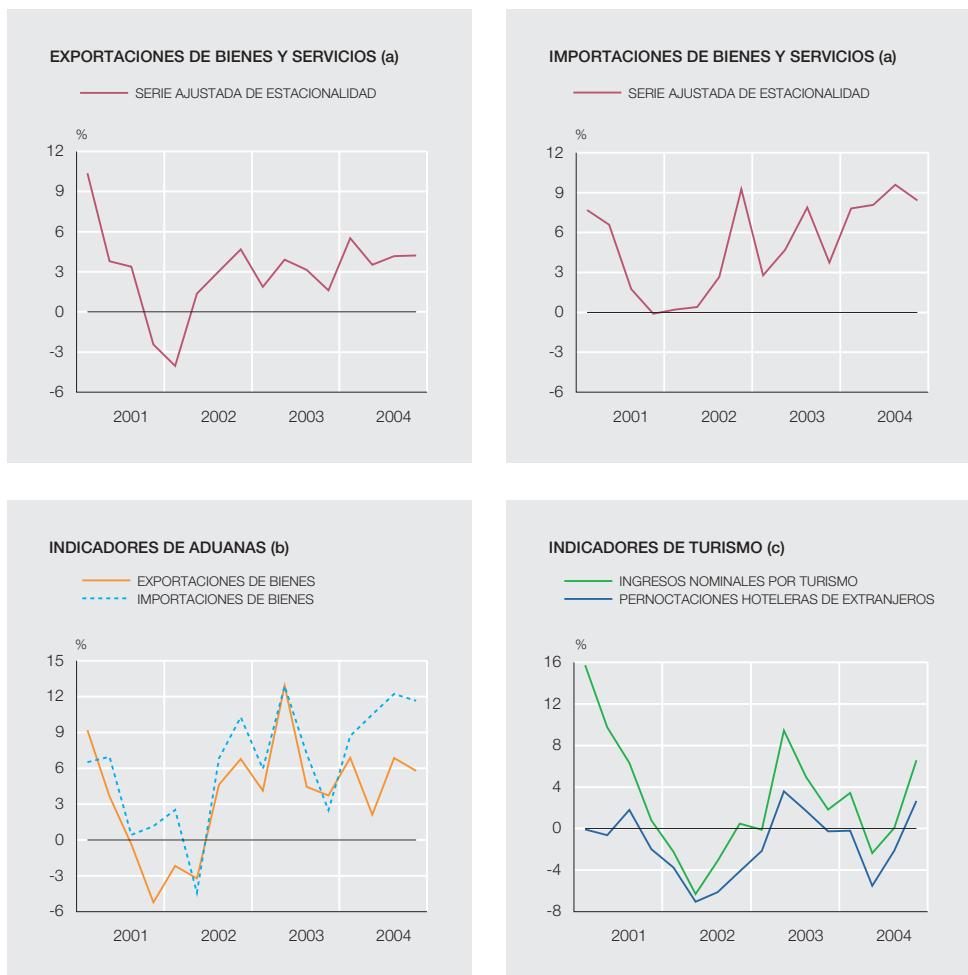
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

comportamiento del resultado económico neto y de las ratios de rentabilidad. Todo ello debería sustentar el dinamismo de la inversión en bienes de equipo en los próximos trimestres.

El avance de la inversión en construcción en el tercer trimestre de 2004 fue del 4,5%, ritmo de crecimiento que no se alcanzaba desde el segundo trimestre de 2003. Sin embargo, la información coyuntural más reciente, valorada en su conjunto, apuntaría a una suave desaceleración en el último trimestre del año. Aunque el indicador de confianza del sector repuntó con fuerza desde agosto, manteniendo un perfil creciente en los dos últimos trimestres del año, y los indicadores de paro registrado y afiliaciones a la Seguridad Social fueron favorables en el último trimestre, el consumo aparente de cemento ha mantenido un perfil más estabilizado y el IPI de materiales de construcción ha registrado una ligera desaceleración en los últimos meses. Por último, de acuerdo con la Encuesta de coyuntura de la industria de la construcción (ECIC), el valor de los trabajos realizados por las empresas del sector, deflactado por el índice de costes de la construcción, mostró un ritmo de variación estable hasta el tercer trimestre, aunque inferior al registrado en 2003.

Diferenciando por tipo de obra, los indicadores adelantados relativos a la edificación residencial mostraron un punto de inflexión en el cuarto trimestre, iniciando una suave desacelera-



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

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

ción. Así, los visados de dirección de obra indicaron en octubre una desaceleración de la superficie a construir. Por otro lado, según los indicadores adelantados de edificación no residencial, como visados o licitación oficial, se habría producido un cierto repunte en la última parte del año, tras los malos datos de los trimestres anteriores. También en el caso de la obra civil, los presupuestos de licitación oficial, especialmente de las Administraciones Públicas, aumentaron en la segunda mitad del año. Pero, en ambos casos, sus efectos sobre la actividad constructora no serán visibles hasta finales de 2005 o principios de 2006.

En el tercer trimestre de 2004, la demanda exterior neta detrajo 2 pp al crecimiento del producto, ampliando cuatro décimas la contribución negativa del trimestre precedente. En ese período, las exportaciones reales de bienes y servicios reflejaron cierta recuperación, hasta situar su ritmo de avance interanual en el 4,2%, mientras que los flujos reales de importaciones prolongaron la trayectoria expansiva que mantienen desde comienzos del ejercicio, elevando su tasa interanual hasta el 9,6% (véase gráfico 18). Este resultado tuvo lugar en un contexto de notable dinamismo de los intercambios comerciales mundiales, que mantuvieron tasas superiores al 9%, si bien el incremento de nuestras exportaciones continuó situándose por debajo del crecimiento de los mercados de exportación, ya que la intensa pérdida de competitividad acumu-

lada desde el ejercicio anterior, en un contexto de elevada fortaleza del euro, frenó su avance. En la vertiente importadora, el mayor dinamismo de la demanda final y el fortalecimiento de la actividad industrial explican el repunte de las compras al exterior. La información aún incompleta correspondiente al cuarto trimestre de 2004 apunta a cierta corrección del desequilibrio exterior en la recta final del año, por la ralentización de las importaciones, en un contexto de ligera desaceleración de la actividad industrial, si bien las ventas exteriores también han proyectado una tónica de moderación, acusando la fuerte escalada del euro en los meses finales del año.

En relación con las exportaciones de bienes, que aumentaron su ritmo de avance interanual en el tercer trimestre de 2004 hasta el 6,5%, según la CNTR, las cifras de Aduanas correspondientes a octubre y noviembre han mostrado un perfil de leve desaceleración. Esta evolución es coherente con la pausa en la recuperación de la zona del euro, principal mercado de exportación de los productos españoles, y con el deterioro de la competitividad, tanto frente a esta zona como, en mayor medida, frente al resto de países desarrollados, por la creciente apreciación del euro en los meses finales del año. En el conjunto de los once primeros meses de 2004, las exportaciones de bienes crecieron un 5,5%, por debajo del avance del 6,2% observado en el promedio del ejercicio anterior. Por áreas geográficas, las ventas a la UE-15 mantuvieron un tono similar al del año anterior (4,2%), mientras que las exportaciones extra-comunitarias aumentaron un 8,5% en términos reales, ralentizando el notable avance del ejercicio anterior; no obstante, se observó una fuerte recuperación de las exportaciones a Japón y, en menor medida, a América Latina y países del Sudeste asiático, desacelerándose notablemente, por el contrario, las destinadas a los países del centro y Este de Europa, y continuó el bajo tono de las ventas a Estados Unidos.

En cuanto a las exportaciones de servicios, según la CNTR en el tercer trimestre de 2004 los ingresos reales por turismo aminoraron su ritmo de descenso interanual hasta el -1,5%, desde el -2,2% del trimestre precedente, aunque mantuvieron un tono bajo, acusando la progresiva pérdida de competitividad en relación con la oferta turística de los países del Mediterráneo oriental, máximos competidores en el segmento de sol y playa, en un contexto de elevada fortaleza del euro. Según la última información disponible, en el promedio del cuarto trimestre el número de pernoctaciones hoteleras registró una notable recuperación, hasta tasas positivas del 3,5%. No obstante, en el conjunto de 2004 el indicador acumuló un registro negativo (-1,3%), revelando una disminución de la estancia media de los turistas en estos establecimientos, así como una reducción de su gasto medio. El número de turistas entrados por fronteras elevó notablemente su ritmo de avance en los últimos tres meses de 2004, hasta el 10,0%, aunque en el conjunto del año su avance fue más modesto, del 3,4%. En este período el mercado británico, principal emisor de turistas hacia España, ralentizó notablemente su ritmo de avance, mientras que el mercado alemán —segundo en importancia— apuntó a una incipiente recuperación. En cuanto al turismo extraeuropeo, se registró una fuerte caída del mercado japonés y un estancamiento de los turistas norteamericanos.

Las exportaciones de servicios no turísticos continuaron retrocediendo en el tercer trimestre de 2004 (-2,2%), en línea con la evolución del indicador nominal de Balanza de Pagos, que reflejó un nuevo debilitamiento de los servicios ligados a la construcción, los servicios informáticos y los servicios prestados a las empresas.

Según la CNTR, durante el tercer trimestre de 2004 las importaciones reales de bienes continuaron ampliando su ritmo de avance interanual, hasta el 10,6%, impulsadas por la fortaleza de la demanda final y la mejora de la actividad industrial, en un contexto de continuada pérdida de competitividad de los productos de origen interior, en relación con los productos importados. Los datos de Aduanas correspondientes a octubre y noviembre muestran que en ese

período las compras exteriores moderaron ligeramente su tasa de avance, proyectando una leve ralentización para el conjunto del último trimestre, aunque conservando tasas elevadas. En el conjunto de los once primeros meses del año las importaciones acumularon un incremento real del 10,7%, en más de tres puntos superior al observado en el promedio del año anterior, destacando el intenso avance experimentado por las compras de bienes de equipo (19,0%) y de bienes de consumo (14,8%).

Finalmente, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios se aceleraron ligeramente en el tercer trimestre de 2004 (4,4%). Las compras de servicios no turísticos crecieron un tímido 1,4%, aunque reflejaron cierto progreso en relación con el primer semestre, mientras que prosiguió el elevado dinamismo de las importaciones de servicios turísticos (17,4%). La recuperación de la confianza de los consumidores y la fortaleza del euro estarían propiciando un comportamiento expansivo de esta rúbrica.

4.2 Producción y empleo

El valor añadido de la economía de mercado registró en 2004 un crecimiento sensiblemente superior al experimentado en 2003 (1,9%). Tras la suave desaceleración del tercer trimestre (2,5%), se estima que en el cuarto trimestre la producción recuperó un tono similar al de la primera mitad del año (2,6%), impulsada por la mejoría de la rama agraria y de los servicios de mercado (véase gráfico 19). Efectivamente, la actividad de las ramas agraria y pesquera registró un impulso en el tercer trimestre, que no impidió que su ritmo de avance interanual se mantuviese en valores negativos (-0,1%), mientras que en la última parte del año se estima que pudo alcanzar ya tasas positivas.

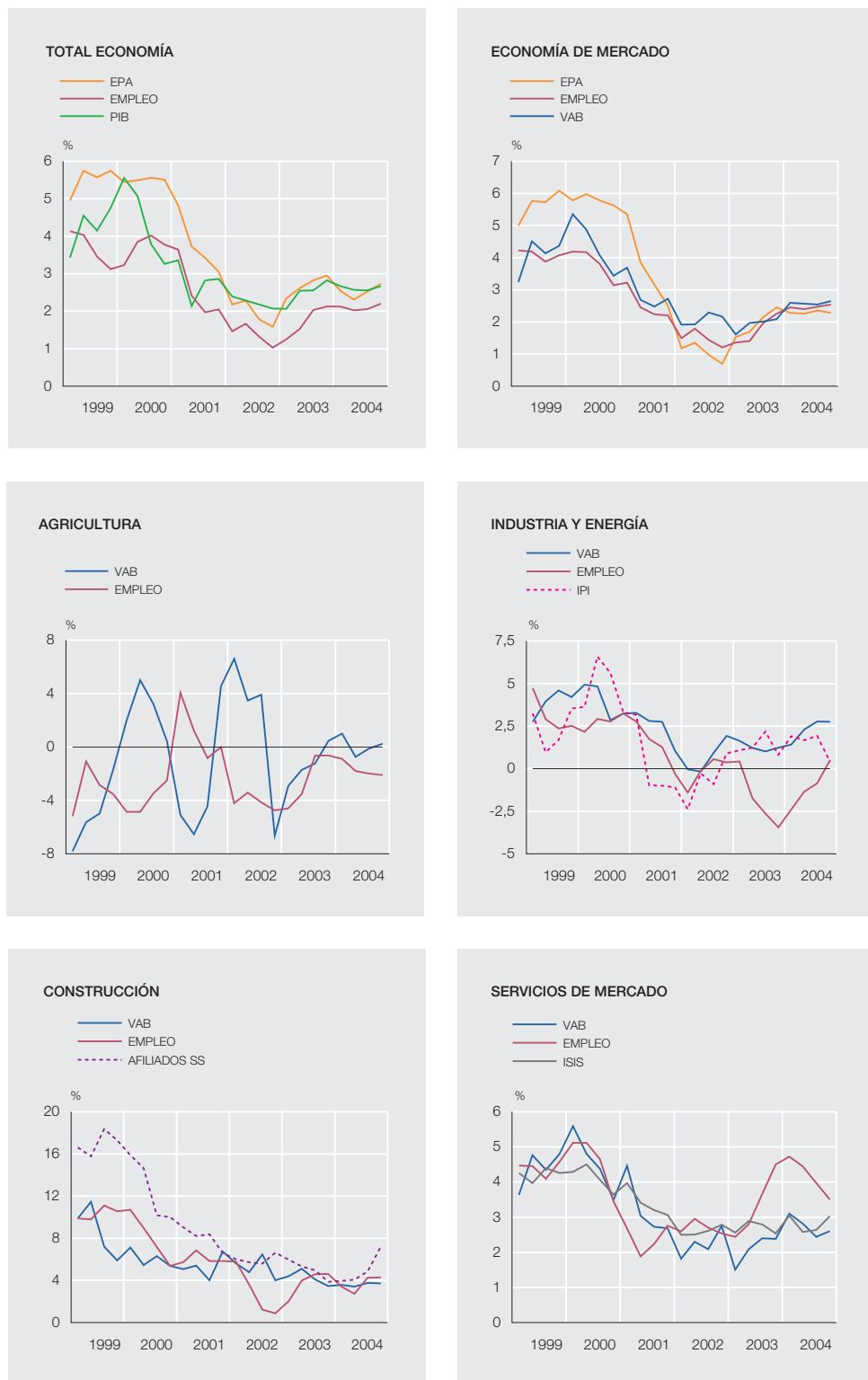
La rama de industria y energía volvió a registrar un impulso en el tercer trimestre de 2004, hasta alcanzar un ritmo de variación interanual del 2,8%. El valor añadido de las ramas industriales registró un aumento del 2,9%, mientras que la energía creció un 2,2%, sufriendo una ligera desaceleración. Los factores impulsores de este comportamiento de la industria fueron el vigor mostrado por la inversión en bienes de equipo y por las exportaciones de bienes. Sin embargo, los datos del cuarto trimestre relativos a la inversión en bienes de equipo y a las ventas al exterior mostraron un tono algo menos expansivo, arrastrando a la actividad industrial hacia un menor dinamismo. Así, en los meses de octubre y noviembre el índice general del IPI presentó tasas de avance interanual inferiores a las observadas en el tercer trimestre, concentrando su desaceleración en el componente no energético. No obstante, otros indicadores coyunturales, como el indicador de confianza del sector o el número de afiliados a la Seguridad Social, mejoraron ligeramente en el cuarto trimestre.

La resistencia de la actividad constructora a la desaceleración quedó puesta de manifiesto una vez más en el tercer trimestre de 2004, período en el que registró un nuevo impulso, que mantuvo a la construcción como la rama más dinámica de la economía española. Según la CNTR, el crecimiento interanual del valor añadido en el tercer trimestre fue del 3,8%, frente al 3,4% observado tres meses antes. Sin embargo, en el cuarto trimestre se detectaron algunos signos de debilitamiento, como ya se ha comentado en el apartado anterior, en relación con la inversión en estos productos.

La actividad en los servicios volvió a manifestar en el tercer trimestre la pérdida de vigor que ya había registrado en el segundo, alcanzando un ritmo de avance interanual del 2,7%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Este menor dinamismo fue propiciado por los servicios de mercado, que crecieron un 2,4%, mientras que los de no mercado experimentaron una aceleración, hasta un crecimiento interanual del 3,4%. A pesar de este comportamiento desacelerado de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible aporta indicios positivos para los tres meses finales de 2004. El indicador sintético integral de los servicios de

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. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

mercado (ISIS) mejoró en el cuarto trimestre, tras un tercero de crecimiento estable; asimismo, las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron un impulso en los meses finales del año. En contraposición, los indicadores de opinión retrocedieron en el conjunto del trimestre, aunque el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea mostró un perfil ascendente y el de gestores de compras del sector servicios avanzó en el mes de diciembre.

La evolución positiva de los servicios de mercado en el cuarto trimestre de 2004 se concretó en el buen comportamiento de los servicios de transporte y comunicaciones, hostelería, y actividades inmobiliarias y empresariales. La rama de hostelería destacó por mostrar el perfil más claramente acelerado entre los distintos servicios de mercado. Tanto las estadísticas de pernoctaciones como las de afiliación a la Seguridad Social reflejaron sendos avances en su tasa de crecimiento. La contrapartida la proporcionó la actividad de comercio y reparación, que perdió tono en los meses finales de 2004. Dentro del conjunto del comercio, el tramo minorista también mostró signos de desaceleración, a pesar del avance experimentado por el índice de ventas del comercio al por menor en los últimos meses.

Siguiendo el perfil de la producción, el empleo mantuvo en el período transcurrido de 2004 un crecimiento sostenido (véase gráfico 19). En el tercer trimestre, los ocupados experimentaron un aumento del 2,1%, en tasa interanual, en línea con los avances registrados en el primer semestre. Este perfil de relativa estabilidad se produjo en un contexto de cierto estancamiento de la productividad aparente del trabajo, que registró un aumento interanual del 0,5% en el tercer trimestre, idéntico al observado en la primera mitad del año. El crecimiento de los ocupados en la economía de mercado fue del 2,5% en el tercer trimestre, también en línea con el ritmo de avance de la primera mitad del año y con el experimentado por el VAB en el período transcurrido de 2004. De hecho, las ganancias de productividad aparente del trabajo solo alcanzaron el 0,1% en el tercer trimestre.

En cuanto a los principales indicadores coyunturales, se aprecia una gran sintonía entre la evolución de la EPA y la CNTR. Para el total de la economía, destaca la aceleración de dos décimas registrada en la tasa interanual de los ocupados de la EPA en el tercer trimestre, hasta el 2,5%, tras la ralentización del crecimiento en el primer semestre. Los datos de EPA del cuarto trimestre, aparecidos al cerrar el presente Informe, han confirmado esta tendencia hacia un mayor crecimiento del empleo, al recoger un aumento del número de ocupados para el total de la economía del 2,7%. En la parte final del año, las afiliaciones experimentaron un repunte importante, hasta el 3,1%, si bien este dinamismo debe tomarse con cautela a la hora de extrapolarlo al empleo de la economía de mercado de la CNTR, dada la volatilidad que exhibe esta estadística, especialmente en períodos vacacionales. De hecho, los datos de la EPA del cuarto trimestre apuntan hacia una estabilidad en el ritmo de crecimiento del empleo en el conjunto de ramas de mercado, en tasas del 2,3%.

Por ramas de actividad, la evolución del empleo en la economía de mercado volvió a reflejar una gran heterogeneidad en el tercer trimestre: la construcción y los servicios de mercado continuaron liderando la creación de empleo, mientras que en la agricultura y en la industria siguió el proceso de destrucción de puestos de trabajo, aunque en esta última actividad la tasa de caída del empleo se ha moderado (véase gráfico 19). En concreto, los ocupados de la rama agraria registraron un ritmo de caída del 2%, similar al del trimestre precedente. Del mismo modo, la aceleración de la actividad industrial en el trimestre vino acompañada de una reducción del empleo del 0,9%, aunque se prolongó la senda de recuperación de 2004. Por otra parte, los ocupados en la construcción reflejaron un importante repunte en el trimestre, al pasar de un crecimiento del 2,7% en el segundo al 4,2% del tercero, lo que redujo la productividad aparente del trabajo, dado que la aceleración del VAB fue más suave. Por último, en los servicios de mercado

la ocupación creció un 4% interanual, ritmo aún elevado pero que supone una ralentización de 0,4 pp respecto a los meses de primavera, período en que ya había perdido empuje. Los datos de la EPA para el cuarto trimestre indican que la destrucción de empleo en la agricultura continuó a un ritmo más intenso en ese trimestre (-4,4%); asimismo, confirman la recuperación del empleo en la industria (1,6%), después de seis trimestres consecutivos de destrucción de puestos de trabajo, y el intenso crecimiento que sigue experimentando la ocupación en la construcción (5,1%), así como apuntan a una desaceleración del empleo en los servicios de mercado (2,7%).

En cuanto al empleo asalariado, el tercer trimestre apuntó a que podría estar finalizando la etapa de desaceleración iniciada en el verano de 2003, al recoger un mínimo repunte de su tasa interanual, hasta el 2%. Por el contrario, la ralentización del avance del número de trabajadores por cuenta propia, con un crecimiento del 2,3%, quiebra, por el momento, la senda ascendente de los últimos trimestres. Estas tendencias se aprecian también en los datos de la EPA, habiéndose reforzado en el cuarto trimestre. En la estadística de afiliaciones, las agrupaciones equivalentes a ambos colectivos se aceleraron en la misma cuantía en el tercer trimestre (0,1 pp), mientras que en el cuarto fue más importante la elevación del ritmo de crecimiento entre los trabajadores por cuenta ajena (de 0,5 pp, frente a 0,2 pp en los autónomos).

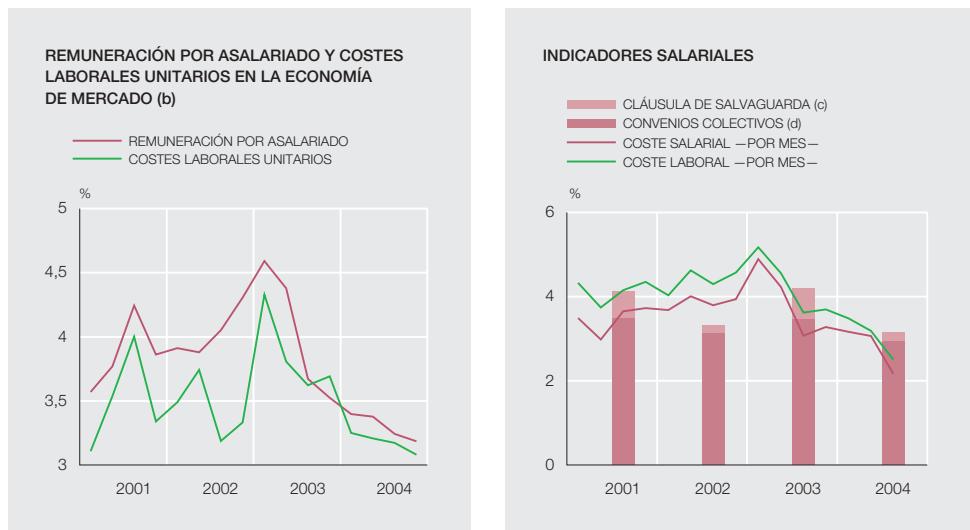
Atendiendo a la información de la EPA sobre la duración de los contratos, en el tercer trimestre de 2004 el repunte del empleo total se debió únicamente a la contribución del empleo temporal, que experimentó una notable aceleración, desde el 1,4% del segundo trimestre hasta el 4,1%, en tanto que la contratación indefinida recortó su ritmo de crecimiento en 0,8 pp, hasta el 1,8%. De hecho, por primera vez en los últimos cuatro años, los asalariados temporales mostraron un crecimiento superior al de los trabajadores con contrato fijo. Este patrón se ha mantenido el cuarto trimestre, a pesar de la notable recuperación del empleo fijo (2,7%), de forma que la ratio de temporalidad se ha situado en el 30,9%, dos décimas menos que en el tercer trimestre, pero por encima de la correspondiente al cuarto trimestre de 2003. Desde la óptica de la duración de la jornada, destaca el fuerte crecimiento de los asalariados a tiempo parcial (7,5%), a pesar de que en el cuarto trimestre su avance se ha moderado en relación con la tasa interanual del 14,3% alcanzada en el tercero.

En la segunda mitad de 2004, el ritmo de aumento de la población activa continuó moderándose, conservando, en cualquier caso, un notable vigor (1,8%). La intensa creación de empleo tuvo un efecto más intenso que el del aumento de la participación, por lo que se observó un significativo descenso del desempleo y la tasa de paro se redujo hasta el 10,4%, en comparación con el 11,2% alcanzado a finales de 2003. Esta evolución vino parcialmente corroborada por los datos del paro registrado, cuyo incremento se moderó en el tercer trimestre, hasta una tasa interanual del 1,1% (frente al 2,4% del período de abril a junio), tendencia que se prolongó en el último trimestre del año, cuando el paro registrado experimentó un descenso del 1,5%.

4.3 Costes y precios

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional, la remuneración por asalariado en el total de la economía creció un 3,7% en el tercer trimestre, dos décimas menos que en el segundo. Esta reducción en la tasa de crecimiento fue el resultado de la desaceleración en las ramas de servicios, tanto las de mercado como las no dedicadas al mercado, y de una aceleración en la agricultura, la industria y la construcción. Si se considera solo la economía de mercado, el crecimiento de la remuneración fue del 3,2%, mostrando una desaceleración de magnitud similar con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 20).

Si se toma como referencia la Encuesta trimestral de coste laboral (ETCL), la desaceleración fue todavía mayor. En el tercer trimestre de 2004, los costes laborales por trabajador y mes crecieron un 2,5%, 0,7 pp por debajo de lo que lo hicieron en el trimestre anterior. Dicha ra-



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.

lentización fue resultado, fundamentalmente, del menor crecimiento del componente salarial, que aumentó un 2,2%, y ha tenido lugar sobre todo en el sector servicios, donde el coste salarial creció un 1,6% en este trimestre. Dado que las tarifas pactadas en convenio, en la rama de los servicios, crecieron un 2,8%, se estaría produciendo una abultada deriva negativa, que podría estar relacionada con la incorporación de trabajadores con niveles salariales más bajos, en un contexto de fuerte creación de empleo asalariado en este sector.

Considerando la información relativa a los convenios colectivos registrados hasta diciembre, el incremento de las tarifas salariales se situó en el 3%, cinco décimas menos que en 2003, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Estos convenios afectaron a 7,8 millones de trabajadores, de los cuales un 69% tenían convenios revisados; no obstante, en los últimos meses se ha producido un avance significativo en el registro de convenios de nueva firma. Con datos hasta noviembre, el incremento pactado en los convenios revisados se situó en el 2,9%, levemente por debajo del incremento pactado en los de nueva firma (3%). El repunte en los incrementos negociados en este tipo de convenios podría estar reflejando el efecto del aumento de la inflación en los últimos meses de 2004. En cualquier caso, dichas cifras se sitúan en torno a lo que sería el límite superior establecido implícitamente por los agentes sociales en el Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC) aplicable a 2004, donde se mantuvo el esquema de fijación de los incrementos de las tarifas salariales vigente en años anteriores.

La estimación para el último trimestre de 2004 apunta a un mantenimiento del comportamiento moderado de la remuneración por asalariado en el total de la economía, desacelerándose levemente con respecto al trimestre anterior. En la economía de mercado se estima una leve aceleración de los salarios, que, no obstante, para el conjunto del año implica una notable moderación salarial respecto al crecimiento observado en 2003, en línea con la información previamente comentada sobre la evolución de las tarifas salariales y los indicadores más completos de coste salarial.

La moderada evolución de la remuneración por asalariado se ha trasladado al coste laboral por unidad de valor añadido, que creció un 3,1% en el tercer trimestre, 0,1 pp menos que en el segundo.

El salario mínimo interprofesional (SMI) ha experimentado en los últimos meses incrementos en su cuantía y modificaciones en su utilización como índice de referencia. Además, se ha abierto un proceso de discusión sobre el procedimiento para determinar futuras revalorizaciones del SMI, con la intención de que en 2008 (al final de esta legislatura) alcance un nivel de 600 euros mensuales.

El Real-Decreto 2388/2004 del pasado 30 de diciembre aprobó una subida del SMI del 4,5% (hasta 513 euros mensuales), que vino a sumarse a la elevación aprobada el 1 de julio pasado, del 6,6%. Este último incremento se presentó como la recuperación del poder adquisitivo perdido en los cuatro años anteriores y estuvo acompañado de la decisión de desvincular las cuantías de todas las prestaciones, ayudas o subvenciones públicas, que hasta entonces estaban referenciadas al SMI, de los incrementos que se acordaran para esta variable. En sustitución de esta referencia se creó el denominado indicador público de rentas con efectos múltiples (IPREM), que se mantuvo en la cuantía previa del SMI (460,5 euros mensuales)¹.

Con el objetivo de acordar el procedimiento que hay que seguir en futuras revalorizaciones del SMI, el Gobierno, tras el Consejo de Ministros en el que se aprobó la subida para 2005, acordó enviar un documento a los agentes sociales sobre esta cuestión. La propuesta está pendiente de negociación con los agentes sociales dentro del proceso de diálogo social abierto con la Declaración del pasado 8 de julio.

En concreto, el documento propone una revalorización media anual del SMI del 5,4% en los tres próximos años, hasta llegar a los 600 euros en 2008, que supone un crecimiento claramente por encima de la evolución esperada para la inflación en este período. Para intentar moderar el efecto de esta medida sobre los costes salariales de las empresas, se plantea una bonificación de 10 euros mensuales en las cuotas empresariales a la Seguridad Social de los trabajadores que coticen por las bases mínimas en 2005. Esta bonificación supondría una reducción equivalente a 2 pp de las cotizaciones a la Seguridad Social de los trabajadores que cobren dichas bases mínimas².

Paralelamente, en el documento se propone una modificación del artículo 27 del Estatuto de los Trabajadores en el que se especifican los criterios que ha de seguir el Gobierno en la revisión anual del SMI. Los criterios propuestos son muy similares a los ya existentes (evolución del IPC, de la productividad del trabajo, del aumento salarial medio de los convenios colectivos y del salario medio y de la coyuntura económica general), pero se incluye expresamente una cláusula de actualización automática del SMI, siempre que el incremento del nivel general de precios haya superado a la subida pactada para el SMI en el año precedente.

En cuanto a la revalorización del IPREM, el documento sugiere una actualización de este indicador en 2005 por un importe equivalente

1. No obstante, se revisaron los límites inferior y superior de las prestaciones por desempleo para que estas reflejaran un aumento similar al acumulado por el SMI en julio. 2. Cabe recordar que cualquier incremento del SMI se traslada automáticamente a las bases mínimas de cotización a la Seguridad Social, pues el SMI se mantiene como el límite inferior de dichas bases.

al objetivo de inflación fijado de la Ley de presupuestos (2%), que se mantendría para años sucesivos, hasta 2007. No obstante, se incluye un compromiso de evaluar la evolución del poder adquisitivo de este indicador a finales de 2006 y, en caso de pérdida acumulada, de revisar su cuantía en 2007. A finales de ese año, se volvería a valorar la evolución de este indicador en función del comportamiento de otros indicadores como la renta media por habitante o el gasto social.

POSIBLES IMPLICACIONES

Este conjunto de medidas tiene dos tipos de implicaciones sobre el funcionamiento del mercado de trabajo. Por un lado, aquellas que se derivan del incremento del salario mínimo y, por otro, las asociadas al cambio del procedimiento para la revalorización del SMI, si se llegaran a establecer con rango estatutario mecanismos automáticos y permanentes de indicación en relación con la inflación pasada.

Respecto al primer tipo de implicaciones, las elevaciones del SMI afectan al mercado de trabajo al menos por tres vías. De una parte, tienen un impacto directo sobre el incremento global de los salarios que está relacionado con el número de trabajadores afectados por esta referencia salarial. Además, pueden tener un efecto indirecto sobre la negociación salarial, dado que las elevaciones del SMI pueden tomarse como referencia para determinar los niveles mínimos de salarios que se fijan en la negociación colectiva. Por último, estos incrementos salariales pueden repercutir negativamente sobre determinados colectivos de trabajadores con baja formación y/o poca experiencia, que pudieran verse desplazados del mercado de trabajo porque el salario mínimo en vigor resultara superior a su productividad.

A pesar de que tras las dos revalorizaciones aprobadas el SMI acumula un incremento del 11,4% desde el mes de julio, el impacto directo sobre los incrementos salariales medios debe de ser, en principio, reducido, ya que el número de trabajadores afectados directamente por esta referencia salarial no es muy elevado. No obstante, este efecto tiende a aumentar a medida que el nivel del SMI se acerca a los salarios de colectivos cada vez más numerosos.

La información disponible sobre el número de trabajadores afectados directamente por el SMI no es muy precisa. La Encuesta de coyuntura laboral estima que unos 100.000 asalariados cobran el SMI, lo que supone algo menos del 1% del total de asalariados estimados por esta misma fuente, si bien esta estimación puede estar sesgada a la baja por algunas de las características de dicha encuesta³. Otras estimaciones⁴, obtenidas con información más retrasada, situaban alrededor del 5% el porcentaje de asalariados totales que cobraban el SMI en 1994 y en el 2% el porcentaje correspondiente al subconjunto de los asalariados industriales⁵. Finalmente, los datos de la

3. No es una Encuesta dirigida directamente a los trabajadores y excluye algunos sectores, como el sector agrario, donde probablemente la incidencia del SMI es elevada. 4. J. J. Dolado, F. Felgueroso y J. F. Jimeno (2000), *The role of the minimum wage in the welfare state: an appraisal*, Documento de Trabajo FEDEA 2000-12. 5. J. J. Dolado, F. Felgueroso y J. F. Jimeno (1997) «The effects of minimum bargained wages on earnings», *European Economic Review*, 41, pp. 713-721.

Encuesta de estructura salarial de 1995 situaban en el 0,9% el porcentaje de los asalariados que cobraba en ese año el SMI⁶. De todos modos, estas cifras reflejan que, en el caso español, los salarios mínimos que resultan vinculantes son los pactados en la negociación colectiva, que se han situado en los últimos años significativamente por encima del mínimo legal.

En este marco, uno de los principales riesgos que se pueden derivar de las actualizaciones del SMI está relacionado, precisamente, con el hecho de que su revalorización sea tomada como referencia a la hora de negociar los salarios de los convenios colectivos, sobre todo los de los trabajadores con categorías profesionales que perciben retribuciones más cercanas al SMI. Existe el riesgo, por tanto, de que los intentos de preservar la estructura de salarios relativos puedan extender los efectos de los incrementos del SMI.

La proporción del SMI en relación con el nivel medio de los salarios había mostrado una tendencia decreciente en los últimos años, situándose, antes de la revalorización del mes de julio, alrededor del 34%⁷. Los últimos incrementos instrumentados han elevado este porcentaje hasta el 38%, aproximadamente, y se estima que la subida prevista hasta el 2008 situaría el salario mínimo algo por encima del 40% del salario medio en dicha fecha⁸. Sin embargo, los posibles efectos de expulsión del mercado de trabajo que pueden generar las elevaciones del salario mínimo no dependen de su relación con el salario medio global, sino con los de aquellos grupos de trabajadores con productividad más reducida, que son los que, en definitiva, pueden verse más afectados por los movimientos del salario mínimo. Para evaluar este posible impacto habría que conocer la información individual de la estructura salarial, y solo se conocen agregaciones intermedias publicadas por el INE en la Encuesta de estructura salarial de 2002. Según esta información, el SMI representaría el 73,7% del salario medio de los trabajadores no cualificados en los servicios y el 54,5% del salario medio pagado en el sector de la hostelería. Estos datos deben tomarse, no obstante, con

6. Porcentaje que sube al 1,7% si permitimos un intervalo del $\pm 2\%$ alrededor del SMI por posibles errores. La disponibilidad de los datos individuales de esta Encuesta referida al año 2002 permitirá actualizar las estimaciones. 7. Concretamente, en relación con el salario medio estimado por la Encuesta trimestral del coste laboral que cubre los sectores de la industria, la construcción y la mayoría de los servicios de mercado. 8. Asumiendo un crecimiento medio anual del 3% para el salario medio de la economía.

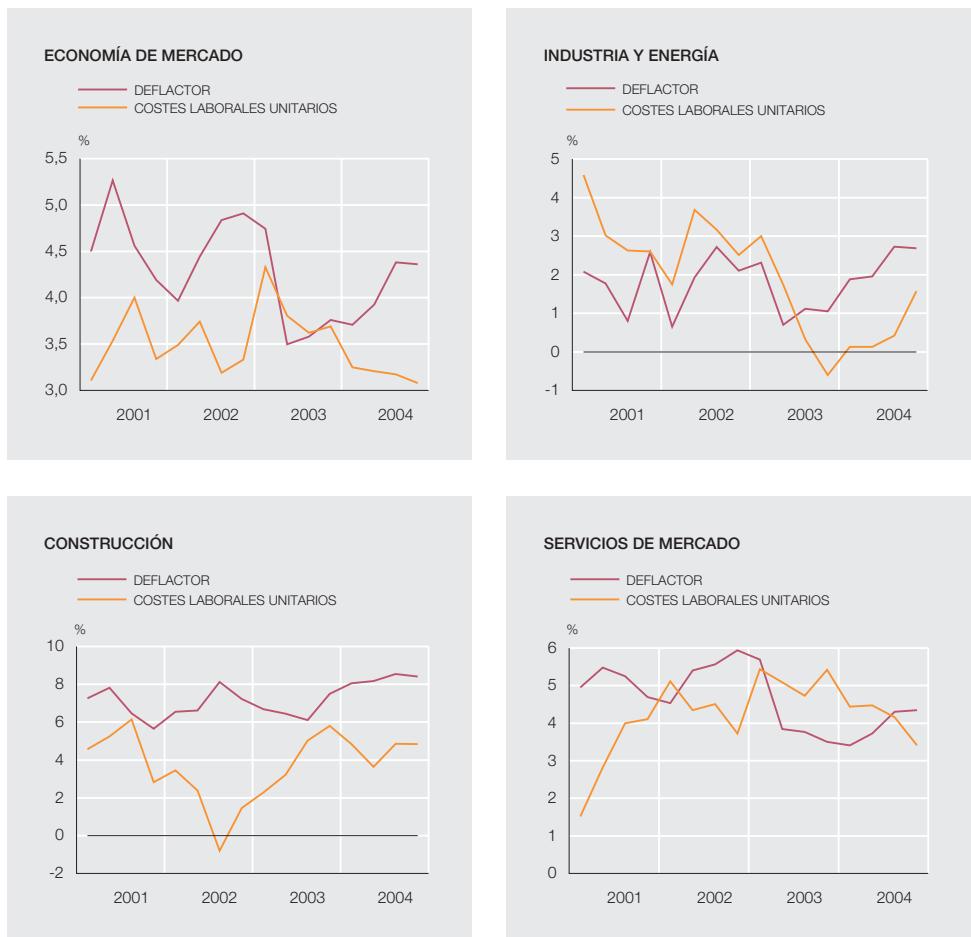
cierta cautela, ya que no permiten aislar el efecto de los ocupados a tiempo parcial.

En cualquier caso, más allá del grado de precisión de estas estimaciones preliminares, es el empleo de los colectivos de trabajadores con productividad más reducida el que puede verse obstaculizado por subidas del SMI de cierta entidad. Hay que tener en cuenta que el modelo de crecimiento que ha seguido la economía española en los últimos años se ha caracterizado por ser muy intensivo en empleo y por mostrar un reducido crecimiento de la productividad media observada, lo que sugiere una elevada dispersión de la productividad del trabajo y un bajo nivel de productividad en un segmento significativo de los nuevos empleos. Por ello, no cabe descartar que revalorizaciones cuantiosas del SMI puedan incidir negativamente sobre las posibilidades de empleo de estos colectivos de trabajadores y afectar a la capacidad de la economía española para mantener el actual proceso de intensa creación de puestos de trabajo.

Por último, la modificación legal del Estatuto de los Trabajadores para incluir una cláusula automática de revisión del SMI frente a la inflación pasada resultaría inadecuada en el régimen de funcionamiento de la UEM y en el contexto de inflación relativamente reducida en el que se tiene que desenvolver la economía española. Supondría la instauración de un mecanismo de indicación permanente, con rango estatutario, que tendería a reforzar los efectos indirectos ligados a la propia revalorización del SMI. La existencia de esta cláusula facilitaría una traslación de los aumentos pasados de la inflación (ya sean temporales o permanentes) al salario mínimo y podría generar una espiral de demandas salariales más elevadas entre aquellos colectivos de trabajadores con sueldos por encima de esta referencia. La inclusión de este tipo de indicación añadiría una restricción adicional a la flexibilidad de la economía, que no está presente en la mayoría de países europeos⁹, y que vería así mermada su capacidad de ajuste ante situaciones adversas. Finalmente, esta modificación legal enviaría una señal contraria a la necesidad de incrementar la flexibilidad del sistema de negociación y fijación de salarios.

9. Únicamente Francia y Holanda tienen procedimientos de revalorización similares del salario mínimo, pero en el caso holandés la referencia no es la inflación pasada, sino el comportamiento medio de los salarios en la negociación colectiva, y la revalorización no es automática, sino que se condiciona a la situación económica. De hecho, el Gobierno y los agentes sociales acordaron la congelación del salario mínimo para 2004 y 2005.

En consecuencia, la aceleración del deflactor (que creció un 4,1%, frente al 3,8% del anterior período) se trasladó al excedente unitario, manteniéndose de esta forma el proceso de ampliación de márgenes que ya se observaba en trimestres anteriores. En la economía de mercado se produjo asimismo una ampliación de los márgenes, en un contexto de evolución de costes y precios similar al del total de la economía. Los mecanismos de indicación existentes podrían, sin embargo, trasladar la desviación de la inflación al comportamiento salarial y obstaculizar el mantenimiento de la moderación existente, por lo que no parece apropiado extender su incidencia a figuras como el salario mínimo interprofesional. En esta línea se encuentran las consideraciones que se hacen en el recuadro 3 sobre las medidas anunciadas en relación con la actualización del mismo.

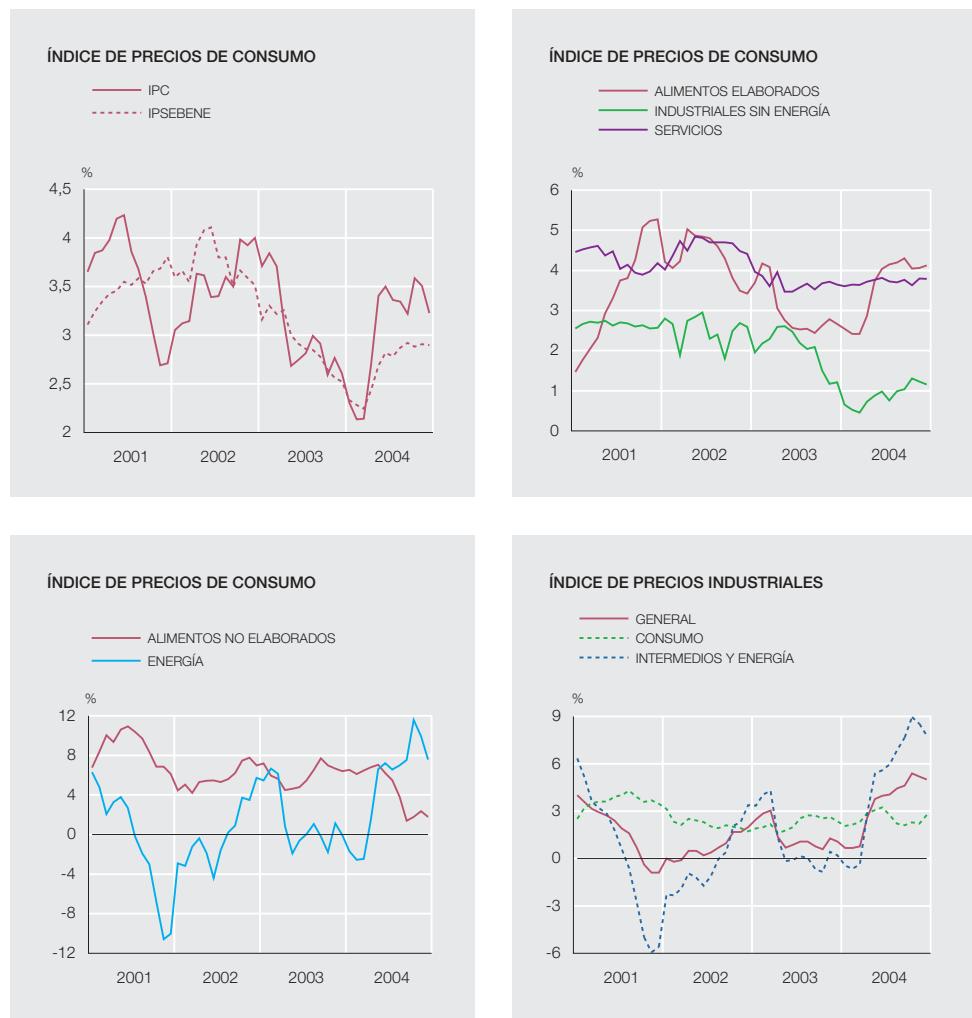


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

El gráfico 21 recoge el comportamiento del deflactor y del coste laboral unitario en la economía de mercado y en las principales ramas que la forman, observándose en el tercer trimestre del año diferencias significativas en la evolución de estas variables entre las distintas ramas de actividad. Así, mientras que la aceleración del deflactor fue común a todas las ramas, con excepción de la agricultura, el coste laboral unitario únicamente se desaceleró en los servicios de mercado. De esta forma, los márgenes continuaron ampliándose en la industria y la construcción, mientras que en los servicios se produjo una ligera ampliación, tras varios trimestres consecutivos contrayéndose. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento. En la economía de mercado, la brecha existente entre las tasas de crecimiento del deflactor y las del coste laboral por unidad de valor añadido se habría intensificado ligeramente.

En el tercer trimestre del año, el deflactor de la demanda final aceleró su ritmo de avance interanual en dos décimas, hasta situarse en el 3,5%. Por su parte, la aceleración mostrada por el deflactor del PIB se cifró en tres décimas, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 4%. Por el lado del gasto, se apreció un mayor dinamismo del deflactor del consumo privado, que situó su tasa de crecimiento interanual en el 3,3%, mientras que el correspondiente a la formación bruta de capital fijo mantuvo estable su ritmo de avance interanual. Por su parte, el deflactor de las importaciones creció con menor intensidad que en el trimestre anterior, ya que el importante aumento del precio del petróleo en el período julio-septiembre vino compen-



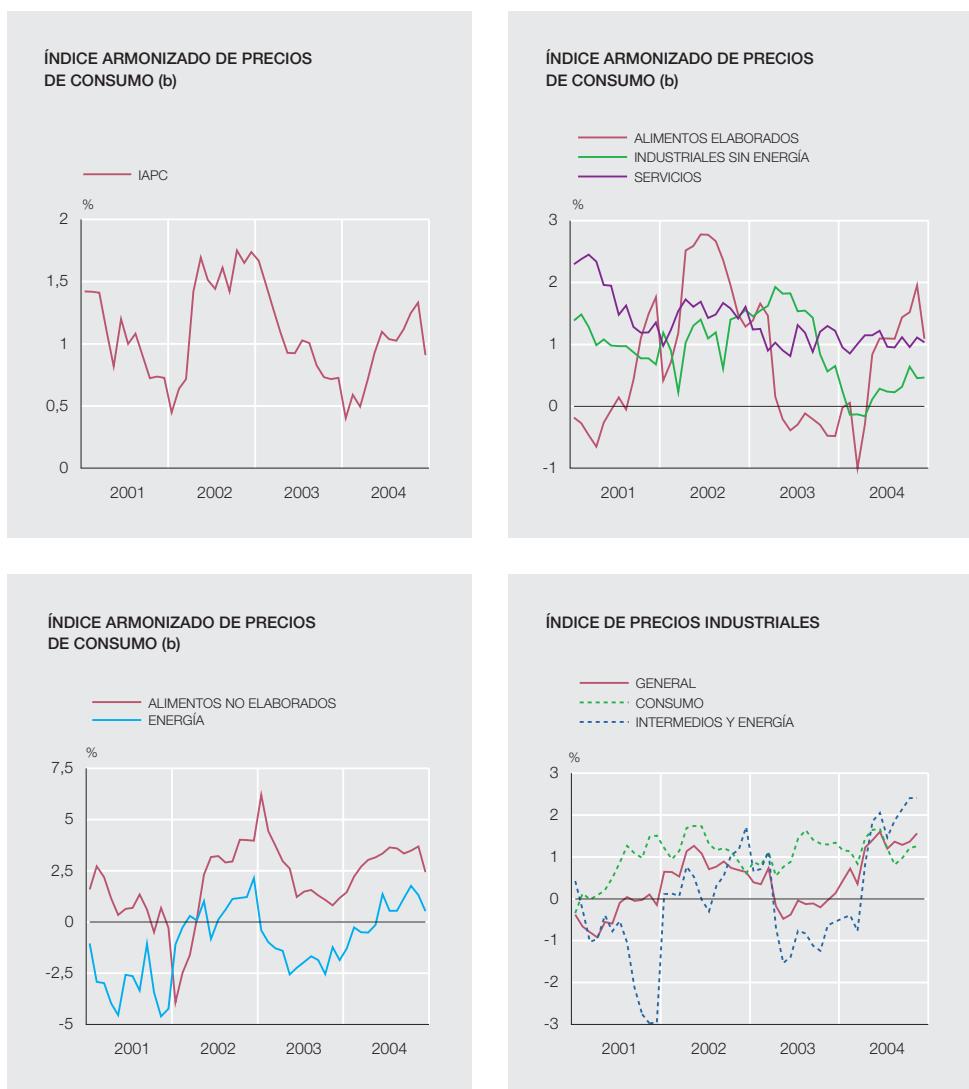
FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

sado por un comportamiento muy moderado de los precios de importación de los bienes no energéticos, a lo que contribuyó la fortaleza del euro.

En el cuarto trimestre del año, el incremento interanual de los precios de consumo avanzó una décima, hasta alcanzar el 3,4%, mientras que el IPSEBENE mantuvo estable su ritmo de crecimiento interanual en el 2,9% (véase gráfico 22). El componente más inflacionista siguió siendo el de los precios energéticos, que alcanzó una tasa interanual de crecimiento del 9,7%. Los precios de los combustibles y carburantes protagonizaron un acusado encarecimiento en el mes de octubre, iniciando en noviembre una suave trayectoria de descenso, siguiendo el perfil del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos registraron una tasa del 1,2% en el último trimestre del año, cuatro décimas más que en el trimestre precedente, reflejando, por un lado, la mayor intensidad de las rebajas estivales, en relación con el año anterior, y, por otro, el mayor encarecimiento al inicio de temporada de otoño en el textil y el calzado.

Los precios de los alimentos elaborados mantuvieron prácticamente estable su ritmo de crecimiento interanual entre el tercer y cuarto trimestre del pasado año, en el 4,1%, mien-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

b. Hasta diciembre de 2001, las series corresponden a las publicadas en esa fecha.

tras que los precios de los alimentos no elaborados crecieron un 2% en el cuarto trimestre, 1,5 pp porcentuales menos que en el período precedente. Esta favorable evolución vino determinada por la acusada desaceleración de los precios de los huevos, de las frutas y hortalizas frescas, y de las patatas. Por último, los precios de los servicios mantuvieron en el 3,7% su tasa de crecimiento en el cuarto trimestre, período en el que revertió la moderación de las partidas relacionadas con el turismo y la hostelería observada en el verano.

La inflación en España medida por el IAPC aumentó dos décimas entre el tercer y cuarto trimestre del pasado año, cuando alcanzó el 3,5%. En el conjunto de la UEM la inflación aumentó una décima, situándose en el 2,3% en el período octubre-diciembre, por lo que el diferencial entre España y la UEM se amplió en una décima (véase gráfico 23). Cabe destacar que la aceleración de los precios energéticos resultó más intensa en España que en el conjunto de la UEM, mientras que la desaceleración de los precios de alimentos elaborados fue más abultada en esta última.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) registró en el cuarto trimestre una aceleración similar a la del trimestre anterior. Su tasa de crecimiento interanual alcanzó un 5% en el mes de diciembre y un 5,2% en el conjunto del cuarto trimestre, frente al 4,4% registrado en el trimestre anterior. La aceleración de los precios de producción de la energía y de los bienes intermedios se vio acompañada por una mayor estabilidad en los restantes componentes. En la zona del euro, el deterioro de los precios de producción hasta el mes de noviembre resultó algo más intenso, elevándose hasta el 3,8% la variación interanual del índice general, frente al 3,1% alcanzado en la media en el tercer trimestre. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores registraron comportamientos muy moderados en los últimos meses de 2004, y los precios hoteleros se han desacelerado tras el leve repunte registrado en el tercer trimestre.

4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó la Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC) del Reino de España a finales del pasado mes de diciembre, con proyecciones fiscales para el período 2004-2008. El PEC ha revisado ligeramente a la baja el escenario de crecimiento de la economía que sirvió de base para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2005, pero ha mantenido sin cambios los saldos previstos para las cuentas públicas. Así, se anticipa un déficit (según la metodología de la Contabilidad Nacional —CN—) en el sector de Administraciones Públicas¹ del 0,8% del PIB en el año 2004, y un ligero superávit, del 0,1% del PIB, en el año 2005. Por subsectores, el déficit del año 2004 vendría determinado por la Administración Central, para la que se espera un déficit del 1,8% del PIB. Por el contrario, la Seguridad Social y las Comunidades Autónomas alcanzarán sendos superávit², del 0,8% y del 0,2% del PIB, respectivamente, mientras que las Corporaciones Locales cerrarán el año en equilibrio. El superávit del año 2005 se debe al proyectado para la Seguridad Social, dado que la Administración Central y las Comunidades Autónomas registrarán déficit, en tanto que las Corporaciones Locales mantendrán su equilibrio presupuestario.

Siguiendo la metodología de la CN y con la información disponible hasta noviembre del año 2004, el Estado registró un superávit del 0,2% del PIB, notablemente menor que el que había alcanzado un año antes, del 0,7% del PIB (véase cuadro 3). Aquella cifra contrasta con la previsión incluida en el Avance de Liquidación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, que eleva la previsión del déficit del Estado hasta el 1,8% del PIB para el cierre del año 2004. El saldo observado está, sin embargo, muy condicionado por la marcada estacionalidad de las operaciones no financieras de este agente, por lo que el saldo de diciembre suele ser muy diferente del de noviembre. Teniendo esto en cuenta, parece bastante probable que el Estado acabe el año con un déficit menor que el previsto en el Avance, dado que las cifras de noviembre ya incluyen el pago por la cancelación de la deuda con la Comunidad Autónoma de Andalucía y gran parte de la asunción prevista de deuda de RENFE, operaciones que, en conjunto, han alcanzado un importe cercano al 0,8% del PIB.

Por otra parte, según el criterio de caja, las cuentas del Estado se saldaron con un superávit de 3.223 millones de euros hasta noviembre, frente al déficit de 902 millones de euros del mismo período del año 2003. Las discrepancias entre ambos saldos —CN y caja— responden, como es habitual, al ajuste por el diferente criterio de imputación de intereses y a la variación en los derechos y obligaciones pendientes. En este año, sin embargo, hay que tener en cuenta, también, la asunción de deuda de RENFE. Esta operación no supone ningún flujo

1. Gran parte del déficit tiene carácter transitorio, pues se debe a la asunción por el Estado de deuda de RENFE (0,7% del PIB) en el marco de la reestructuración del sector ferroviario. **2.** El superávit de las Comunidades Autónomas se debe a la cancelación por parte del Estado de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía (0,3% del PIB) en el año 2004. El ingreso de esta Comunidad se compensa, por tanto, con un pago equivalente en la Administración Central.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 11.839 millones de euros hasta octubre de 2004, superior en un 8,7% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que se sitúa en línea con la ejecución hasta julio. Este aumento contrasta con la fuerte disminución del superávit que resulta al comparar el presupuesto inicial de 2004 con la liquidación del año anterior¹ (véase cuadro adjunto). Tanto los ingresos como, sobre todo, los pagos no financieros se aceleraron en los últimos meses. En el caso de los ingresos, dicha aceleración se debió al diferente calendario de algunos ingresos patrimoniales², que figuran en el cuadro incluidos en la rúbrica Otros, y situó su crecimiento en el 7,1%. La aceleración de los pagos provino principalmente de las prestaciones por incapacidad temporal y de otras prestaciones contributivas, y situó su ritmo de crecimiento en el 6,9%, en línea con lo presupuestado.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un ritmo de crecimiento del 6,9% hasta octubre, lo que supone una cierta desacelera-

ción respecto a la evolución seguida a lo largo del año 2003, a pesar del aumento de tipos en el Régimen Especial de Trabajadores Autónomos³. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,8% en el conjunto de 2004, solo ligeramente por debajo del 3% de crecimiento registrado en los dos años anteriores.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas siguió creciendo a un ritmo del 6,4% hasta octubre, por debajo de lo presupuestado, aunque bastante por encima del crecimiento registrado en el conjunto del año 2003. No obstante, y dado que la desviación de la inflación resultó en 2004 bastante superior a la del año anterior, es de esperar que el monto anual de gasto en pensiones registre finalmente un incremento similar al presupuestado. El número de pensiones contributivas siguió una evolución muy moderada, con un incremento del 0,8%, algo por debajo de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior.

Con respecto al INEM⁴, la información disponible para ciertas partidas se halla más retrasada. Las cotizaciones percibidas se incremen-

1. Esa disminución se debe a que, como en años anteriores, la recaudación por cuotas se halla muy subestimada en las previsiones presupuestarias. 2. Intereses de los títulos de deuda del Estado afectos al Fondo de Reserva.

3. Dicho incremento de tipos está ligado a la financiación de la mayor cobertura por incapacidad temporal. 4. Su denominación actual es Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE).

SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

me y %

	Liquidación				Liquidación		
	Presupuesto		% variación	ENE-JUL	Liquidación ENE-OCT		% variación
	2003	2004			5	6	
	1	2	3 = 2/1	4	5	6	7 = 6/5
INGRESOS NO FINANCIEROS	82.503	82.221	-0,3	6,9	68.151	73.021	7,1
Cotizaciones sociales (c)	77.332	76.753	-0,7	7,1	63.893	68.322	6,9
Transferencias corrientes	4.267	4.672	9,5	7,5	3.711	3.989	7,5
Otros (d)	904	797	-11,9	-15,3	548	710	29,6
PAGOS NO FINANCIEROS	73.511	78.691	7,0	6,3	57.256	61.182	6,9
Personal	1.777	1.907	7,3	6,2	1.419	1.505	6,0
Gastos en bienes y servicios	1.496	1.497	0,1	7,1	1.083	1.109	2,4
Transferencias corrientes	69.788	74.775	7,1	6,4	54.540	58.370	7,0
PRESTACIONES	69.787	74.774	7,1	6,4	54.540	58.369	7,0
Pensiones contributivas	60.151	64.307	6,9	6,5	46.864	49.876	6,4
Incapacidad temporal	5.154	5.312	3,1	7,5	3.996	4.468	11,8
Resto	4.481	5.155	15,0	3,6	3.680	4.025	9,4
RESTO TRANSFERENCIAS CORRIENTES	1	1	3,0	—	0	1	—
Otros (e)	451	512	13,7	-6,0	214	198	-7,5
SALDO NO FINANCIERO	8.992	3.530	-60,7	10,9	10.895	11.839	8,7

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social solo están disponibles hasta junio de 2004.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

taron un 6,7% hasta julio, en línea con el 6,6% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 8,5% hasta agosto, frente al 21,4% que establecía la previsión presupuestaria.

Por su parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 9,3% hasta octubre, frente al incremento del 5,9% en el conjunto del año 2003. Esta evolución vendría determinada

por el comportamiento del número de beneficiarios, que creció un 5,6% hasta octubre de 2004, frente al 3,2% de crecimiento medio en el año anterior. El incremento del número de beneficiarios, en contraste con el ligero crecimiento del número de desempleados registrados (un 1,8% en el conjunto de 2004, un punto porcentual menos que en 2003), dio lugar a un notable aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 74,1% hasta octubre (71,9% en 2003).

de fondos y, por tanto, no afecta al déficit de caja del Estado, pero sí se refleja plenamente en los gastos de capital y en el saldo de la CN.

Siguiendo el criterio de caja, los ingresos del Estado crecieron algo por encima de lo previsto en el Avance de Liquidación, mientras que los gastos experimentaron un aumento más moderado de lo que señala el Avance, por lo que la evolución del saldo de caja no financiero para el conjunto del año podría ser mejor que la apuntada en este último documento. Los mayores ingresos se deberían a los impuestos pagados por las empresas, al IVA y a los ingresos no impositivos, mientras que la contención de los pagos sería prácticamente general. En comparación con las cifras acumuladas hasta septiembre, se observan sendas aceleraciones, tanto en los ingresos como en los pagos.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común. Según estas cifras, no recogidas en el cuadro 3, los impuestos directos se aceleraron en estos últimos meses, al igual que lo hizo el IVA entre los impuestos indirectos. El IRPF se aceleró ligeramente, reflejando el fuerte aumento de las retenciones sobre el trabajo derivadas de la buena evolución del mercado de trabajo. No obstante, la tasa de crecimiento acumulada (2,7% hasta noviembre) se mantuvo baja, debido, en parte, a que las retenciones de los primeros meses del año 2003 fueron más elevadas, porque todavía no reflejaban la reforma del impuesto, que influyó también en la cuota diferencial ingresada en el año 2004, y a su vez debido, en parte, al cambio en el calendario de ingresos procedentes de ciertas Administraciones Públicas, que elevó notablemente los ingresos en dicho año de forma transitoria. Por otro lado, el impuesto sobre sociedades³ se aceleró adicionalmente a causa del fuerte aumento del pago a cuenta de octubre, debido a la evolución de los beneficios de las empresas a lo largo del año 2004. En cuanto al IVA, siguió acelerándose en los últimos meses, hasta una tasa de crecimiento del 10,7% (por encima, incluso, de la previsión del Avance de Liquidación, que adelantó un crecimiento del 8,1%). Los impuestos especiales, por el contrario, se desaceleraron ligeramente, por lo que mantuvieron tasas de crecimiento moderadas ocasionadas por la congelación de tipos. Los otros ingresos, por último, cayeron ligeramente con respecto al mismo período del año anterior, frente a una disminución esperada del 10%, debido a los mayores crecimientos en los ingresos por tasas y transferencias de capital.

Por el lado del gasto del Estado, hay que destacar que prácticamente todos los capítulos, con la excepción del de las compras, registraron tasas de variación menores de las previstas

3. Este impuesto no está afectado por la cesión de ingresos a las Administraciones Territoriales.

	me y %							
	Liquidación 2003	Variación porcentual 2003/2002	Avance de liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual	Liquidación		
						2003 ENE-NOV	2004 ENE-NOV	Variación porcentual 8 = 7/6
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	109.655	1,1	110.516	0,8	4,0	101.115	105.985	4,8
Impuestos directos	56.510	1,8	56.931	0,7	4,4	51.388	53.793	4,7
IRPF	32.824	1,7	30.549	-6,9	-4,0	30.582	28.236	-7,7
Sociedades	21.912	2,3	24.173	10,3	17,2	19.230	23.350	21,4
Otros (a)	1.774	-3,7	2.209	24,5	33,0	1.576	2.197	39,4
Impuestos indirectos	39.084	2,8	40.930	4,7	5,8	37.656	40.202	6,8
IVA	27.130	5,5	28.466	4,9	6,4	26.662	29.021	8,9
Especiales	9.787	-5,4	9.889	1,0	1,7	9.027	8.896	-1,4
Otros (b)	2.167	10,6	2.575	18,8	16,2	1.968	2.284	16,1
Otros ingresos	14.061	-5,6	12.655	-10,0	-3,0	12.071	12.000	-0,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	113.787	2,4	117.754	3,5	-1,0	102.017	102.762	0,7
Personal	18.450	5,1	19.415	5,2	4,4	16.079	16.865	4,9
Compras	2.996	5,4	3.454	15,3	21,2	2.484	2.930	18,0
Intereses	19.788	4,9	17.888	-9,6	-15,5	19.284	16.335	-15,3
Transferencias corrientes	58.078	-0,4	62.364	7,4	2,1	52.227	55.288	5,9
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.535	7,0	7.629	1,2	-5,1	6.279	5.737	-8,6
Transferencias de capital	6.940	7,5	7.004	0,9	0,7	5.664	5.606	-1,0
3 SALDO DE CAJA (3 = 1-2)	-4.132	...	-7.238	...	...	-902	3.223	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	110.449	1,9	115.972	5,0	3,0	101.725	105.997	4,2
Empleos no financieros	112.566	0,7	130.251	15,7	2,2	96.617	104.015	7,7
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	-2.117	...	-14.279	...	...	5.108	1.982	...
(en porcentajes del PIB)	-0,3		-1,8			0,7	0,2	

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.

en el Avance de Liquidación. En especial, cabe mencionar la fuerte caída de los pagos por intereses hasta noviembre, de un 15,3%, frente a la disminución esperada del 9,6% para el conjunto del año. Las transferencias corrientes se aceleraron en los últimos meses, debido a la mencionada cancelación de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía (llevada a cabo en octubre), aunque el crecimiento alcanzado hasta noviembre, del 5,9%, estuvo notablemente por debajo del 7,4% previsto en el Avance. Finalmente, cabe señalar las caídas registradas en los pagos de capital, especialmente en el capítulo de inversiones reales, que contrastan con las previsiones de crecimiento moderado incluidas en el Avance de Liquidación.

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

En el conjunto de los diez primeros meses de 2004 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 23.649 millones de euros, superior en 14.654 millones de euros al observado en idénticas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica por la notable ampliación que registró el déficit por cuenta corriente, hasta situarse en 30.099 millones de euros, ya que el superávit de las operaciones de capital prácticamente se estabilizó en los mismos niveles del año anterior. La desfavorable evolución de la

		Millones de euros	
		ENERO-OCTUBRE	
		2003	2004
INGRESOS	Cuenta corriente	206.227	211.377
	Mercancías	117.328	121.871
	Servicios	57.375	57.446
	<i>Turismo</i>	31.777	31.907
	Otros servicios	25.599	25.540
	Rentas	18.575	18.624
	Transferencias corrientes	12.949	13.436
	Cuenta de capital	7.257	7.172
	Cuentas corriente + capital	213.484	218.549
PAGOS	Cuenta corriente	221.663	241.475
	Mercancías	147.669	163.402
	Servicios	33.924	35.917
	<i>Turismo</i>	6.141	7.355
	Otros servicios	27.783	28.562
	Rentas	27.857	29.025
	Transferencias corrientes	12.213	13.131
	Cuenta de capital	816	723
	Cuentas corriente + capital	222.479	242.198
SALDOS	Cuenta corriente	-15.436	-30.099
	Mercancías	-30.341	-41.532
	Servicios	23.452	21.529
	<i>Turismo</i>	25.636	24.552
	Otros servicios	-2.184	-3.023
	Rentas	-9.282	-10.401
	Transferencias corrientes	736	304
	Cuenta de capital	6.440	6.449
	Cuentas corriente + capital	-8.996	-23.649

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

cuenta corriente vino determinada, principalmente, por la ampliación del déficit de mercancías y, en menor medida, por el deterioro que reflejaron el resto de las principales partidas: servicios, rentas y transferencias corrientes.

En el período de enero a octubre de 2004, el déficit de la balanza comercial se amplió en 11.190 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, hasta situarse en 41.532 millones de euros. En tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 36,9%, acentuando el deterioro que ya había experimentado en el conjunto del ejercicio anterior. El notable vigor que caracterizó a los flujos reales de importaciones durante el período, muy superior al experimentado por los flujos de exportaciones, unido al empeoramiento que reflejó la relación real de intercambio —acusando la fuerte escalada de los precios del crudo y, en menor medida, de las materias primas no energéticas en los mercados internacionales—, habrían propiciado esta desfavorable evolución del desequilibrio comercial.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en los diez primeros meses del año se situó en 21.529 millones de euros, 1.922 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior. Este empeoramiento se tradujo en un descenso interanual del 8,2%, que se explica por el retroceso del 4,2% que experimentó el superávit turístico, y por el deterioro del 38,4% registrado por el déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos apenas se incrementaron un 0,4% hasta octubre, afectados por los sucesos del 11-M y la elevada fortaleza del euro, que propició una ampliación del deterioro de nuestra competitividad frente a los países del Mediterráneo oriental, nuestros principales competidores. No obstante, desde septiembre mantuvieron una tónica de mejora, coherente con la evolución alcista que han mostrado en los últimos meses del año los indicadores reales de turistas extranjeros y pernociaciones hoteleras. Por su parte, los pagos turísticos hasta octubre repuntaron un 19,8%, en un contexto de normalización del entorno geopolítico mundial, de mejora de la confianza de los consumidores y de fortaleza del euro.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 10.401 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2004, reflejando un deterioro de 1.119 millones de euros en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. La ampliación del déficit de rentas fue resultado del empeoramiento de los saldos correspondientes al sector privado no financiero y a las instituciones financieras monetarias, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit. Por instrumentos, se observó un deterioro de los saldos de rentas vinculadas a inversiones directas y a otras inversiones (préstamos, depósitos y *repos*).

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 304 millones de euros, en el período enero-octubre de 2004, reflejando una disminución de 431 millones de euros en relación con el nivel observado en iguales fechas de 2003. Los ingresos aumentaron un 3,8%, fruto, principalmente, del incremento que experimentaron los flujos recibidos por el sector público, especialmente los procedentes de la UE en concepto de Fondo Social Europeo, mientras que los fondos comunitarios destinados al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía descendieron; los pagos, por su parte, crecieron un 7,5%, por el aumento de los destinados a las arcas comunitarias, en concepto de Recurso PNB y de Recursos propios tradicionales, así como por el vigor que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 6.449 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2004, apenas 9 millones por encima del observado en igual período del año anterior. A pesar de esta ligera mejora, las transferencias netas de capital procedentes de la UE, que es la partida cuantitativamente más importante, descendieron en este período como consecuencia del retroceso que reflejaron los fondos estructurales en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación, mientras que los flujos correspondientes al Fondo de Cohesión mostraron una evolución más favorable.

5.1 Rasgos más destacados

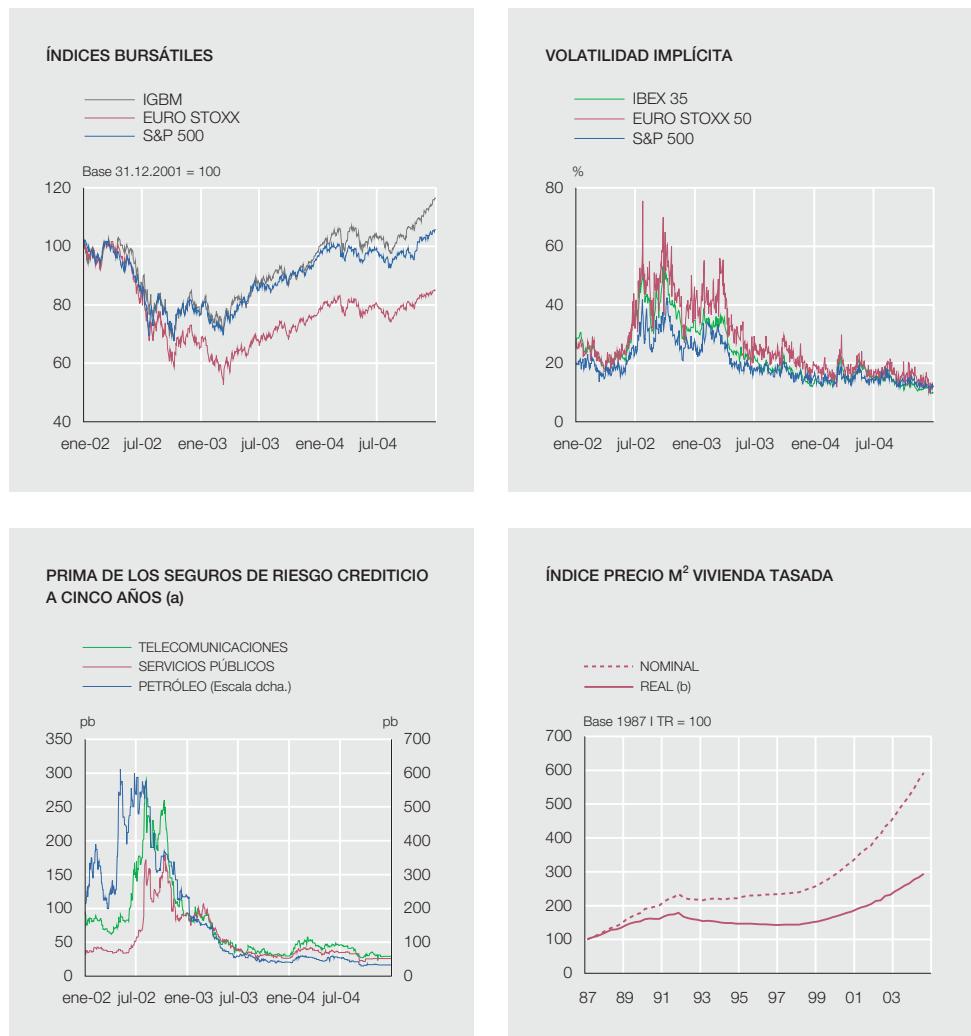
El contexto financiero en el que se desarrolló la actividad económica de hogares y sociedades durante el cuarto trimestre de 2004 estuvo caracterizado, primeramente, por la estabilidad de los tipos de interés del mercado monetario del área del euro y las progresivas disminuciones, más acusadas en los plazos más largos, de las rentabilidades de la deuda pública, hasta alcanzar los valores más reducidos de los últimos años. Así, en diciembre, el EURIBOR a un año y el bono español a diez años se situaron, en media, en el 2,30% y el 3,64%, 8 y 44 pb, por debajo de los datos de septiembre, respectivamente. De acuerdo con la última información disponible, correspondiente al mes de noviembre, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a empresas y familias experimentaron, en general, escasas variaciones y se mantuvieron ligeramente por encima de los mínimos alcanzados a mediados del pasado año. Por su parte, el coste de la financiación de las empresas con valores de renta fija prosiguió con su trayectoria descendente como resultado de la reducción en la rentabilidad negociada en los mercados de deuda pública, ya que las primas de riesgo exigidas apenas sufrieron cambios con respecto a los moderados niveles registrados tres meses antes (véase gráfico 24).

En las bolsas nacionales e internacionales las cotizaciones experimentaron ascensos significativos a lo largo del cuarto trimestre, evolución que vino acompañada de descensos adicionales en las volatilidades implícitas, hasta situarse en valores históricamente reducidos⁴. En el caso de España, el comportamiento de los índices bursátiles fue más favorable que en la mayoría de las principales plazas internacionales, en un contexto en el que los resultados publicados de las empresas cotizadas, correspondientes al tercer trimestre, fueron muy positivos y superiores a los esperados por los analistas. Así, entre octubre y diciembre, el Índice General de la Bolsa de Madrid se revalorizó un 12,7%, de manera que la ganancia acumulada en 2004 se situó en el 18,7%, un avance claramente superior al registrado durante el mismo período por el EURO STOXX amplio (9,9%) o el S&P 500 (9%).

En el mercado de la vivienda, los precios han continuado creciendo a tasas elevadas. Así, según la última información proporcionada por el Ministerio de la Vivienda, correspondiente al tercer trimestre, el valor medio de estos inmuebles avanzó un 17,2% en relación con el mismo período de 2003, solo 0,2 pp por debajo del dato de junio. La desagregación por tamaño de municipio muestra que ese ligero descenso en el ritmo de expansión afectó a todas las categorías disponibles y fue algo más intenso en el caso de las localidades de más de 500.000 habitantes, si bien la tasa de variación correspondiente a este último subagregado siguió situándose por encima de las del resto.

Las favorables condiciones de financiación descritas en los párrafos anteriores propiciaron, un trimestre más, el fuerte dinamismo de los fondos captados por las empresas y las familias. Entre julio y septiembre, estos siguieron creciendo a unos ritmos elevados, similares a los registrados a mediados de 2004, al tiempo que el sector inmobiliario continuó absorbiendo una parte muy importante de estos recursos. La información provisional sobre los últimos meses del pasado año, por su parte, apunta a una moderada desaceleración de la deuda de los hogares —cuya tasa de expansión, no obstante, se mantendría por encima del 19%—, así como a un ligero aumento de la correspondiente a los fondos ajenos obtenidos por las sociedades.

4. En el recuadro 5 se analiza el contenido informativo de otro indicador basado en los precios de las opciones.



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.

En estas condiciones, los indicadores de presión financiera sobre las familias evidencian un aumento de la misma entre julio y septiembre de 2004, que, de acuerdo con la información provisional más reciente, podría haber continuado en el tramo final del año. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) prosiguieron la trayectoria ascendente de trimestres anteriores, hasta situarse en los valores máximos de los últimos ejercicios, el ahorro no destinado al servicio de la deuda volvió a reducirse y, de acuerdo con las Cuentas Financieras, el ahorro financiero neto de los hogares descendió durante el tercer trimestre, en términos acumulados de doce meses, hasta alcanzar por primera vez en mucho tiempo un valor negativo (-0,4% PIB). La riqueza financiera del sector mostró un nuevo retroceso, que, sin embargo, no se observó en su patrimonio neto, que continuó creciendo gracias, una vez más, a la revalorización de los activos inmobiliarios.

Como se ha señalado en anteriores Informes, la trayectoria que en los últimos años han seguido variables como el endeudamiento, la carga financiera o el ahorro de los hogares resultan, en general, coherentes con los sustanciales cambios experimentados por las variables fundamentales que determinan su comportamiento. No obstante, es improbable que las ten-

Las primas de las opciones contienen información sobre las expectativas del mercado en relación con el comportamiento futuro del precio del activo sobre el que se emiten, ya que su rentabilidad depende, precisamente, de la evolución de dicho precio. Entre los indicadores que explotan este contenido informativo figura la denominada «función de densidad neutral al riesgo» (FDNR), que ofrece una estimación de la probabilidad que asignan los agentes a cambios de diferente cuantía en las cotizaciones del subyacente. La FDNR, sin embargo, se computa bajo el supuesto de que los inversores son neutrales frente al riesgo, por lo que, si resultan ser adversos, tenderá a proporcionar probabilidades de que se produzcan descensos (aumentos) en las cotizaciones, que estarán sesgadas al alza (a la baja). Además, las FDNR no son directamente observables, por lo que es necesario estimarlas.

En un trabajo reciente, Alonso, Blanco y Rubio (2005) estiman las FDNR para el Ibex 35 utilizando distintas metodologías alternativas¹. Entre sus hallazgos, cabe destacar, en primer lugar, que la elección del método de estimación no altera de manera significativa los resultados. Además, como muestra el cuadro adjunto, para un horizonte de previsión de cuatro semanas las FDNR estimadas aproximan razonablemente bien la distribución de probabilidad ex-post del Ibex 35, si bien, en línea con lo que cabría esperar en caso de existencia de aversión al riesgo, tienden a sobreestimar la probabilidad de que se produzcan descensos y a infrapredecir los movimientos al alza del

precio del subyacente. Así, las probabilidades medias asociadas a descensos superiores al 5%, 10% y 15% exceden la frecuencia con la que tales movimientos se produjeron. Lo contrario sucede con los incrementos mayores del 10%. Estos resultados evidencian que los niveles que proporcionan las FDNR deben tomarse con cierta cautela. En este sentido, puede resultar interesante prestar una mayor atención relativa en el análisis a las variaciones en dichos niveles.

A este respecto, las dos últimas columnas del cuadro muestran las FDNR estimadas para los últimos meses de 2004. Como puede observarse, en esas fechas se produjo una elevada concentración de las probabilidades en torno a cero —es decir, en torno a la ausencia de cambios en las cotizaciones—. Así, la probabilidad estimada para descensos (aumentos) superiores al 5% era de solo un 5,3% (2,6%) en diciembre. Estas probabilidades contrastan fuertemente tanto con los valores medios estimados para el conjunto del período disponible —20,5% (22,4%)— como con las frecuencias con las que dicho suceso se observó efectivamente —16,3% (21,4%)—. Esta comparación indica, en línea con lo que muestra la evolución reciente de otros indicadores como la volatilidad implícita, que el grado de incertidumbre sobre la evolución de las cotizaciones que percibían los mercados se redujo de manera considerable a finales del pasado año.

1. Para más detalles, véase Alonso, Blanco y Rubio (2005), de próxima publicación en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España.

DISTRIBUCIONES DE PROBABILIDAD DEL IBEX 35

Probabilidad de variaciones (a):	Frecuencia observada (b)	Media 1996-2004	Probabilidades neutrales frente al riesgo extraídas de las opciones (c):	
			SEP-04	DIC-04
<= -5%	16,3	20,5	9,0	5,3
<= -10%	5,1	8,9	1,0	0,2
<= -15%	2,0	3,8	0,0	0,0
>= 5%	21,4	22,4	5,7	2,6
>= 10%	12,2	7,0	0,1	0,0
>= 15%	2,0	2,0	0,0	0,0

FUENTES: MEFF y estimaciones del Banco de España.

a. Las variaciones se calculan en relación con el precio del futuro cuatro semanas antes del vencimiento.
 b. Porcentaje de realizaciones en las que el futuro sobre el Ibex 35 se ha movido en un determinado porcentaje en un horizonte de cuatro semanas.
 c. Estimadas a un horizonte de cuatro semanas. La fecha indica el período de estimación de las FDNR.

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

FUENTE: Banco de España.

dencias que marca esta evolución puedan prolongarse en el medio plazo sin que se incremente de manera notable la posibilidad de que alguno de los riesgos que subyacen en la posición financiera del sector termine por materializarse y por afectar negativamente a sus decisiones de gasto. Entre estos, el derivado de la ausencia de síntomas claros de una desaceleración significativa en el precio de la vivienda ocupa un lugar destacado.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento del sector prosiguió entre julio y septiembre su trayectoria ascendente, si bien la carga financiera por intereses se contrajo ligeramente. Los avances de los últimos meses de 2004 apuntan a una continuidad en la tendencia creciente del primer indicador y a un mantenimiento del último. En paralelo, las necesidades de financiación de las empresas siguieron aumentado, si bien 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 redujo moderadamente. Por su parte, de acuerdo con la Central de Balances, durante el tercer trimestre se produjo una evolución muy favorable de los resultados económicos de las empresas colaboradoras, junto con una estabilidad de sus ratios de endeudamiento y de su carga financiera. En consecuencia, tuvo lugar una nueva disminución de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo. Por último, los datos más recientes parecen confirmar los indicios de mejoría en la rama industrial que ya se apuntaban en el trimestre anterior, en línea con la recuperación observada en la inversión en bienes de equipo.

La sólida situación patrimonial agregada de las empresas, sus holgadas condiciones de financiación, las buenas perspectivas de rentabilidad futura, el saneamiento acometido por las grandes sociedades y los indicios de recuperación de la rama industrial configuran un escenario propicio para el avance de la inversión productiva. No obstante, estas favorables expectativas no están exentas de riesgos, que, en este caso, están vinculados, principalmente, a los niveles de endeudamiento alcanzados y a la importancia creciente entre los pasivos empresariales de los préstamos concedidos a tipos de interés variables.

5.2 El sector de hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo muy holgadas durante el cuarto trimestre. Así, el tipo de interés del crédito para adquisición de vivienda alcanzó en noviembre el 3,48%, solo 3 pb más que en septiembre. El coste de los préstamos para consumo y otros fines descendió entre octubre y noviembre en 25 pb, corrigiendo parcialmente el repunte de los meses anteriores. En ambos casos, el precio de la financiación bancaria se situó tan solo unos 25 pb por encima de los niveles mínimos alcanzados a mediados de 2004. Por otra parte, de acuerdo con la última Encuesta de Prestamos Bancarios (EPB) disponible,

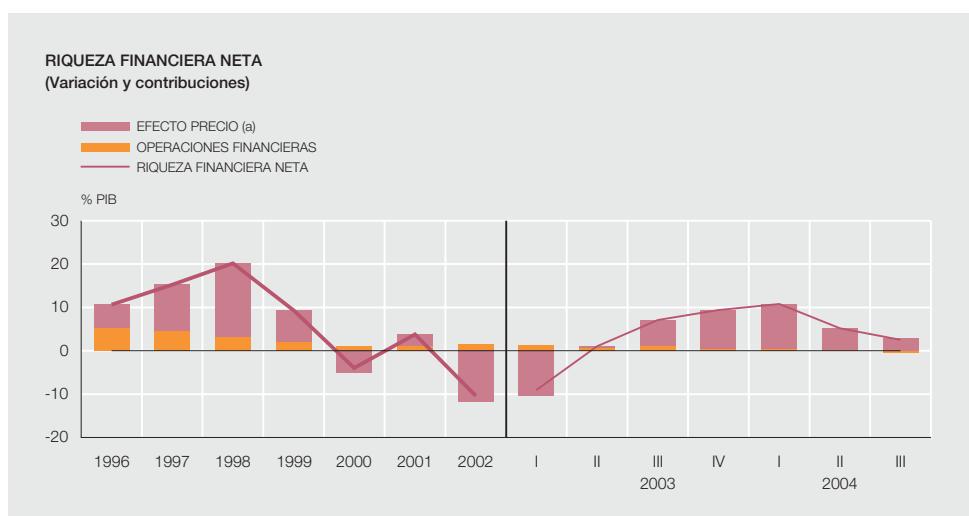
% del PIB	2001	2002	2003	2004		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	7,8	8,8	10,1	10,8	11,3	10,9
Medios de pago	1,2	3,7	4,4	4,3	4,5	4,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,4	1,5	-0,2	0,0	0,7	1,2
Acciones y otras participaciones (b)	-0,2	0,8	0,8	1,0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

durante el tercer trimestre de 2004 las entidades endurecieron ligeramente los criterios de concesión de fondos para la financiación a la vivienda, pero relajaron los correspondientes a los préstamos para el consumo y otros fines.

En este contexto, durante el tercer trimestre de 2004 se produjo una ligera aceleración de la deuda de los hogares, de modo que su tasa interanual de avance se situó algo por encima del 20%. Esto supone un aumento de aproximadamente medio punto porcentual con respecto al nivel de junio. Por modalidades, el ascenso fue más acusado en el caso de la financiación



FUENTE: Banco de España.

a. Incluye revalorización y otras variaciones en volumen.

dirigida a la vivienda, cuyos ritmos de expansión continuaron siendo muy elevados (cercanos al 24%). Por su parte, los préstamos para consumo y otros fines crecieron alrededor del 13% en relación con el mismo período del año anterior. La información provisional de los últimos meses del año apunta a una cierta desaceleración del recurso al crédito por parte de las familias, que, no obstante, concluiría el año mostrando tasas de crecimiento próximas al 20%.

Por lo que respecta a la inversión financiera, los hogares incrementaron entre julio y septiembre su cartera de activos por un importe equivalente al 10,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp por debajo del registro del segundo trimestre (véase cuadro 6). Su composición por instrumentos siguió mostrando un mayor dinamismo de los activos más líquidos y de menor riesgo (efectivo y depósitos), cuyo flujo alcanzó el 5,3% del PIB. Por el contrario, la adquisición de fondos de inversión en relación con el PIB experimentó un descenso de 0,6 pp, hasta situarse en 1,6%, evolución que resultó del reembolso neto de las tenencias de FIAMM y de las menores suscripciones netas de FIM. Por su parte, la inversión en acciones y reservas técnicas de seguros se mantuvo en niveles similares a los del segundo trimestre (0,9% y 2% del PIB, respectivamente).

El dinamismo de la financiación de los hogares, junto con un comportamiento menos expansivo de las rentas del sector, determinó que su deuda alcanzase en septiembre un valor equivalente a la RBD anual del sector. La carga financiera asociada aumentó hasta situarse por encima del 13,5%, lo que representa el máximo registro de los últimos años. El incremento de las obligaciones financieras, junto con la ligera contracción del ahorro bruto, resultó en una nueva reducción del indicador de ahorro no destinado al servicio de la deuda. En paralelo, las operaciones financieras netas registradas en las Cuentas Financieras resultaron negativas en términos acumulados de 12 meses, por primera vez durante los últimos años, alcanzando un valor negativo equivalente al 0,4% del PIB (véase cuadro 5). Esta evolución contribuyó a que se produjera un descenso intertrimestral de la riqueza financiera neta⁵, si bien el patrimonio neto mantuvo su trayectoria ascendente como consecuencia de la evolución alcista del precio de la vivienda (véase gráfico 26).

5. En términos acumulados de cuatro trimestres, sin embargo, continuó creciendo, como muestra el gráfico 25.



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.

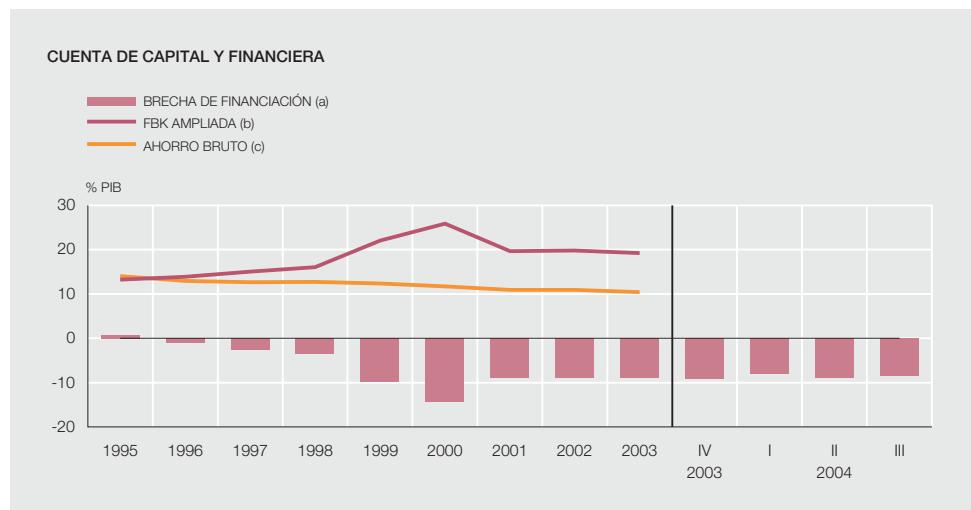
A pesar de la evolución desfavorable del ahorro en términos agregados, según la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, entre julio y septiembre se produjo un ligero aumento en el porcentaje de hogares que puede dedicar dinero al ahorro, al tiempo que la proporción de los que declaran que llegan a fin de mes con dificultad o mucha dificultad se redujo moderadamente.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también continuaron siendo holgadas durante el cuarto trimestre de 2004, incluso en mayor medida que en los meses anteriores. Los tipos de interés crediticios se mantuvieron en torno a los reducidos valores alcanzados en septiembre. Concretamente, el coste de la financiación bancaria se situó, en noviembre, en el 4,13% para operaciones inferiores a un millón de euros y en el 2,94% para las de tamaño superior, lo que representa una variación nula y un descenso de 5 pb, respectivamente, en relación con los niveles de septiembre. Según la última EPB disponible, las entidades de crédito relajaron, durante el tercer trimestre del pasado año, los criterios de concesión de créditos a las empresas y, para los últimos tres meses del año, preveían aplicar unas condiciones ligeramente

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 27

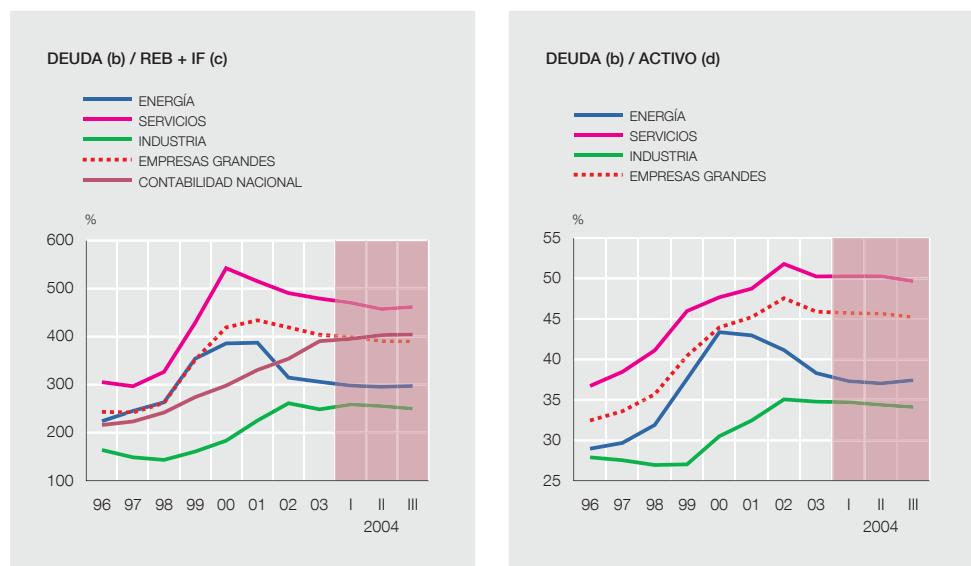


FUENTE: Banco de España.

- 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.

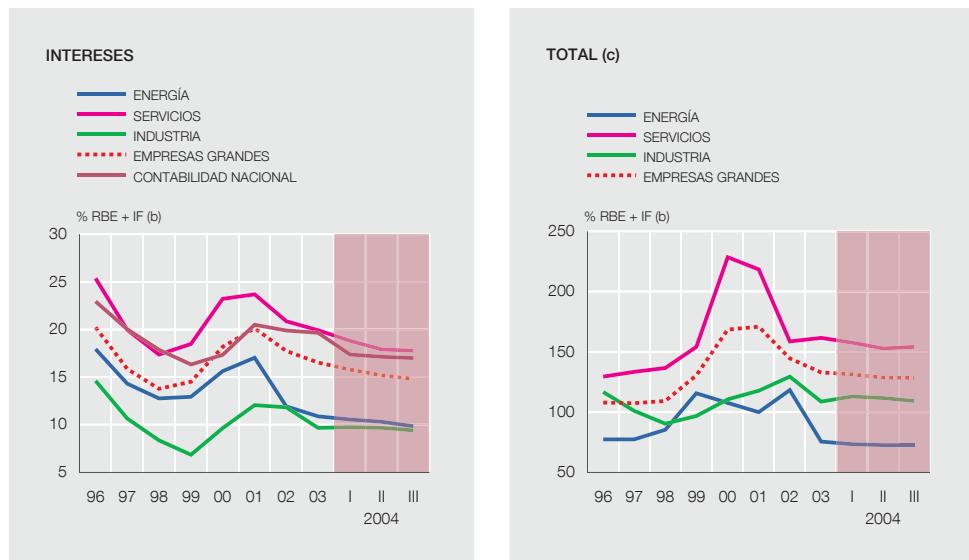
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

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 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.



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. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

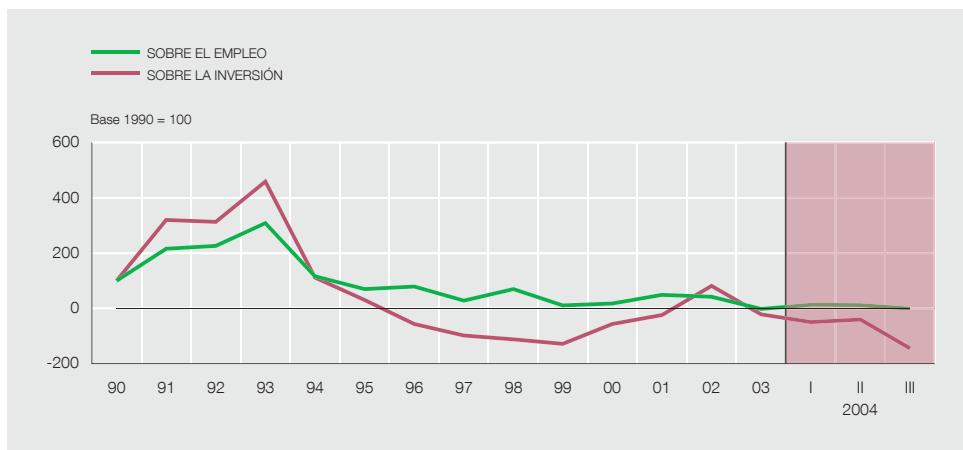
mente más laxas. Por su parte, el coste de financiación en los mercados de renta fija volvió a reducirse como consecuencia del descenso de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo y de la estabilidad de las moderadas primas de riesgo exigidas. Por último, las condiciones de obtención de fondos en los mercados de renta variable mejoraron como consecuencia del aumento de las cotizaciones bursátiles y de las menores volatilidades implícitas.

Durante el tercer trimestre del pasado ejercicio, las operaciones de pasivo del sector supusieron, en términos acumulados de doce meses, un 20,4% del PIB, ligeramente por debajo del registro de mitad de año, que fue del 20,6% (véanse cuadro 6 y gráfico 26). Por componentes, la tasa de expansión de la financiación ajena con coste se contrae alrededor de medio punto porcentual en relación con el nivel de tres meses antes, hasta alcanzar valores superiores al 13%. No obstante, la información provisional sobre el tramo final del pasado ejercicio apunta a una cierta aceleración de la deuda de las sociedades. Los recursos obtenidos por esta vía representaron en septiembre, en términos acumulados de doce meses, el 9,7% del PIB, un nivel ligeramente inferior al de junio y con una composición por instrumentos algo diferente. Así, los préstamos exteriores perdieron importancia —representaron el 1,5% del PIB, 0,8 pp por debajo de lo observado en el trimestre previo—, mientras que el peso de los préstamos procedentes de entidades de crédito (8,2%) aumentó en medio punto porcentual. La emisión neta de valores de renta fija continuó próxima a cero. Por su parte, los fondos captados a través de la emisión de acciones y participaciones alcanzaron el 3,5% del PIB, el mismo nivel de mediados de 2004. Por último, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral (CBT), la deuda de las grandes empresas se mantuvo en torno a los mismos niveles de los trimestres anteriores.

Por ramas de producción, el crédito bancario obtenido por las sociedades mostró, durante el tercer trimestre de 2004, un comportamiento heterogéneo. Así, los fondos destinados a la construcción y a los servicios inmobiliarios mantuvieron el vigor de los meses anteriores, situándose sus tasas de avance en el 22% y el 44%, respectivamente, ligeramente por encima

INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA
SOBRE LAS SOCIEDADES (a)

GRÁFICO 30

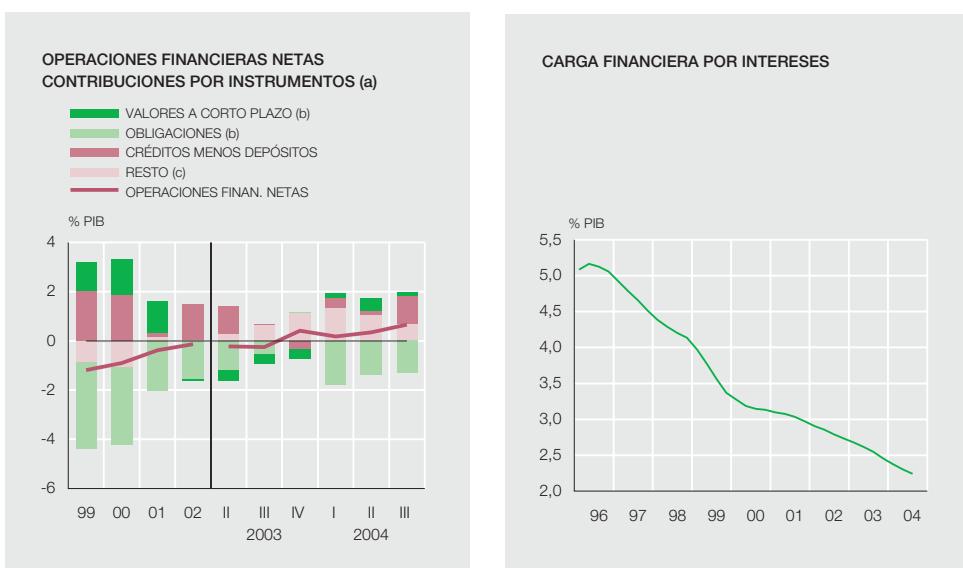


FUENTE: Banco de España.

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 31



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.

de los registros de junio. En el resto de servicios se produjo, en cambio, una moderación en sus ritmos de expansión de casi un punto porcentual, hasta alcanzar valores algo inferiores al 12%. En el caso de la rama industrial, la apelación al crédito continuó recuperándose, en línea con la mejoría de la actividad de este sector, de modo que las tasas interanuales volvieron a mostrar un signo positivo.

En cuanto a las operaciones de adquisición de activos financieros por parte de las sociedades no financieras, entre julio y septiembre de 2004 se redujo, en términos acumulados de doce meses, la inversión financiera, que quedó situada en el 14,9% del PIB (véase cuadro 6). Esta

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

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.

evolución descendente, que se observó en la mayoría de las partidas, fue más acusada en el caso de los depósitos y valores de renta fija y la adquisición de acciones y otras participaciones, especialmente frente al resto del mundo.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, durante el tercer trimestre de 2004 se produjo un nuevo aumento de las necesidades de financiación del sector (0,3 pp), hasta el 5,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses, el mayor registro de los últimos años. Sin embargo, 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 redujo ligeramente (0,4 pp), hasta el 8,4% del PIB (véase gráfico 27).

El comportamiento expansivo de los fondos ajenos de las sociedades explica que, entre julio y septiembre, continuara la trayectoria creciente de la ratio de endeudamiento agregada del sector, si bien la carga financiera por intereses continuó descendiendo, aunque de forma moderada. De acuerdo con la CBT, durante el mismo período se mantuvieron estables la deuda y la carga financiera (total y por intereses) en relación con el resultado bruto de la explotación (más los ingresos financieros) de las empresas colaboradoras. Al mismo tiempo, estas empresas mejoraron sus resultados económicos, lo que determinó un aumento de la

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (b)
Economía nacional	-29,6	-26,2	-27,0	-30,9	-38,5	-41,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,6	-15,2	-14,6
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-18,9	-22,5	-22,1
Hogares e ISFLSH	6,8	7,3	7,4	7,3	7,3	7,5
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,5	6,5	-0,8	-3,0
Instituciones de crédito (c)	-7,5	-11,6	-13,9	-14,3	-22,0	-22,3
Inversores institucionales (d)	16,3	20,7	24,3	24,4	27,5	28,3
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-9,0
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,8	-22,4	-24,0

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. Datos del tercer trimestre.

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

d. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

rentabilidad ordinaria de los recursos propios. Como consecuencia de todo ello, se produjo una nueva disminución de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo (véase gráfico 30), que fue bastante generalizada por ramas productivas.

Por último, las expectativas de los analistas sobre el avance en el corto plazo de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas se revisaron, en general, al alza durante el cuarto trimestre. La tasa esperada de crecimiento de los resultados a largo plazo, por su parte, continuó en valores relativamente elevados, si bien se redujo ligeramente.

5.4 Las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP durante el tercer trimestre de 2004 fue positivo, de modo que, en términos acumulados de un año, se incrementó su ahorro financiero hasta situarse en el 0,7% del PIB, tres décimas por encima del registro de junio (véase gráfico 31). Las menores necesidades de financiación se reflejaron en una nueva amortización neta de valores a corto plazo, al tiempo que las emisiones netas positivas de deuda a medio y largo plazo por valor del 1,4% del PIB permitieron, ante la ausencia de un déficit que cubrir, un aumento de las posiciones activas en depósitos y de las operaciones de autocartera o de adquisición de deuda pública por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

El indicador que recoge la información sobre la carga financiera por intereses que soporta el sector refleja, durante el último trimestre, un nuevo descenso, hasta el entorno del 2,2% del PIB, menos de la mitad de lo registrado a mediados de los años noventa. Este descenso fue el resultado conjunto del retroceso en el volumen de pasivos en relación con el PIB y de la reducción del coste financiero asociado a este tipo de deuda.

5.5 El resto del mundo

El saldo deudor de las operaciones financieras de la nación aumentó entre julio y septiembre y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 3,9% del PIB, siete décimas por encima de lo observado en el trimestre previo. Este deterioro fue el resultado de las mayores necesidades de financiación de sociedades no financieras y hogares, que no pudieron ser compensadas por el aumento del saldo acreedor de las Administraciones Públicas. El ahorro financiero de las instituciones financieras no experimentó cambios significativos (véase cuadro 5).

La adquisición neta de activos exteriores supuso un 10,6% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 13,6% del trimestre previo (véase cuadro 7). Este retroceso fue, no obstante, heterogéneo por instrumentos. Así, los flujos correspondientes a efectivo y depósitos y a créditos concedidos aumentaron, mientras que los materializados en valores mobiliarios tanto de renta fija como de renta variable experimentaron un descenso acusado. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta octubre, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se contrajo en más de un 80% respecto al mismo período del año anterior, mientras que la inversión en cartera se aceleró con respecto a 2003.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos se situaron, en términos acumulados de doce meses, en el 14,5% del PIB, frente al 16,7% del trimestre anterior. Este descenso resultó principalmente del comportamiento de los depósitos y, en menor medida, de los créditos captados. De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España se redujo moderadamente, mientras que la inversión en cartera lo hizo de forma más acusada durante los diez primeros meses de 2004, en relación con el mismo período del año anterior.

Finalmente, de acuerdo con la información provisional disponible, la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el tercer trimestre de 2004, en el 41,6% del PIB, lo que supone un deterioro de 3,1 pp frente a la situación de diciembre de 2003 (véase cuadro 8).

25.1.2005.

LA DEPENDENCIA DEL PETRÓLEO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y DE LA UEM

La dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM

Este artículo ha sido elaborado por Noelia Jiménez y Xavier Torres, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

En 2004, el precio del petróleo mantuvo la tendencia alcista iniciada a mediados de 2003, de forma que la cotización en dólares del barril Brent alcanzó, a mediados de octubre, una cota máxima de 52 dólares. Posteriormente, el precio se moderó y se estabilizó en niveles en torno a los 40 dólares. En el promedio del año 2004, el precio del petróleo en dólares alcanzó un incremento del 32,5%, aunque en términos de la moneda común el crecimiento fue inferior (del 20,9%), debido a la apreciación del euro.

Los movimientos del precio del crudo afectan al crecimiento y a la inflación de las economías a través de distintos canales¹. Un aumento exógeno de esta variable da lugar a un deterioro inmediato de la renta real de los consumidores en los países importadores netos de petróleo, que conlleva una contracción de la demanda doméstica, en términos agregados².

Por otra parte, dado el considerable peso del petróleo y de sus derivados en los consumos intermedios de las empresas, su encarecimiento supone un incremento de costes, que conlleva una presión adicional a la baja sobre la actividad y al alza sobre los precios de los bienes finales. Además, la elevación general de los precios y la contracción del crecimiento económico pueden verse intensificadas en el caso de que los trabajadores eleven sus demandas salariales para paliar la pérdida de poder adquisitivo, derivada de la subida de precios del petróleo. La importancia de estos efectos de oferta dependerá de factores como la sustituibilidad del petróleo en los procesos productivos y el grado de competencia en los mercados.

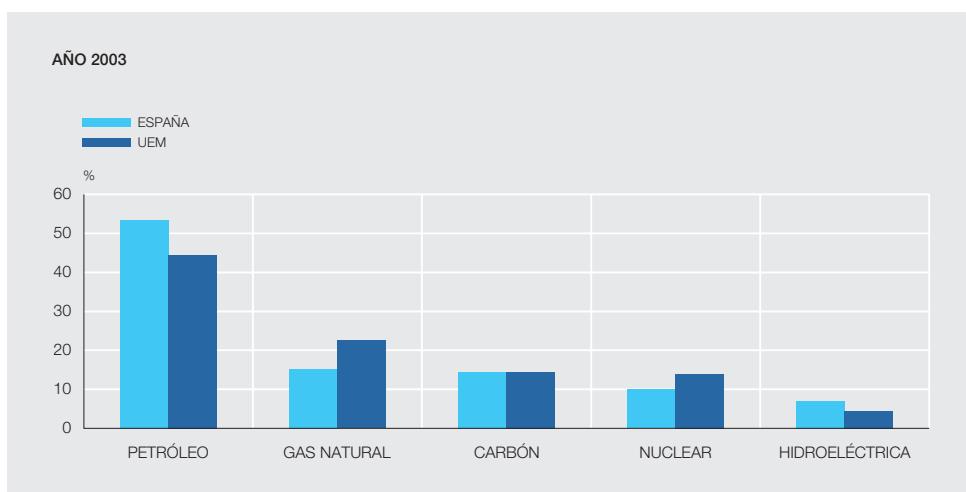
La magnitud de los efectos de demanda y de oferta derivados de cambios en el precio del petróleo dependerá, además, de la intensidad y la eficiencia con las que se utilicen los productos petrolíferos. En este sentido, es importante diferenciar entre el empleo de dichos productos para consumo final o como consumos intermedios y, en este segundo caso, separar los comportamientos diferenciales debidos a la composición sectorial de valor añadido, de los relacionados con distintas intensidades de uso de los productos petrolíferos en cada sector o actividad (atribuibles al grado de eficiencia energética).

El objetivo de este artículo es revisar la evidencia disponible sobre la dependencia del petróleo de la economía española y compararla con la del conjunto del área del euro. Para ello, en la segunda sección se ilustra brevemente la evolución del consumo de petróleo en la economía española y en la zona del euro, en términos agregados. A continuación, en la tercera sección se analiza la dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM desde una óptica desagregada, valorando en qué medida su evolución ha sido consecuencia de cambios en la composición del valor añadido o de mejoras en la eficiencia energética de los sectores productivos. En la última sección se concluye.

Dependencia del petróleo

Al igual que ocurre en la mayor parte de las economías desarrolladas, el petróleo es la fuente de energía primaria³ más utilizada en España (véase gráfico 1). En 2003 supuso un 53,4% del

1. Para un análisis detallado de la evolución del mercado del petróleo en el año 2004 y de los canales de transmisión de un shock petrolífero, véase Ruiz (2004). 2. Para una estimación de la magnitud de estos efectos en España y en el área del euro, véanse Estrada et al. (2004) y BCE (2004). 3. Se denominan «primarias» aquellas fuentes de energía que, sin transformación previa, se utilizan para consumo final o para su transformación.



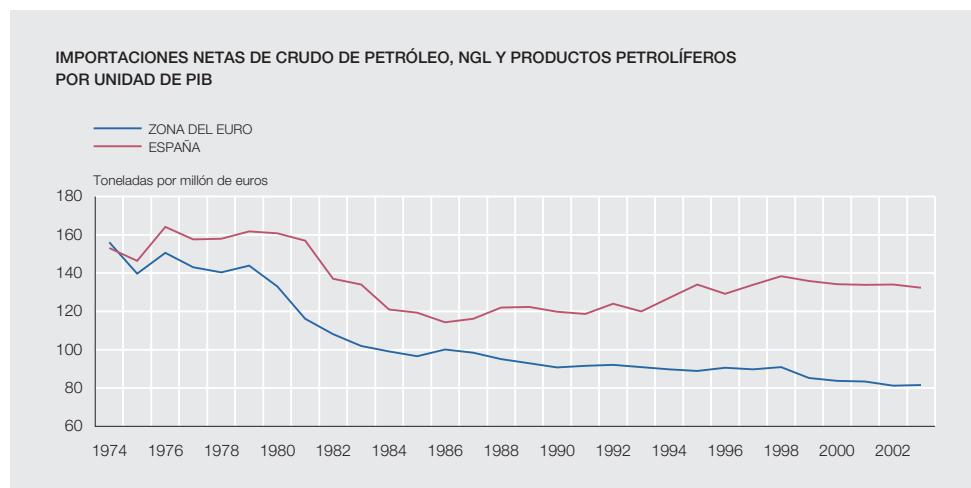
FUENTE: Agencia Internacional de la Energía.

total de consumo de energía primaria, seguido en importancia por el gas natural (15,2%), el carbón (14,6%), la energía nuclear (9,9%) y la energía hidroeléctrica (7%). Esta dependencia del petróleo y de sus derivados es superior a la que se observa en la mayoría de economías de la UEM (excepto Grecia, Portugal e Irlanda), así como en otros países avanzados, como EEUU, Reino Unido o Japón. El mayor peso del petróleo —y, en menor medida, de la energía hidroeléctrica— respecto a la UEM se compensa con una menor presencia del gas natural y de la energía nuclear⁴ respecto al promedio de los países del área del euro, mientras que el grado de utilización del carbón se mantiene en niveles muy similares.

En el caso concreto del petróleo, el peso de la economía española en el consumo mundial se ha incrementado notablemente en los últimos años, pasando de un 1,6% en 1993 a un 2,1% en 2003. Este incremento se produjo en un contexto de moderación en la utilización de esta fuente de energía por parte de las principales economías desarrolladas, una tendencia que se ha mantenido de manera continuada desde el primer *shock* del petróleo y a la que han contribuido los cambios observados en la composición de la producción —en la que han ganado preponderancia los sectores que utilizan menos intensivamente el petróleo, como los servicios—, el desarrollo de tecnologías que utilizan más eficientemente el petróleo y el incremento de la importancia relativa de otras fuentes de energía primaria, en particular, del gas natural. En el gráfico 2 se compara la dependencia energética de la economía española, aproximada por el cociente entre las importaciones netas de crudo de petróleo, productos petrolíferos y gases no licuados y el PIB, con la del área del euro. En el caso español, esta ratio se redujo de manera acusada en la década de los años ochenta. Sin embargo, tras estabilizarse a finales de ese período, se incrementó de nuevo en la década de los años noventa⁵, en contraste con los países del área del euro, donde el proceso de reducción de la dependencia energética se ha mantenido hasta la actualidad⁶.

Dado que tanto España como el área del euro son economías importadoras netas de petróleo, incrementos del precio del petróleo suponen un deterioro del componente energético de su balanza comercial. Como se observa en el gráfico 3, donde se representa la

4. Con todo, el peso de la energía nuclear como fuente de energía primaria en España es superior al promedio de la UEM cuando se excluye Francia, donde esta fuente de energía representa el 38,3% del total. 5. Si se tienen en cuenta solamente el crudo de petróleo y los gases no licuados, la dependencia continuó descendiendo a lo largo de todo el período considerado. 6. Las conclusiones en términos de evolución a lo largo del tiempo y de comparación entre España y la UEM son similares si se analiza el consumo final de petróleo y sus derivados.



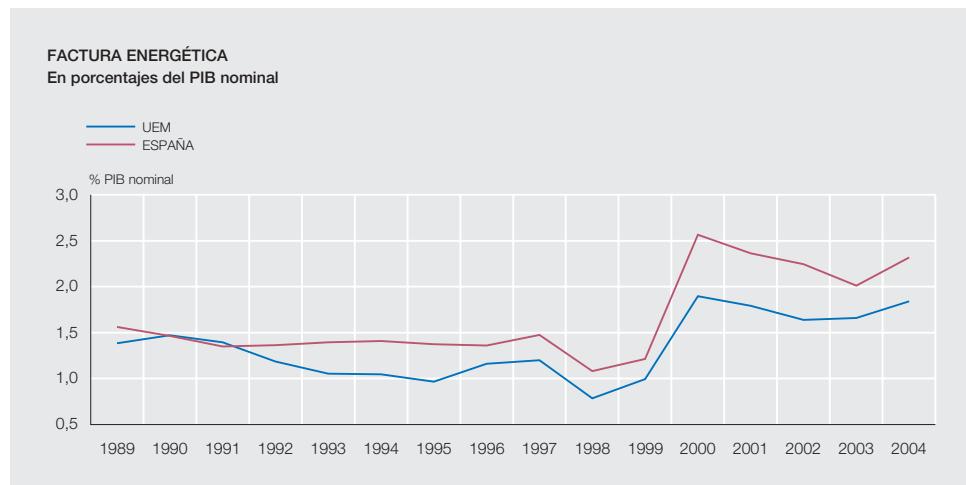
FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, OCDE, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

evolución de sus importaciones netas de productos energéticos como porcentaje del PIB nominal, la factura energética de la economía española alcanzó un mínimo histórico en el año 1998 —coincidiendo con el período de mayor moderación del precio del petróleo—, llegando a situarse en un 1,1% del PIB. Sin embargo, la apreciación del dólar y el aumento del precio del crudo supusieron un rápido incremento de esta ratio, que llegó a situarse en el 2,6% del PIB en el año 2000, para moderarse ligeramente de nuevo en los años posteriores, hasta niveles en torno al 2%, claramente superiores a los del promedio de los años noventa. Como puede apreciarse en el gráfico 3, el aumento del precio del petróleo en 2004 se tradujo en un incremento de la factura energética que se estima en 0,3 puntos porcentuales de PIB. La evolución de esta variable en el área del euro en el mismo período tuvo un perfil similar, aunque se mantuvo en niveles inferiores, especialmente en los últimos años, situándose en 2004 en el 1,8% del PIB, cinco décimas por debajo de la española.

Análisis desagregado de la dependencia energética

El análisis anterior muestra que la dependencia del petróleo de la economía española es superior a la de las principales economías de su entorno y que, aunque la distancia se ha reducido en las dos últimas décadas, la tendencia al acercamiento parece haberse invertido en el período más reciente. Con todo, para valorar la exposición de la economía española a cambios en los precios del petróleo resulta útil analizar la dependencia de esta fuente de energía desde una óptica más desagregada. Como se ha comentado en la introducción, el petróleo y sus productos derivados pueden constituir tanto un bien de consumo final, que los consumidores utilizan para su transporte privado o para usos residenciales, como un *input* en los procesos productivos de casi todas las ramas de actividad. El impacto de los distintos canales —de oferta y de demanda— sobre una economía será distinto dependiendo de en qué usos se concentre en mayor medida el consumo de petróleo.

La herramienta que, en principio, resulta más adecuada para tratar de distinguir entre demanda final e intermedia de petróleo y productos petrolíferos son las tablas *input-output* de la economía. Sin embargo, la utilización de esta fuente conlleva algunos problemas, como son el retraso con el que están disponibles estas estadísticas y el elevado grado de agregación del sector energético (que incluye conceptos como los combustibles nucleares). Una fuente de información alternativa sobre consumo de petróleo son los balances energéticos que elabora



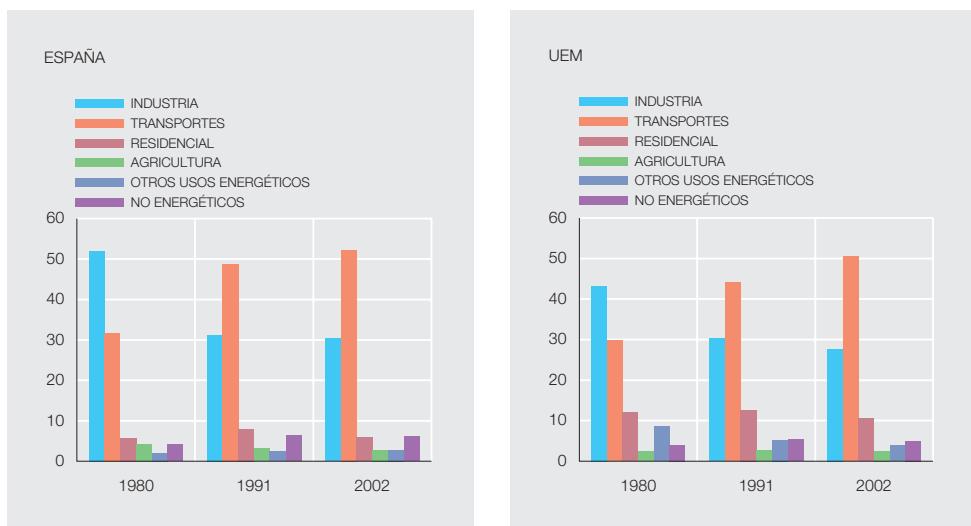
FUENTES: Eurostat, Departamento de Aduanas y Banco de España.

la Agencia Internacional de la Energía⁷ (IEA según sus siglas en inglés), que proporciona datos acerca de la producción, las importaciones netas y la utilización de crudo de petróleo y de productos petrolíferos, expresados en magnitudes reales⁸. Esta fuente permite distinguir entre el consumo de productos derivados del petróleo realizado por la industria, el dedicado al transporte (incluyendo tanto el gasto de los hogares como el de las empresas)⁹, el destinado a otros usos energéticos, como los residenciales (por ejemplo, para calefacción), y, por último, el de usos distintos del energético. Respecto a los consumos intermedios de las empresas, esta fuente permite analizar el consumo de petróleo (para usos distintos del transporte) de la mayor parte de los sectores manufactureros de la economía.

El análisis de los datos de la IEA muestra que en las principales economías desarrolladas se ha producido en los últimos años un incremento muy notable del porcentaje del consumo de productos petrolíferos destinados al transporte, mientras que el porcentaje dirigido a usos industriales se ha reducido drásticamente. Así, en el caso de España, en el año 1980 el 54,1% del petróleo se destinaba a los sectores transformadores del petróleo y a las manufacturas, cifra que se ha ido reduciendo a lo largo del tiempo, hasta situarse en el 30,3% en el año 2002 (véase gráfico 4). En el lado opuesto se sitúa el consumo de productos derivados del petróleo para el transporte, que pasó de representar el 30,3% en 1980 a suponer el 52,2% del total en 2002. Por su parte, el consumo dedicado a otros usos se ha mantenido estable, dado que en el sector agrícola permaneció relativamente estancado y que, en el caso de los usos residenciales, el aumento en el consumo de energía se ha traducido, en gran medida, en una utilización creciente del gas natural. Una evolución similar puede observarse en el caso de la UEM en el mismo período, con un claro retroceso del consumo de petróleo por parte de la industria (del 43,1% al 27,7% del total) y un incremento del porcentaje dedicado a transporte (del 25,8% al 50,4%).

A estos cambios han contribuido tanto las variaciones en la composición de la estructura productiva como las ganancias de eficiencia en el uso de la energía por parte de los sectores

7. Esta base de datos ha permitido obtener información de las economías de la OCDE desde 1980. 8. La metodología IEA permite comparar fuentes de energía distintas mediante una tabla de equivalencias basada en su poder calorífico. Ello permite expresar volúmenes de cualquier fuente de energía primaria en términos de «toneladas equivalentes de petróleo». 9. Desafortunadamente, esta fuente de información no permite diferenciar de manera exacta el consumo final de los hogares de los consumos intermedios de las empresas, dado que en el caso de los combustibles para transporte no se distinguen los consumos realizados por cada uno de estos agentes.



FUENTE: Agencia Internacional de la Energía.

manufactureros y por parte de las actividades orientadas al transporte, factores que se analizan a continuación.

ESTRUCTURA PRODUCTIVA

Uno de los factores que podría explicar las tendencias de largo plazo que se acaban de comentar son los cambios en la estructura productiva de las economías. En particular, en los países desarrollados se ha producido, en las últimas décadas, una creciente terciarización de la actividad económica, de forma que, tanto en España como en la UEM, el peso de las ramas que componen los servicios se ha incrementado y el de la industria se ha reducido. El cuadro 1 refleja este proceso para el período comprendido entre 1980 y 2002, aunque se observa que en el caso español el retroceso de la industria se concentró en la primera parte de este período. Sin embargo, el incremento del peso del sector servicios no significa necesariamente una reducción de la intensidad energética de la producción. De hecho, cuando se analizan estas tendencias con mayor grado de desagregación se observa que la ganancia de peso de los servicios en el período considerado se debió en gran medida al avance de los servicios de transporte, cuyo uso de productos derivados del petróleo supera al de la mayoría de sectores industriales¹⁰. Tanto en España como en la UEM, este sector fue responsable de más del 50% del incremento del peso relativo del sector servicios.

Como se recoge en el cuadro 1, la composición del valor añadido atendiendo a la intensidad de uso de petróleo de las distintas actividades productivas¹¹ revela que el mayor consumo de petróleo en España, en comparación con la UEM, es debido, en parte, a las diferencias en la estructura productiva. En particular, se observa que en España tienen un mayor peso las actividades de intensidad energética elevada (servicios de transporte y electricidad, gas y agua) y media (actividades agrícolas), mientras que la importancia de los sectores de intensidad energética baja, en especial, de los servicios distintos de los de transporte, es considerablemente menor.

10. En 1995 los productos energéticos supusieron el 9,3% de los consumos intermedios de este sector. Este porcentaje solamente fue superado, además de por el sector de refino, por el sector de producción y distribución de electricidad, gas y agua. **11.** Para ello se ha utilizado la tabla *input-output* de la economía española correspondiente al año 1995. Se han considerado sectores de intensidad alta aquellos en los que los *inputs* energéticos supusieron en ese año más de un 5% de los consumos intermedios totales; de intensidad media si el porcentaje se situó entre el 1% y el 5%; se incluye el resto de los sectores en el grupo de intensidad energética baja.

PESO DE LOS DISTINTOS SECTORES EN EL VALOR AÑADIDO TOTAL
Según intensidad energética (a)

CUADRO 1

	ESPAÑA			UEM		
	1980	1991	2002	1980	1991	2002
Manufacturas	20,8	18,8	18,7	23,9	21,8	19,8
Servicios	62,6	64,5	65,5	62,1	66,2	69,0
Otros	16,6	16,6	15,8	13,8	11,9	10,3
Intensidad energética alta	12,6	12,3	14,2	10,6	11,0	12,9
<i>Manufacturas intensidad alta</i>	2,4	2,2	2,1	2,8	2,4	2,4
<i>Servicios de transporte</i>	7,5	7,2	9,0	5,6	6,3	8,1
<i>Electricidad, gas y agua</i>	2,7	2,9	3,1	2,3	2,4	2,4
Intensidad energética media	11,4	10,0	9,3	8,9	8,1	7,4
<i>Agricultura</i>	5,3	4,9	4,0	3,0	2,6	2,5
<i>Minería</i>	0,7	0,6	0,4	0,8	0,6	0,3
<i>Manufacturas intensidad media</i>	5,4	4,6	4,9	5,1	4,9	4,5
Intensidad energética baja	76,0	77,6	76,5	80,3	80,9	78,9
<i>Manufacturas intensidad baja</i>	13,0	12,0	11,7	16,1	14,5	12,8
<i>Construcción</i>	7,8	8,2	8,3	7,7	6,4	5,1
<i>Servicios excepto transporte</i>	55,1	57,3	56,5	56,6	60,0	60,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Eurostat.

a. Las manufacturas de intensidad energética alta incluyen coquerías, refino de petróleo y sector químico; las manufacturas de intensidad energética media comprenden caucho y materias plásticas, otros minerales no metálicos y metales básicos. Finalmente, las manufacturas de intensidad energética baja incluyen el resto de sectores manufactureros.

En cuanto a la evolución temporal de la composición del valor añadido, entre 1980 y 1991 se produjo una ligera disminución del peso de los sectores que utilizan más intensivamente el petróleo y un acusado descenso de los sectores de intensidad media (entre los que cabe destacar el sector metalúrgico, cuyo peso en el valor añadido agregado pasó del 3% al 2,4% del total), al tiempo que hubo un incremento del peso de los sectores que utilizan el petróleo en menor medida. En cambio, en el período 1991-2002 esta tendencia se invirtió, al aumentar el peso de los sectores más intensivos en petróleo y derivados —fundamentalmente, los servicios de transporte— y reducirse la importancia de los sectores manufactureros y de servicios que consumen petróleo en menor medida. Por lo tanto, los cambios en la composición sectorial de la actividad podrían ayudar a explicar el perfil de la intensidad de uso del petróleo descrito en el epígrafe anterior, con una reducción en la década de los ochenta y un incremento en los años posteriores.

Sin embargo, dichos cambios no permiten explicar la evolución diferencial entre España y la UEM, ya que en esta segunda área el comportamiento sectorial fue, en términos de variaciones, relativamente similar al observado en el caso español. Por ello, las diferencias en la evolución entre España y la UEM deben explicarse en función de otros factores, entre los que podrían encontrarse una mejora relativa de la eficiencia energética de las empresas en la UEM o un mayor incremento del uso del petróleo para consumo final en el caso de la economía española.

EFICIENCIA ENERGÉTICA
DE LOS SECTORES
MANUFACTUREROS

Atendiendo a las ramas para las que se dispone de información, en el año 2002 las ramas manufactureras consumían, en promedio, un 47,5% más de petróleo por unidad de valor añadido en España que en la UEM (véase cuadro 2). Como se ha visto anteriormente, parte

	RATIO CONSUMO DE PRODUCTOS PETROLÍFEROS/VALOR AÑADIDO (a)						CRECIMIENTO DE LA RATIO CONSUMO DE PETRÓLEO/VALOR AÑADIDO			
	ESPAÑA			UEM			ESPAÑA		UEM	
	1980	1991	2002	1980	1991	2002	80-91	91-02	80-91	91-02
Alimentos, etc.	129,6	65,9	44,7	220,6	90,0	59,4	-49,1%	-32,2%	-59,2%	-34,0%
Papel, etc.	150,3	51,1	34,2	75,1	30,3	16,4	-66,0%	-33,1%	-59,7%	-45,9%
Textil, cuero y calzado	82,0	38,2	26,3	64,4	32,1	17,2	-53,4%	-31,1%	-50,2%	-46,5%
Química y petroquímica	473,4	341,8	365,0	389,2	303,9	283,8	-27,8%	6,8%	-21,9%	-6,6%
Minerales no metálicos	768,1	293,4	277,2	316,8	162,4	157,5	-61,8%	-5,5%	-48,7%	-3,0%
Metales básicos	472,7	181,2	150,9	224,4	72,3	43,6	-61,7%	-16,7%	-67,8%	-39,7%
Maquinaria	37,9	23,2	16,7	19,2	11,7	7,5	-38,9%	-27,9%	-39,1%	-35,9%
Material de transporte	32,6	13,3	15,3	23,4	8,7	6,8	-59,2%	15,5%	-62,6%	-22,8%
TOTAL MANUFACTURAS	251,3	127,8	123,5	150,5	92,6	83,7	-49,1%	-3,4%	-38,4%	-9,6%

FUENTES: Agencia Internacional de la Energía y OCDE.

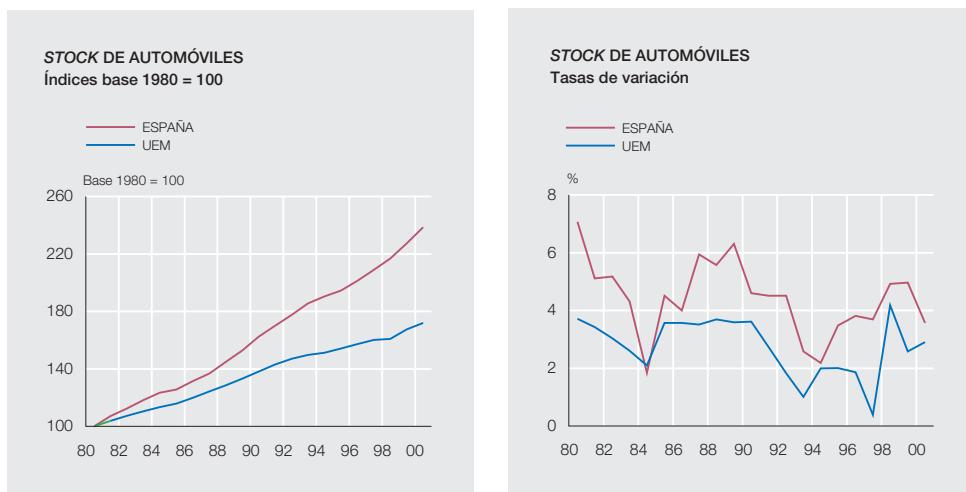
a. El consumo de productos petrolíferos se expresa en toneladas de petróleo equivalentes; el valor añadido, en millones de euros a precios de 1995.

de esta desigualdad puede explicarse por las diferencias en la composición del valor añadido. Sin embargo, el análisis por ramas de actividad revela que en todas ellas, excepto en la de alimentos, bebidas y tabaco, la eficiencia en el uso del petróleo es relativamente menor en España. En una perspectiva temporal, la eficiencia energética de la industria española aumentó considerablemente a lo largo del período considerado, al reducirse la ratio de dependencia en un 52,5% desde 1980. Esta evolución fue muy similar a la registrada en el promedio de los países de la UEM (donde se redujo en un 48%). Sin embargo, al considerar los dos subperíodos anteriormente analizados, se observa que en el caso español casi toda la mejoría en la eficiencia energética se produjo en la década de los ochenta, período en el que el uso de energía se redujo de manera notable en todos los sectores. En cambio, entre 1991 y 2002 la reducción del consumo de petróleo fue mucho menos acusada, e incluso en algunos sectores, como el químico y petroquímico y el de material de transporte, aumentó. Esta evolución contrasta con la observada para el conjunto de la UEM, donde la reducción del consumo de petróleo por unidad de valor añadido fue mucho menos acusada en el primer subperíodo, pero continuó en la década de los años noventa, con una reducción de la dependencia energética de todos los sectores.

Por lo tanto, este análisis revela que, partiendo de unos niveles de eficiencia en la utilización de petróleo claramente inferiores a los del conjunto de países de la UEM, España se aproximó a la situación de estos países a lo largo de la década de los ochenta. Sin embargo, las ganancias de eficiencia en la industria manufacturera española fueron más lentas en los años noventa, dando lugar a una nueva apertura de la divergencia frente a la UEM, en términos agregados.

EL CONSUMO DE PETRÓLEO EN EL SECTOR TRANSPORTES

Como se ha mencionado anteriormente, en las últimas décadas el consumo de productos derivados de petróleo para el transporte, tanto por parte de las empresas como por parte de los hogares, ha crecido de manera mucho más acusada que el consumo destinado a otros usos. De hecho, entre 1980 y 2002, este tipo de consumo se incrementó en un 119% en España, por un 83% en el caso de la UEM, mientras que, en el mismo período, el consumo



FUENTES: INE y Eurostat.

total final de productos petrolíferos aumentó un 51% y un 8%, respectivamente. Como se ha visto anteriormente, parte del incremento del consumo de estos productos se explica por la creciente importancia del sector servicios de transporte en la actividad. Sin embargo, como muestra el cuadro 1, este es un fenómeno común en España y en la UEM: incluso el incremento que se produjo en la UEM fue de mayor magnitud. Por lo tanto, aun teniendo en cuenta las notables mejoras diferenciales en la eficiencia energética del sector servicios de transporte en la UEM, en relación con España, este factor no parece suficiente por sí solo para explicar el mayor crecimiento del consumo de productos petrolíferos para transporte en el caso español.

Otro factor que, sin duda, ha impulsado el incremento del consumo de combustibles para transporte ha sido el notable aumento del consumo por parte de los hogares. A ello ha contribuido la intensa expansión del parque automovilístico en España, que se incrementó en un 155,3% entre 1980 y 2001, un ritmo que dobló al del promedio del área del euro durante el mismo período (78,2%), debido a la mayor vida media de estos vehículos en nuestro país y, sobre todo, al gran dinamismo de las matriculaciones de vehículos. Como puede apreciarse en el gráfico 5, el stock de automóviles se incrementó en España a un ritmo superior al de la UEM durante todo el período considerado, aunque dicha diferencia se hizo más aguda en la década de los noventa, especialmente en su segunda mitad. Esta evolución es coherente con el mayor dinamismo de la economía española, dada la elevada elasticidad respecto a la renta del consumo de bienes duraderos, en general, y de los automóviles, en particular. De hecho, el gasto de los hogares presenta un perfil similar: según los datos de presupuestos familiares de Eurostat, en el año 1988 los hogares españoles dedicaron a los combustibles y lubricantes para el transporte privado la misma proporción de su gasto total que los del promedio del área del euro, un 3,2%, mientras que una década después, en 1999, esta proporción había aumentado al 4% en nuestro país, frente al 3,8% de la UEM en su conjunto¹².

Conclusiones

El análisis realizado muestra que, en términos agregados, la dependencia de la economía española, medida en términos de consumo de petróleo y sus derivados sobre el PIB, se sitúa en niveles superiores a los que registran las economías de su entorno. Aunque la dependencia

12. De hecho, dado que la carga impositiva sobre estos productos durante dicho período fue significativamente menor en España que en el promedio de la UEM, este dato refleja un diferencial todavía más acusado en el crecimiento de su consumo.

energética se redujo notablemente en la década de los ochenta, lo que permitió que se aproximara a los niveles de dependencia energética de los países del área del euro, en la década de los noventa esa tendencia se invirtió.

El análisis desagregado muestra que la estructura productiva española contribuye a explicar parcialmente la mayor intensidad de uso del petróleo y es coherente con su evolución temporal en términos agregados, pero no resulta útil para interpretar el comportamiento diferencial con el área del euro, dada la similitud de los movimientos en la estructura del valor añadido.

Por otra parte, el análisis de la eficiencia de los sectores manufactureros —aproximada por la ratio entre consumo de petróleo y valor añadido— muestra que en la década de los ochenta, tras la segunda crisis del petróleo, se produjo una notable mejora en la eficiencia energética de las tecnologías de producción de las empresas españolas, que, sin embargo, se frenó en la década de los noventa, en un contexto de precios del petróleo históricamente bajos. En la medida en que el avance, en términos de eficiencia, en esta década fue mayor en el área del euro, este factor contribuye a explicar la divergencia en términos agregados anteriormente mencionada.

Por último, tanto el mayor peso del sector servicios de transporte, como el fuerte incremento del stock de automóviles en España, son coherentes con el significativo aumento del consumo de combustibles para el transporte. Sin embargo, solamente el último de estos factores parece explicar el mayor crecimiento del consumo de estos productos en España respecto al área del euro.

18.1.2005.

BIBLIOGRAFÍA

BCE (2004). «Oil prices and the Euro Area economy», *Boletín Mensual*, noviembre.

ESTRADA, A., et al. (2004). *A quarterly macroeconomic model of the Spanish economy*, Documento de Trabajo n.º 0413, Banco de España.

RUIZ, J. (2004). «Una valoración de la evolución reciente del precio del petróleo», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.

UN INDICADOR SINTÉTICO DE PRESIÓN FINANCIERA PARA LAS EMPRESAS
ESPAÑOLAS

Este artículo ha sido elaborado por Jorge Martínez Pagés, del Servicio de Estudios, y Francisco J. Delgado, de Instituciones Financieras¹.

Introducción

En los últimos años, se viene prestando una atención creciente a las potenciales implicaciones macroeconómicas de la situación financiera de las sociedades y los hogares². Así, por ejemplo, la literatura sobre el denominado acelerador financiero [véase Bernanke et al. (1999)] analiza la influencia de los movimientos en la posición financiera neta de los agentes sobre sus decisiones de gasto, que pueden terminar generando un efecto amplificador del propio ciclo económico. Por otra parte, las situaciones de debilidad o presión financiera dentro del sector privado pueden también acabar traduciéndose en impagos o pérdidas del valor de los activos, que podrían debilitar la posición y estabilidad del sistema bancario.

En el caso de las empresas no financieras, en las que se centra este artículo, se han señalado en la literatura múltiples medidas para caracterizar su situación financiera (capitalización, rentabilidad, endeudamiento, liquidez, etc.). Ahora bien, siempre que existen varios indicadores para un mismo fenómeno, estos pueden emitir señales diferentes, por lo que es importante disponer de herramientas que permitan extraer un único mensaje de todos ellos. Esto implica la necesidad de algún tipo de agregación. En Hernando y Martínez-Carrascal (2003) se presentan dos medidas concretas para el caso de las sociedades españolas, que ponderan diversas ratios financieras de acuerdo con su poder explicativo sobre la evolución de la inversión y el empleo³. En este artículo se plantea una medida alternativa basada en ponderar los distintos indicadores en función de su capacidad para predecir situaciones futuras de impago por parte de la empresa. Por un lado, cabe esperar que aquellas empresas próximas a suspender pagos o con una probabilidad elevada de hacerlo se vean más condicionadas en sus decisiones reales por su situación financiera. Pero, además, la medida así construida constituye un indicador de riesgo de crédito para los prestamistas del sector, con implicaciones, por tanto, no solo macroeconómicas sino también de estabilidad financiera.

Por otra parte, a la hora de agregar es importante considerar no solo el comportamiento medio de los indicadores, sino también su distribución entre empresas, puesto que en el análisis agregado la vulnerabilidad de algunas de ellas puede quedar enmascarada por la fortaleza de otras [véase, por ejemplo, Benito (2002)]. Por ello, la aproximación que se sigue en este artículo se basa en la estimación a nivel individual de la probabilidad de impago de una muestra significativa de sociedades españolas, a partir de una serie de indicadores contables⁴. La utilización de datos individuales permite no solo una calibración más precisa del contenido informativo de los distintos indicadores, sino que posibilita además el estudio de la distribución del grado de presión financiera entre las compañías de la muestra.

1. Este artículo resume los principales resultados del Documento de Trabajo n.º 0411, *A synthetic indicator of financial pressure for Spanish firms*, realizado por los autores junto con Andrew Benito, del Banco de Inglaterra. 2. En ausencia de imperfecciones en los mercados de capital, la posición financiera es teóricamente irrelevante. Sin embargo, en la práctica existen problemas de información asimétrica que justifican el que determinados agentes se encuentren sujetos a presiones financieras que limitan su capacidad de gasto. En los Boletines Económicos del Banco de España de noviembre de 2003 y noviembre y diciembre de 2004 se han publicado diversos artículos relacionados con este tema. 3. En Martínez-Carrascal (2004) se utiliza uno de esos indicadores como complemento del modelo macroeconómico trimestral del Banco de España para explicar la evolución reciente de la inversión agregada. 4. Véase Bunn y Redwood (2003) para una aproximación similar en el Reino Unido.

El resto de este artículo resume los resultados del ejercicio realizado, para lo cual se describen primero los datos utilizados; después se presentan los coeficientes estimados y las probabilidades de impago obtenidas; y, finalmente, se extraen unas breves conclusiones.

Descripción de los datos

La estimación se basa en el cruce de dos amplias bases de datos microeconómicos a disposición del Banco de España, lo que se realiza preservando en todo momento la confidencialidad respecto de la identidad de las empresas individuales. Por un lado, los datos contables se obtienen de la base de datos anual de la Central de Balances del Banco de España (CBA), para el período 1984-2001. Exceptuando los dos primeros años, en que la cobertura es algo menor, esta fuente comprende entre 7.000 y 8.000 sociedades no financieras para cada año, representando en torno al 35% del valor añadido total del sector. Como se comenta más adelante, existe un sesgo en la muestra hacia empresas grandes. Otras alternativas —como, por ejemplo, el uso de la información del Registro Mercantil— permitirían aumentar el número de compañías pequeñas y medianas, pero a costa de reducir el período disponible, lo que, en este caso, tendría un coste significativo. Dada la naturaleza cíclica de las probabilidades de impago, solo con una muestra amplia que incluya más de un ciclo económico es posible estimar con suficiente fiabilidad el efecto del descenso de los tipos de interés registrado en la última década.

Por otro lado, los datos de impagos se obtienen de la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España. Esta contiene información mensual de todos los créditos concedidos por entidades de crédito españolas por encima de un determinado límite, que, aunque ha variado en el tiempo, siempre ha sido bastante reducido. La información de la CIR incluye la situación de pago de cada crédito (normal, moroso, dudoso...), a partir de la cual en este artículo se ha considerado que una empresa está en «situación de impago» en el momento t cuando al menos el 10% del crédito total a dicha compañía tiene una calificación distinta de la normal en dicha fecha⁵. A efectos de la estimación, la situación de pago en la CIR en diciembre del año t+1 se relaciona con los datos contables en el año t, por lo que la muestra que se toma de la CIR comprende el período 1985-2002. Además, se distingue entre los nuevos impagos y aquellos de empresas que ya estaban en dicha situación el año anterior y permanecen en ella un año después.

La muestra final, después de cruzar las dos fuentes de información y de aplicar una serie de filtros y de transformaciones de los datos, comprende 80.721 observaciones de 17.935 empresas distintas a lo largo de 17 años (1985-2001). Del total, 1.839 observaciones (2,3%) corresponden a compañías en situación de impago, oscilando el número de estos en cada año entre 54 y 180. En definitiva, se trata de una muestra suficientemente significativa como para poder estimar razonablemente el contenido informativo de las diferentes variables.

Como primera aproximación, el cuadro 1 recoge el valor medio de una serie de indicadores de la situación financiera de la sociedad, distinguiendo en función de si, doce meses después, la misma se encontraba en situación normal, había pasado a situación de impago (nuevo impago) o ya había experimentado problemas de pagos con anterioridad. Como puede verse, las empresas que pasan a situación de impago presentan (un año antes) un mayor nivel de endeudamiento y de carga financiera; una menor rentabilidad del activo, crecimiento de las ventas y liquidez; y un mayor porcentaje de omisiones de pago de dividendos que las que se encontraban en situación normal de pago, si bien hay que señalar que existe una amplia dispersión dentro de cada grupo⁶.

5. Para una explicación, véase el Documento de Trabajo referenciado en la nota 1. 6. Véase Documento de Trabajo referenciado en la nota 1.

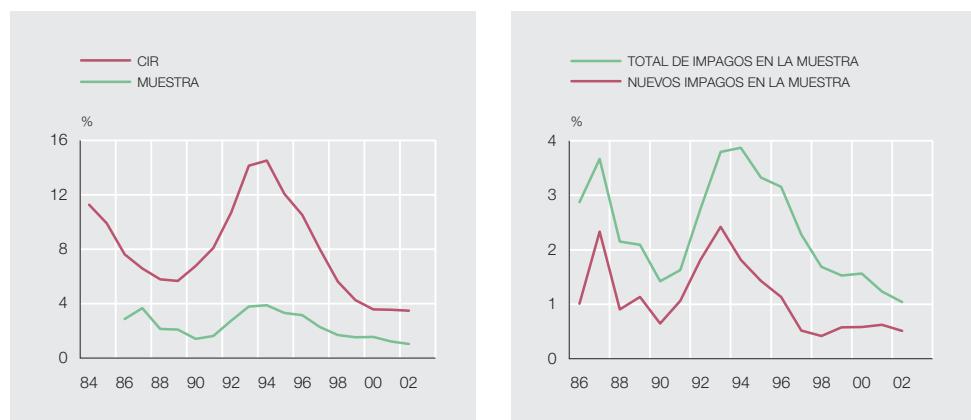
	%	Situación normal en t y t+1 (78.265 obs.)	Impago en t+1 pero no en t (841 obs.)	Impago en t (1.615 obs.)
Rentabilidad del activo	3,9	3,9	-2,9	-0,8
Liquidez sobre activos totales	5,7	5,7	2,7	2,8
Deuda no comercial sobre activos totales	23,2	23,2	38,2	38,4
Deuda comercial sobre activos totales	32,2	32,2	30,9	30,7
Deuda total sobre activos totales	55,6	55,6	69,4	69,5
Carga financiera	42,6	42,6	81,8	70,8
Omisión de dividendos (a)	71,5	71,5	90,1	93,6
Crecimiento real de las ventas	5,9	5,9	0,3	2,6
Tamaño (b)	35.340	35.340	24.580	32.234

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentaje de empresas que no pagan dividendo.
b. Volumen de ventas de la empresa en miles de euros constantes de 1995.

TASAS DE IMPAGO OBSERVADAS (a)

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

a. Número de empresas en situación de impago en t sobre el total.

El gráfico 1, por su parte, presenta en su panel izquierdo las tasas de impago observadas (porcentaje de empresas en situación de impago sobre el total) tanto en la muestra como en el conjunto de la CIR. Se observa claramente cómo la tasa registrada en la muestra es significativamente inferior, lo cual es resultado no solo del sesgo hacia las grandes empresas (generalmente, con menores tasas de impago) en la CBA, sino también de un sesgo dentro de la misma hacia las empresas pequeñas y medianas en una posición más sólida en detrimento de las más frágiles. Esto último, que se documenta con más detalle en el Documento de Trabajo que se resume en este artículo, explica que se estime un coeficiente positivo, contrario al esperado, para el tamaño de la empresa en las ecuaciones de impago. En cualquier caso, la evolución temporal de las tasas en uno y otro caso es muy similar, lo que tendería a confirmar la validez de la muestra obtenida para el fin que se persigue.

Es importante también señalar la diferencia entre los nuevos impagos y el total de los mismos (panel derecho del gráfico 1). La tasa de impagos totales es mayor y más persistente, debido

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	dF/dx (b)	t-ratio	dF/dx (b)	t-ratio	dF/dx (b)	t-ratio
Rentabilidad del activo	-0,0287	-8,57	—	—	—	—
Rentabilidad del activo < 0	—	—	0,0056	7,53	0,0050	7,10
Liquidez sobre activos totales	-0,0185	-4,19	—	—	—	—
Liquidez s/ activos totales < 2,5%	—	—	0,0032	6,57	0,0032	6,86
Deuda no comercial s/ activos totales	0,0103	8,18	0,0136	10,46	0,0135	10,87
Deuda comercial s/ activos totales	0,0049	3,94	0,0068	5,24	0,0071	5,66
Carga financiera	0,0091	11,47	—	—	—	—
Carga financiera al cubo	—	—	0,0078	11,32	0,0071	10,57
Omisión de dividendos	0,0018	3,14	0,0020	3,24	0,0021	3,45
Crecimiento real de las ventas	-0,0020	-2,62	-0,0020	-2,57	-0,0013	-1,68
Log. de tamaño (ventas reales)	0,0004	3,13	0,0004	2,77	0,0003	2,16
Empresa nueva (c)	0,0027	2,64	0,0024	2,32	—	—
Crecimiento del PIB real	—	—	—	—	-0,0283	-2,17
Tipo de interés nominal (d)	—	—	—	—	0,0301	4,33
Impulso en 1987	—	—	—	—	0,0080	6,59
Número de observaciones	75.373		75.373		75.373	
Log. verosimilitud	-3.829,14		-3.790,35		-3.759,49	
Pseudo-R2	0,133		0,141		0,148	

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los modelos incluyen variables ficticias de sector, que son conjuntamente significativas al 1%.

b. dF/dx es el efecto marginal sobre la probabilidad de impago de un incremento en una unidad en la correspondiente variable explicativa, evaluado para el valor medio muestral de las variables del modelo. Dada la no linealidad del modelo, este efecto solo es válido para variaciones pequeñas de la variable explicativa. En el caso de las variables ficticias, dF/dx es el efecto sobre la probabilidad de impago de pasar de un valor 0 a 1 en dicha variable ficticia.

c. Variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa fue creada hace cinco años o menos. Esta información solo está disponible desde 1992, lo que hace que la estimación de su efecto interfiera con las variables macroeconómicas, de ahí que no se incluya en el modelo 3.

d. Medida por la mediana del coste implícito (intereses/deuda) de la deuda de las empresas.

a que las empresas en situación de impago tienden a permanecer en la misma circunstancia un año después (en un 62% de los casos en la muestra). Dado el posible comportamiento diferencial de las ratios financieras de las empresas una vez en situación de impago (por ejemplo, como consecuencia de la suspensión de al menos parte de los pagos por intereses), para determinar las ponderaciones aplicables en la construcción de un indicador sintético de presión financiera resulta más informativo omitir del análisis en $t+1$ a aquellas sociedades que ya se encontraban en situación de impago en el momento t , es decir, concentrarse solo en los nuevos impagos⁷.

Resultados de las estimaciones

El cuadro 2 resume los principales resultados de la estimación de diversos modelos en los que la variable que se explica toma el valor 1 si la empresa se encuentra en situación de impago y 0 en caso contrario. Como variables explicativas se utilizan definiciones alternativas de rentabilidad, liquidez, endeudamiento, etc., así como un conjunto reducido de magnitudes macroeconómicas⁸.

7. Para algunos resultados con la tasa de impagos totales, véase el Documento de Trabajo de referencia. 8. En todos los casos, se incluye además, como variables explicativas, un conjunto de variables ficticias de sector, definidas igual que en Corcóstegui et al. (2003), las cuales resultan conjuntamente significativas al nivel de confianza del 1%.

El primer modelo presentado en el cuadro es un modelo estrictamente lineal y sin variables de carácter macroeconómico. En él, la carga financiera (intereses sobre resultado ordinario antes del pago de intereses) resulta ser la variable más significativa, aunque un número relativamente alto de otros indicadores son también significativos y todos ellos con el signo esperado (excepto el tamaño, por las razones ya comentadas en relación con la muestra de la CBA). A pesar de ello, el ajuste (medido por el estadístico pseudo-R2) no es muy alto, si bien esto es habitual en este tipo de modelos.

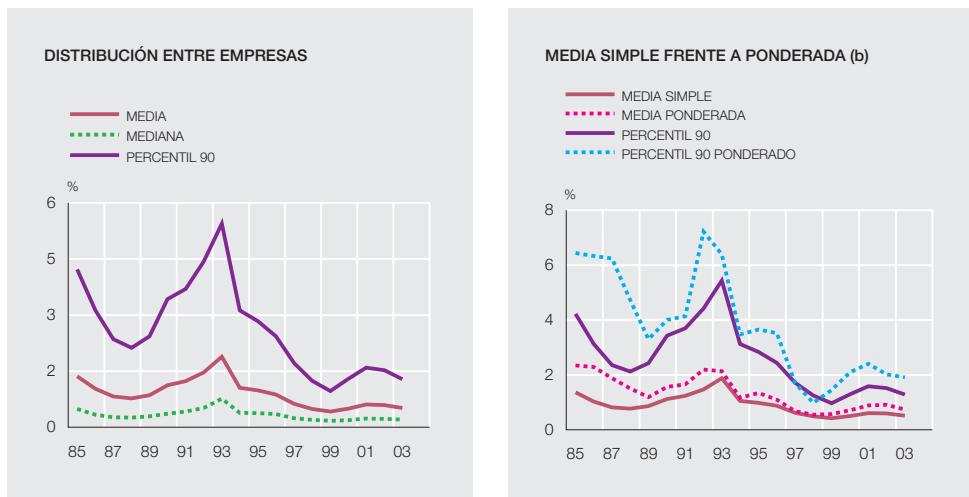
Los otros dos modelos constituyen extensiones que contribuyen a mejorar los resultados; primero, incorporando posibles no linealidades (modelo 2) y, después, añadiendo variables macroeconómicas (modelo 3). Así, cabe esperar que las relaciones entre las diversas ratios financieras y la probabilidad de impago sean no lineales. Por ejemplo, en términos de las implicaciones sobre la situación financiera de la empresa, no es lo mismo un descenso de la rentabilidad del activo del 8% al 5% que del 2% al -1%. Aunque en ambos casos el descenso es de 3 puntos porcentuales, en el primero la rentabilidad final sigue siendo elevada, mientras que en el segundo es negativa. El segundo modelo del cuadro 2 muestra cómo el ajuste de la ecuación mejora efectivamente cuando algunas de las ratios financieras se incorporan de forma no lineal, bien sea elevando la correspondiente variable al cubo o bien utilizando determinados umbrales.

En principio, no es obvio que la inclusión de variables macroeconómicas sea necesaria para mejorar el resultado de la ecuación, puesto que el modelo incluye ya sus consecuencias microeconómicas. Así, por ejemplo, el ciclo económico se reflejará en la evolución de las ventas de las empresas individuales y los movimientos en los tipos de interés tendrán su contrapartida en la carga financiera que afrontan las mismas. A pesar de ello, el crecimiento del PIB real y un tipo de interés nominal agregado resultan ser significativos cuando se incluyen en la ecuación (modelo 3). Aunque el ajuste global mejora solo ligeramente, el efecto de la inclusión de las variables macroeconómicas es evidente en el perfil temporal de las probabilidades de impago predichas, que resulta más próximo al de las tasas de impago observadas, capturando mejor tanto el elevado número de impagos en torno a 1993 como las reducidas tasas registradas desde 1998.

La contribución de las variables macro a la explicación de las probabilidades de impago de las empresas podría atribuirse a la existencia de externalidades y/o de factores adicionales relacionados con la evolución económica. Así, por ejemplo, en un contexto recesivo, con muchas empresas en dificultades y los posibles prestatarios menos propicios a asumir nuevos riesgos, es más probable que un determinado nivel de rentabilidad o endeudamiento de una compañía desemboque en impago de lo que lo sería en un entorno más favorable. Del mismo modo, un marco de inflación —y, consiguientemente, de tipos de interés nominales— más bajo puede influir positivamente sobre la capacidad de las empresas para endeudarse y de los prestatarios para conceder crédito.

Análisis de las probabilidades de impago estimadas

Las probabilidades de impago medias estimadas con el modelo 3 constituyen, además de una medida de riesgo de crédito, un indicador sintético del grado de presión financiera al que están sometidas las sociedades no financieras españolas, que pondera tanto variables microeconómicas como macroeconómicas. Ahora bien, desde el punto de vista de la estabilidad financiera y macroeconómica, tan importante o más que la situación agregada lo es la de las empresas en circunstancias financieras menos favorables. Por otra parte, una misma distribución de las probabilidades de impago tenderá a ser más preocupante si las compañías que presentan mayor riesgo de incumplimiento son grandes, con un volumen elevado de deuda, que si son pequeñas.



FUENTE: Banco de España.

a. Aplicando las estimaciones de la última columna del cuadro 2 a los datos más recientes de la CBA. Sin embargo, los efectos del impulso estimado en 1987 no se incluyen en ningún caso, por considerarlos específicos de la muestra utilizada, según se ve en el gráfico 1.

b. La media ponderada evalúa cada empresa en función del volumen de su deuda en relación con el total. El percentil 90 ponderado es el valor tal que un 90% de la deuda total está en empresas con una probabilidad de impago igual o inferior.

El panel izquierdo del gráfico 2⁹ muestra cómo las históricamente reducidas probabilidades de impago medias estimadas en la segunda mitad de los noventa estuvieron acompañadas también de una menor dispersión entre empresas, lo que se refleja en un descenso más marcado, desde 1993, en el percentil 90 de la distribución que en la media o la mediana. A partir del año 1999 se produce un ligero repunte temporal, nuevamente más acentuado en el caso del percentil 90, pero, aun así, los niveles de riesgo a finales de 2003 eran inferiores a los mínimos alcanzados en el período de expansión económica de 1987-1990. Asimismo, la información parcial disponible apunta hacia una reducción adicional en 2004 de los indicadores. El repunte observado entre 1999 y 2001 en el grado de presión financiera se debió, principalmente, al comportamiento desfavorable de la carga financiera, de la ratio de endeudamiento y del crecimiento del PIB, mientras que la diferencia entre el nivel de riesgo al final del período y en el mínimo cíclico anterior se debe, de acuerdo con el modelo, principalmente al descenso en el coste medio de la deuda¹⁰.

En relación con la diferente consideración de las empresas en función de su relevancia sistémica, Benito et al. (2001) definen el concepto de «deuda en riesgo» como el producto de la probabilidad de impago y el volumen de deuda de cada empresa. Agregando para todas ellas se obtiene una medida resumen, que toma en cuenta tanto el nivel de riesgo como la importancia sistémica del mismo. De acuerdo con esta medida, igual en el Reino Unido que en España, el riesgo tiende a concentrarse en un grupo reducido de grandes compañías que representan el grueso de la deuda en riesgo, no tanto por presentar mayores probabilidades de impago, como por acumular gran parte de la deuda total.

Cuando la deuda en riesgo se expresa en porcentaje de la deuda total, puede interpretarse a su vez como una probabilidad de impago media ponderada, en donde las ponderaciones son los pesos que supone la deuda de cada empresa sobre el total:

9. Los indicadores se han extendido a 2002 y 2003 utilizando las estimaciones del cuadro 2 y los datos más recientes de la CBA. 10. Aunque puede haber habido también otros factores no recogidos por el modelo, como puede ser la mejora en la gestión de riesgos por parte de los prestatarios y prestamistas.

$$\frac{DR_t}{D_t} = \frac{1}{D_t} \sum_{i=1}^N D_{it} \hat{p}_{it} = \sum_{i=1}^N \left(\frac{D_{it}}{D_t} \right) \hat{p}_{it}$$

En donde DR es la deuda en riesgo, D es el volumen de deuda y \hat{p} es la probabilidad de impago estimada. El panel derecho del gráfico 2 muestra la comparación entre esta medida y la probabilidad simple estimada, observándose que la media (y el percentil 90) ponderada se sitúa generalmente por encima de la simple. En términos generales, esto es resultado de la mayor probabilidad de impago de las empresas grandes en la muestra utilizada y, por tanto, posiblemente no extensible a un conjunto más amplio de empresas españolas. Sin embargo, desde 1998, el comportamiento divergente de ambas medidas se debe también, al menos en parte, a la evolución más desfavorable de las ratios financieras de las grandes empresas españolas en relación con el resto.

Conclusiones

Combinando la información de la Central del Balances Anual del Banco de España con la de la Central de Información de Riesgos, se ha estimado el contenido informativo de distintos indicadores financieros y macroeconómicos sobre la probabilidad de impago de los compromisos asociados a la deuda de las sociedades no financieras españolas. A partir de dichas estimaciones ha sido posible obtener una medida sintética del grado de presión financiera que enfrentan las empresas, útil por sus implicaciones sobre sus decisiones de inversión y empleo y sobre la estabilidad financiera. En su construcción, se ha puesto de manifiesto la importancia de tener en cuenta tanto la no linealidad del efecto de las variables financieras como el contenido informativo adicional de las variables macroeconómicas (tipos de interés y PIB) para explicar la evolución temporal de las tasas de impago observadas.

La utilización de datos individuales permite además analizar no solo la evolución media del sector, sino también su distribución y, en particular, el comportamiento específico de las empresas más vulnerables y de las más grandes. En relación con estas últimas, la utilización de un indicador que pondera las empresas según su volumen de deuda (deuda en riesgo en porcentaje de la deuda total) permite combinar la información sobre el riesgo de cada empresa con su importancia sistémica.

En relación con otros indicadores del grado de presión financiera sobre las empresas elaborados recientemente en el Banco de España [véase Hernando y Martínez-Carrascal (2003)], el aquí presentado tiene una relación menos inmediata con las decisiones reales de las empresas, puesto que no se calcula directamente en función de su impacto sobre las mismas. En contrapartida, incorpora un mayor número de variables financieras y no financieras potencialmente relevantes y guarda una relación más estrecha con la caracterización del riesgo de crédito que asumen los prestamistas de las sociedades no financieras españolas.

El análisis del comportamiento del indicador sintético estimado muestra que la situación financiera de las empresas españolas en los últimos años ha sido considerablemente más holgada que en el promedio del período considerado, como consecuencia, principalmente, del descenso acumulado en los tipos de interés. De este modo, al final de dicho período el indicador sintético se situó en un nivel próximo al de mínima presión financiera, que se alcanzó en 1999.

18.1.2005.

BIBLIOGRAFÍA

BENITO, A. (2002). «La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos macroeconómicos para el período 1985-2001», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.

BENITO, A., J. WHITLEY y G. YOUNG (2001). «Analysing corporate and household sector balance sheets», *Financial Stability Review*, Bank of England, diciembre.

BERNANKE, B., M. GERTLER y S. GILCHRIST (1999). «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, North Holland, Amsterdam.

BUNN, P., y V. REDWOOD (2003). *Company accounts based modelling of business failures and the implications for financial stability*, Working Paper n.º 210, Bank of England.

CORCÓSTEGUI, C., L. GONZÁLEZ-MOSQUERA, A. MARCELO y C. TRUCHARTE (2003). *Analysis of procyclical effects on capital requirements derived from a rating system*, mimeo, disponible en <http://www.bis.org/bcbs/events/wkshop0303>.

HERNANDO, I., y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2003). *The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data*, Documento de Trabajo n.º 0319, Banco de España.

MARTÍNEZ-CARRASCAL, C. (2004). «La presión financiera y el comportamiento reciente de la inversión productiva privada en España», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.

Este artículo ha sido elaborado por Alicia García Herrero y Juan Carlos Berganza¹, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

Introducción

Desde la segunda mitad de los años noventa, las economías emergentes han sufrido cambios muy bruscos en el coste del capital externo, acompañados en muchos casos de crisis financieras con un impacto muy negativo sobre el crecimiento económico. Por este motivo, se han realizado numerosos estudios sobre los determinantes del riesgo soberano. Uno de los principales es el tipo de cambio real, dada su elevada volatilidad en muchos países emergentes.

En los modelos de macroeconomía abierta convencionales, las depreciaciones del tipo de cambio real tienen un efecto expansivo, ya que reducen la demanda de bienes del exterior a favor de los bienes internos. En los últimos años se ha puesto en duda este efecto positivo por distintos motivos. Uno de los más importantes está relacionado con la teoría del acelerador financiero para una economía abierta [Gertler, Gilchrist y Natalucci (2003)], según la cual los efectos de balance derivados del aumento súbito del endeudamiento en moneda extranjera por una depreciación del tipo de cambio pueden reducir la inversión y/o aumentar el coste del capital, en presencia de imperfecciones financieras. El hecho de que este resultado teórico dependa de la existencia de imperfecciones financieras, además de la falta de consenso en la literatura teórica, hace necesario un análisis empírico para determinar el efecto neto de las depreciaciones reales sobre el riesgo soberano.

A pesar de la importancia del tema, especialmente para las autoridades de las economías emergentes, donde las fluctuaciones del tipo de cambio real son mayores, la literatura empírica es escasa. Además, la existente se basa en datos a nivel empresarial, por lo que no puede analizar el impacto agregado de las depreciaciones. Estos estudios microeconómicos no encuentran que los efectos de balance, derivados del aumento del endeudamiento externo tras una depreciación real, sean perjudiciales, pues se compensan con la mayor competitividad de las exportaciones en los mercados internacionales². Este resultado relativamente optimista debe ser matizado por varios motivos; uno de los más importantes es que, por disponibilidad de datos, solo incluyen el endeudamiento de grandes empresas, que suelen ser las que tienen más facilidad de acceso a las divisas, a través de las exportaciones, así como más posibilidades de cubrir sus posiciones en moneda extranjera.

Dos trabajos realizados en el Banco de España han analizado, a nivel macroeconómico, el impacto del tipo de cambio real sobre el riesgo soberano, con especial atención a los efectos de balance. En el primero³, se desarrolla un marco teórico sobre la relación entre el tipo de cambio real y el riesgo soberano, basado en las teorías del acelerador financiero, y se encuentra evidencia empírica de que los efectos de balance, derivados del aumento del servicio de la deuda externa tras una depreciación real, tienden a aumentar el riesgo soberano en las economías emergentes. En el segundo trabajo⁴, se extiende el análisis empírico en varias direcciones, tales como las circunstancias en las que las depreciaciones reales son perjudiciales para el riesgo soberano; los distintos canales de influencia de una depreciación real (efectos de balance y competitividad); si el efecto sobre el riesgo soberano es lineal y simétrico, y si

1. Este artículo resume los principales resultados del Documento de Trabajo n.º 0423 del Banco de España, publicado con el título *What makes balance sheet effects detrimental for the country risk premium?* 2. Forbes (2002), Bleakley y Cowan (2002), y Galindo, Panizza y Schiantarelli (2003). 3. Berganza, Chang y García Herrero (2003). 4. Berganza y García Herrero (2004).

**¿Son perjudiciales
los efectos de balance
y por qué?**

depende del grado de imperfecciones financieras, como se esperaría de la literatura del acelerador financiero, y, finalmente, si el régimen de tipo de cambio desempeña algún papel en la relación entre los efectos de balance y el riesgo soberano. En el siguiente apartado se analizan estas cuestiones de manera más detallada.

La primera pregunta, y la más general, a la que contestan estos trabajos empíricos es si una depreciación real aumenta el riesgo soberano en las economías emergentes, variable que refleja claramente la evolución del coste de capital en estos países. Esto explica que el efecto derivado del aumento de la deuda en moneda extranjera por dicha depreciación fuera superior a la ganancia de competitividad. Como es lógico pensar que el impacto de las depreciaciones sea diferente entre países, según sus características, se examina si los resultados dependen de la apertura comercial o del nivel de deuda de cada país, lo que permitirá extraer conclusiones de política económica sobre qué situaciones se deben evitar para que las depreciaciones no sean perjudiciales. En este mismo sentido, resulta interesante investigar si la existencia de imperfecciones financieras es clave, como arguyen las teorías del acelerador financiero, para entender cuál será el impacto de una depreciación real.

La segunda pregunta que se analiza es si el efecto es proporcional a la depreciación real o si, en cambio, aumenta más que proporcionalmente en el caso de grandes devaluaciones, generalmente asociadas con crisis financieras. Además, parece interesante saber si el impacto del tipo de cambio real es simétrico, es decir, si las apreciaciones son tan beneficiosas como perjudiciales son las depreciaciones. Si se detecta tal asimetría, esta podría estar en línea con las teorías del acelerador financiero, ya que los problemas de agencia solo emergen cuando la situación del deudor empeora [Bernanke y Gertler (1989)]. Tal efecto asimétrico también podría sustentarse en teorías de restricciones de liquidez, según las cuales tales restricciones solo son relevantes cuando se produce un súbito aumento en el endeudamiento y no cuando se acumula más riqueza neta.

En tercer lugar, se investigan los canales a través de los cuales una depreciación del tipo de cambio real afecta al riesgo soberano. El más conocido es la mejora de la competitividad en los mercados internacionales de bienes y servicios, que debería tender a reducir el riesgo soberano, especialmente para las economías más abiertas. El otro proviene de los efectos de balance, por la súbita reducción de la riqueza neta financiera derivada del aumento del endeudamiento en moneda extranjera. Una pregunta interesante de política económica es si los efectos de balance dependen del tipo de deuda del que se originan. En concreto, se podría pensar que el aumento de la deuda interna denominada en moneda extranjera, tras una depreciación real (efectos de balance «internos»), sería menos perjudicial que el aumento de la deuda externa (efectos de balance «externos»), en la medida en que una parte de la población —los tenedores de la deuda interna— se beneficiase de la depreciación, pues compensaría la reducción de la riqueza neta financiera de la otra parte de la población endeudada en moneda extranjera. En otras palabras, los efectos de balance internos podrían tener solo un impacto redistributivo y no de reducción de la riqueza. Lógicamente, esto dependerá en buena medida de lo que los tenedores de la deuda interna hagan con ese aumento de riqueza. Si tienen dudas sobre el cobro de esta ganancia o, en general, sobre las condiciones futuras en su país, es probable que decidan sacar sus ahorros del mismo, lo que anularía cualquier beneficio agregado sobre dicho país. Es interesante notar que las dudas sobre el cobro de dicha ganancia probablemente dependan, a su vez, del grado de imperfecciones financieras.

Relacionado con el último punto, la cuarta pregunta es qué papel juegan las imperfecciones financieras en el impacto de las depreciaciones y, más concretamente, de los efectos de balance. Si atendemos a la teoría del acelerador financiero, solo los países con imperfecciones

financieras deberían experimentar un aumento en el coste de capital tras una reducción en la riqueza neta. Aunque se podría argumentar que todas las economías emergentes —en las que se centran estos estudios— sufren imperfecciones financieras, las diferencias entre países son sustanciales. Adicionalmente, se podría pensar que las imperfecciones financieras afectan menos a los acreedores externos (por tanto, a los efectos de balance externos), ya que dicha deuda generalmente es emitida en otra jurisdicción, aunque es verdad que los deudores soberanos pueden incurrir, en general, más fácilmente en un impago, incluso, en una jurisdicción externa. En conclusión, parece interesante contrastar empíricamente cuál es el papel de las imperfecciones financieras y si existen diferencias entre los distintos tipos de efectos de balance.

Por último, se analiza si el régimen de tipo de cambio desempeña un papel más allá del tamaño de la depreciación real. Existen varios modelos teóricos que estudian cuál es el régimen de tipo de cambio óptimo en presencia de efectos de balance. En la mayoría de los casos, arguyen que un tipo de cambio fijo es más perjudicial, sea porque obliga al banco central a subir tipos de interés cuando se pone en tela de juicio el régimen cambiario, lo que puede aumentar la inestabilidad financiera [Gertler, Gilchrist y Natalucci (2003)], o sea porque no permite aislar la economía de *shocks* reales [Céspedes, Chang y Velasco (2004)]. Otro argumento es que los agentes tienden a sentirse más protegidos bajo un régimen de tipo de cambio fijo, por lo que se cubren menos del riesgo de tipo de cambio [Burnside, Eichenbaum y Rebelo (2001)]. En esta línea, Ize y Levy-Yeyati (2003) muestran que un régimen de tipo de cambio fijo contribuye a aumentar el endeudamiento en moneda extranjera, porque se tiende a considerar el anuncio de mantenimiento del régimen de cambio por parte del Gobierno como un seguro implícito.

Definición de variables, datos y estrategia empírica

Investigar empíricamente cuál es el impacto agregado de una depreciación real sobre el riesgo soberano tiene como principal reto el limitado número de observaciones disponibles. Esto se debe, en buena parte, a la dificultad para aproximar adecuadamente la variable dependiente, el riesgo soberano. La solución adoptada consiste en utilizar como definición de variable dependiente la diferencia entre los rendimientos implícitos en los índices de bonos de mercados emergentes (EMBI, según sus iniciales en inglés) y los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU, considerados habitualmente como una buena aproximación de un activo financiero seguro. Con este criterio se ha elaborado un panel de datos formado por 27 economías emergentes para el período 1993 a 2002. Adicionalmente, el interés por el impacto de las depreciaciones reales, y no nominales, hace necesario tomar datos de una duración suficiente para que se produzca la transmisión del tipo de cambio a la inflación. Por tanto, las observaciones son de carácter anual.

Dado que no todas las economías disponen de datos del EMBI para todos los años, la muestra se reduce a un total de 210 observaciones de carácter anual. Todas las regiones del mundo con economías emergentes están representadas en la muestra, pero, dada la disponibilidad de los datos de EMBI, la región de América Latina está sobrerepresentada y la de Oriente Medio está infrarrepresentada.

Para analizar los distintos canales de influencia de una depreciación real sobre el riesgo soberano, construimos sendas variables, que midan, por un lado, los efectos de balance (tanto internos como externos) y, por otro lado, la competitividad. Para cuantificar los efectos de balance, utilizamos una variable compuesta que resulta de multiplicar los cambios en el tipo de cambio real bilateral entre la divisa de la economía emergente y el dólar entre los años t y $t-1$, por la deuda en moneda extranjera de una economía emergente (interna y externa) en el año $t-1$. En la deuda externa en moneda extranjera se incluyen los créditos bancarios, los bonos y los préstamos de los organismos multilaterales. Respecto a la deuda interna en mo-

neda extranjera, al no disponerse de datos para los bonos emitidos en moneda extranjera en el interior del país, se utiliza como aproximación los depósitos bancarios en moneda extranjera, dado que estos son de una magnitud muy similar a los créditos del sector bancario en moneda extranjera [De Nicoló, Honohan e Ize (2003) y Levy-Yeyati (2004)]. Además, estos, a su vez, son la mayor parte del endeudamiento en moneda extranjera en las economías emergentes, donde los mercados de capitales internos están poco desarrollados. Otras variables relevantes en el análisis empírico son las imperfecciones financieras y los régimenes de tipo de cambio en las distintas economías emergentes. Para evaluar las imperfecciones financieras se utiliza un índice que mide la calidad institucional de los derechos de los acreedores. Para los régimenes de tipo de cambio, se emplean dos tipos de clasificaciones: una basada en el régimen que declaran las autoridades de los distintos países al FMI (clasificación de jure) y otra de acuerdo con el comportamiento del tipo de cambio nominal (clasificación de facto), según un trabajo realizado por Rogoff y Reinhart (2004).

Como estrategia empírica se ha utilizado el método generalizado de momentos ampliado, propuesto por Arellano y Bover (1995). Se ha optado por esta metodología dinámica para estimar este modelo de datos de panel porque permite al mismo tiempo: *a*) eliminar la heterogeneidad inobservable entre países; *b*) afrontar la endogeneidad de ciertas variables explicativas, como la variable dependiente (riesgo soberano) retardada, y de otras variables, como el tipo de cambio real; y *c*) explotar condiciones de ortogonalidad adicionales que permiten identificar más adecuadamente los parámetros de interés. Para controlar los efectos temporales en la regresión se ha incluido también como variable de control el riesgo soberano para las economías emergentes en su conjunto.

Resultados empíricos

Con la estrategia empírica y los datos anteriormente descritos, se trata de responder a cómo la depreciación del tipo de cambio real afecta al riesgo soberano y cuál es la importancia de los distintos canales de influencia del mismo, así como el papel de las imperfecciones financieras y el régimen del tipo de cambio. Lo que a continuación se describe resume los resultados obtenidos.

En primer lugar, se investiga el impacto neto —sin tener en cuenta los distintos canales— de variaciones del tipo de cambio real sobre el riesgo soberano en las 27 economías emergentes incluidas en el estudio. Este efecto es claramente positivo y muy significativo, por lo que una depreciación tendería a aumentar el riesgo país (véase cuadro 1). Este resultado está en línea con la teoría del acelerador financiero y en contra de la literatura tradicional sobre los efectos expansivos de las depreciaciones, aunque es verdad que esta última se concentraba en el impacto sobre el producto y no ya sobre el coste del capital. En cualquier caso, el riesgo soberano —estrechamente relacionado con el coste de capital en las economías emergentes— es una de las variables clave para explicar la evolución económica de estas economías, por lo que los resultados deberían considerarse comparables.

Dado que algunos países tienden a acumular apreciaciones reales y otros depreciaciones, parece interesante estudiar separadamente el efecto de unas y otras sobre el coste de capital. Si el impacto fuera simétrico, los países cuyo tipo de cambio real se ha ido apreciando verían reducir su riesgo soberano, en la medida en que el resto de circunstancias se mantuvieran. El trabajo empírico realizado muestra, en cambio, un efecto asimétrico, por el que las apreciaciones no parecen tener un efecto significativo sobre el riesgo soberano mientras que las depreciaciones lo aumentan de una manera muy significativa. En particular, una depreciación real del 1% en un año está asociada a un aumento del riesgo soberano de 25 puntos básicos en ese año. Esta asimetría —que, en cualquier caso, produce un impacto inmediato y no de largo plazo— puede entenderse bajo el prisma de los modelos de acelerador financiero y

VARIABLE DEPENDIENTE: RIESGO PAÍS (a)	
EFECTOS NETOS	
Variación del tipo de cambio real	+
Depreciaciones reales	+, creciente
Apreciaciones reales	0
EFECTOS BRUTOS	
Efecto hoja de balance externo, depreciaciones	+
Efecto hoja de balance externo, apreciaciones	0
Efecto hoja de balance interno, depreciaciones	+
Efecto hoja de balance interno, apreciaciones	0
Efecto competitividad (depreciaciones)	-
Efecto competitividad (apreciaciones)	+
Variación en deuda externa no relacionada con el tipo de cambio	0
Variación en deuda interna no relacionada con el tipo de cambio	0

FUENTE: Banco de España.

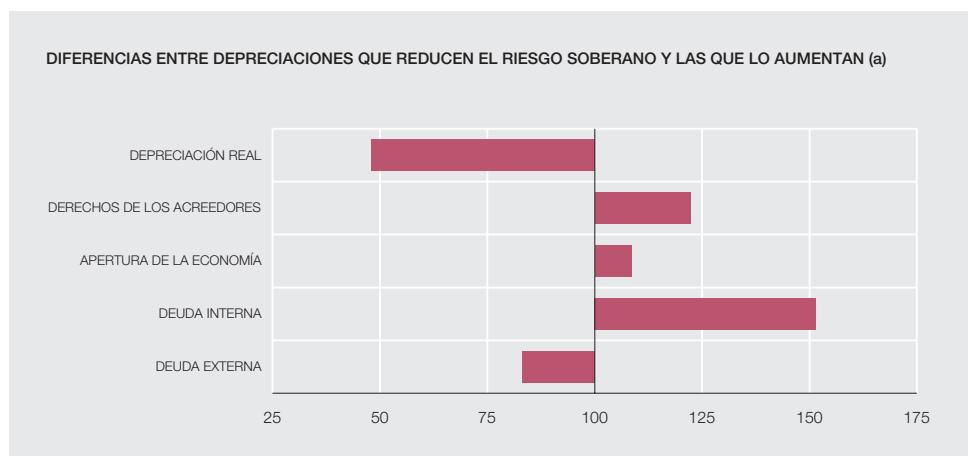
a. Estimación mediante el modelo generalizado de momentos ampliado (Arellano y Bover, 1995).

de restricciones financieras, puesto que son las reducciones súbitas de riqueza las que generan dificultades.

Otro resultado relevante que se obtiene en las estimaciones es que el aumento del riesgo soberano asociado a las depreciaciones reales es más que proporcional al tamaño de la depreciación, lo que indica que son las grandes devaluaciones (que, en principio, suelen coincidir con períodos de crisis) las que elevan sustancialmente el riesgo soberano, y no tanto las pequeñas depreciaciones.

La evidencia de que las depreciaciones reales aumentan el riesgo soberano en general no implica que no haya casos de economías emergentes en las que ocurre lo contrario. Si se analizan las observaciones en las que una depreciación real reduce el coste de capital, se pueden concluir que se trata de países en los que: a) la deuda externa es menor, en media, en alrededor de un 20% que la de los países donde las depreciaciones son perjudiciales; b) la apertura comercial es mayor (cerca de un 15%); y c) las imperfecciones financieras, medidas por los derechos de los acreedores, son menores (véase gráfico 1). Sin embargo, la deuda interna en moneda extranjera parece ser mayor. Aunque las depreciaciones reales son inferiores en media en los casos en los que la depreciación lleva a una reducción del coste de capital —lo que puede mitigar la relevancia de la comparación—, estas características de los países beneficiados por las depreciaciones apuntan a que las autoridades de las economías emergentes tienen instrumentos para evitar los efectos negativos de balance.

Una vez confirmado el efecto neto por el que las depreciaciones reales del tipo de cambio llevan a aumentos en el riesgo soberano, se estudia la importancia de dos canales —en principio, de signo contrario— por los que las depreciaciones reales influyen en la prima de riesgo. El primero son las ganancias de competitividad en los mercados internacionales de bienes y servicios, y el segundo son los efectos de balance internos y externos, es decir, derivados del aumento de la deuda en moneda extranjera tras la depreciación real. Como sería de esperar, a través del primero se reduce el riesgo soberano, y a través del segundo, se aumenta (véase cuadro 1). Es interesante notar que los efectos de balance son prácticamente igual de perjudiciales en el caso de un súbito aumento de la deuda externa que de la deuda interna, denominada en moneda extranjera, por lo que cabría pensar que los residentes tenedores de la deuda interna no reinvierten las ganancias obtenidas en su propio país. En otras palabras, los



FUENTE: Banco de España.

a. Las variables representadas toman el valor 100 cuando las depreciaciones reales aumentan el riesgo soberano.

efectos internos no solo tienen un impacto redistributivo sino también de riqueza. Así, toda la deuda en moneda extranjera (tanto interna como externa) debería ser una fuente potencial de preocupación para las autoridades.

Este efecto de balance no debe confundirse con efectos estrictamente cuantitativos provocados por un mayor endeudamiento en moneda extranjera durante un determinado año, no relacionado con la variación del tipo de cambio real. De hecho, el mayor endeudamiento por se —sea interno o externo— no parece influir en el coste del capital (véase cuadro 1). Este resultado también está en línea con las teorías del acelerador financiero, según las cuales el problema es el cambio súbito en las condiciones de financiación, en presencia de fricciones, y no ya necesariamente el mayor endeudamiento por otros motivos no relacionados con la evolución del tipo de cambio (o de otras variables financieras como podrían ser los tipos de interés, que no se recogen en este estudio).

Así, estas teorías del acelerador financiero consideran que las imperfecciones financieras son prácticamente una condición necesaria para la existencia de los efectos de balance. Al descomponer la muestra de países en tres grupos, de acuerdo con su grado de imperfecciones financieras, que se aproxima por la calidad de los derechos de los acreedores, se confirma que los efectos de balance son mayores para los países con derechos de los acreedores más débiles. Si se considera exclusivamente la deuda externa, los efectos de balance son mayores en el grupo de economías emergentes con mayores imperfecciones financieras, y claramente menores en el grupo con las menores imperfecciones. En el caso de la deuda interna, las imperfecciones financieras desempeñan un papel incluso más importante, ya que los efectos de balance solo son significativos en los países con mayores imperfecciones financieras, lo que coincide con los resultados de la literatura teórica sobre el acelerador financiero. Esto sirve para confirmar que, si los acreedores internos en moneda extranjera en economías no confían en el sistema legal porque los derechos de los acreedores son escasos, no reinvertirán en su propio país las ganancias obtenidas tras beneficiarse de una depreciación real.

Finalmente, se comprueba empíricamente si el régimen de tipo de cambio fijo puede originar mayores efectos de balance, independientemente del monto de la depreciación real. Para ello se dividen las observaciones en tres grupos, según el régimen de tipo de cambio: fijo, inter-

medio o flexible. Dado que existen diferencias importantes entre el régimen cambiario que las autoridades anuncian y lo que ocurre con el tipo de cambio, incluso antes de que se modifique el régimen, el estudio se realiza para las dos clasificaciones de jure y de facto que fueron mencionadas en la sección anterior. El resultado que se obtiene confirma lo que ya habían anticipado varios modelos teóricos, es decir, que los efectos de balance, tanto internos como externos, son mayores bajo un régimen de tipo de cambio fijo. En el caso de los efectos de balance internos y siguiendo la clasificación de jure, el resultado es aún más contundente, ya que las depreciaciones reales solo tienen un impacto significativo bajo tipos de cambio fijos, mientras que los efectos de balance dejan de ser significativos bajo regímenes intermedios y flexibles.

Dadas las implicaciones de política económica que tiene el resultado anterior, parece interesante explorar —a través de un análisis minucioso de los datos— posibles razones por las que el régimen de tipo de cambio fijo origina efectos de balance más negativos. Una primera cuestión que hay que aclarar es que las depreciaciones reales no parecen ser mayores bajo regímenes de tipo de cambio fijos, como se podría pensar a priori, y ni si quiera se producen más eventos de devaluación bajo este régimen. En cambio, el régimen de tipo de cambio fijo sí parece acompañarse de una mayor acumulación de deuda externa en moneda extranjera, pues podría considerarse como un seguro implícito por parte del sector privado, en línea con los resultados de Ize y Levy-Yeyati (2003). El sector público, por su parte, podría preferir acumular deuda en moneda extranjera como muestra del compromiso de que el régimen de tipo de cambio fijo se mantendrá en el tiempo.

Conclusiones

En este artículo se revisa cuál parece ser el impacto agregado de variaciones en el tipo de cambio real sobre el riesgo soberano en las economías emergentes, variable clave para ellas al estar estrechamente ligada a las posibilidades de financiación y al crecimiento económico. Así, una variación en el tipo de cambio real (como efecto neto y sin considerar los canales que lo explican) tiende a aumentar la prima de riesgo en el grupo de 27 economías emergentes analizadas. Además, dicho efecto resulta ser asimétrico, por lo que las depreciaciones son claramente perjudiciales, mientras que las apreciaciones no parecen reducir el riesgo soberano. También las grandes devaluaciones, normalmente asociadas a períodos de crisis, son especialmente perjudiciales, de hecho más que proporcionalmente.

Según estos resultados, las autoridades de las economías emergentes deberían preocuparse de la volatilidad del tipo de cambio real, especialmente si se trata de grandes depreciaciones. En cualquier caso, un nivel reducido de deuda, una elevada apertura comercial y suficientes derechos de los acreedores pueden hacer que el impacto de una depreciación sea incluso beneficioso.

También se muestra que los efectos de balance son muy perjudiciales para el riesgo soberano, no solo en el caso de la deuda externa, sino también de la deuda interna denominada en moneda extranjera. Parece, pues, que una depreciación real no produce únicamente un efecto de redistribución entre acreedores y deudores internos, sino también una pérdida de riqueza neta agregada, pues, probablemente, la ganancia obtenida por los acreedores no se reinvierte en el país.

El aumento de competitividad, aunque significativo, no parece ser suficiente para contrarrestar los efectos de balance. Adicionalmente, el aumento del endeudamiento no relacionado con una depreciación real no parece afectar al riesgo soberano. En consecuencia, al menos en el corto plazo, importa más un cambio brusco en las condiciones de financiación que el hecho de que país se endeude más. Cuando se toman en cuenta las imperfecciones financie-

ras, se confirma, en línea con la literatura del acelerador financiero, que los efectos de balance son más perjudiciales en los países con menores derechos de los acreedores.

Finalmente, si se considera el régimen de tipo de cambio (más allá de la depreciación real acumulada), se concluye que el tipo de cambio fijo aumenta los efectos de balance para la deuda interna y externa. Este resultado podría ser consecuencia de la mayor acumulación de deuda que parece producirse bajo este régimen cambiario.

Estos resultados permiten extraer una serie de conclusiones que podrían ser de utilidad para las autoridades de los países emergentes: a) la volatilidad del tipo de cambio real, especialmente en el caso de depreciaciones cuantiosas, debe ser motivo de preocupación; b) para reducir o eliminar el impacto negativo sobre el riesgo soberano, es importante evitar una acumulación excesiva de deuda en moneda extranjera o bien eliminar imperfecciones financieras, tales como los escasos derechos de los acreedores, y c) la apertura comercial puede también amortiguar dicho impacto negativo.

18.1.2005.

BIBLIOGRAFÍA

ARELLANO, M., y O. BOVER (1995). «Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models», *Journal of Econometrics*, vol. 68, pp. 29-52.

BERGANZA, J. C., R. CHANG y A. GARCÍA HERRERO (2003). *Balance sheet effects and the country risk premium: an empirical investigation*, Documento de Trabajo n.º 0316, Banco de España.

BERGANZA, J. C., y A. GARCÍA HERRERO (2004). *What makes balance sheet effects detrimental for the country risk premium?*, Documento de Trabajo n.º 0423, Banco de España.

BERNANKE, B., y M. GERTLER (1989). «Agency costs, net worth, and business fluctuations», *American Economic Review*, vol. 79, pp. 14-31.

BLEAKLEY, H., y K. COWAN (2002). *Corporate dollar debt and depreciations: much ado about nothing?*, Working Paper n.º 02-5, Federal Reserve Bank of Boston.

BURNSIDE, C., B. EICHENBAUM y S. REBELO (2001). «Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes», *European Economic Review*, vol. 45 (7), pp. 1151-1193.

CÉSPEDES, F., R. CHANG y A. VELASCO (2004). «Balance sheet effects and exchange rate policy», *American Economic Review*, vol. 94, pp. 1183-1193.

DE NICOLÓ, G., P. HONOHAN y A. IZE (2003). *Dollarization of the banking system: good or bad?*, IMF Working Paper n.º 03.

FORBES, K. (2002). *How do large depreciations affect firm performance?*, NBER Working Paper n.º 9095.

GALINDO, A., U. PANIZZA y F. SCHIANTARELLI (2003). «Debt composition and balance sheet effects of currency depreciation: a summary of the micro evidence», *Emerging Markets Review*, vol. 4, pp. 330-339.

GERTLER, M., S. GILCHRIST y F. NATALUCCI (2003). *External constraints on monetary policy and the financial accelerator*, mimeo.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, varios números.

IZE, A., y E. LEVY-YEYATI (2003). «Financial dollarization», *Journal of International Economics*, vol. 59, pp. 323-347.

LEVY-YEYATI, E. (2004). *Financial dollarization: evaluating the consequences*, mimeo, Universidad Torcuato di Tella.

ROGOFF, K., y C. REINHART (2004). «The Modern History of exchange rate arrangements: a reinterpretation», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, pp. 1-48.

Introducción

Durante el cuarto trimestre de 2004 el número de nuevas disposiciones de carácter financiero, como viene siendo habitual en los últimos años, ha sido relativamente elevado en relación con los períodos anteriores.

En el ámbito de las entidades de crédito, el Banco de España ha promulgado dos Circulares. La primera recoge el nuevo régimen contable de las entidades de crédito adaptado a las Normas internacionales de información financiera (en adelante, las NIIF). La segunda tiene carácter derogatorio, haciendo lo propio con determinadas circulares que, en la mayoría de los casos, desde el nacimiento del euro y la desaparición de la peseta como unidad monetaria y de cuenta del sistema monetario nacional, habían quedado virtualmente derogadas.

En segundo lugar, se ha publicado una Orientación del Banco Central Europeo sobre la adquisición de billetes en euros, que, entre otros aspectos, establece los requisitos de participación, los criterios de adjudicación y el resultado del procedimiento de licitación.

En tercer lugar, se ha modificado la Normativa de anotaciones en cuenta de la deuda del Estado y el Reglamento de la Caja General de Depósitos, con el fin de resolver cierta disfunción que se produce en determinados supuestos de amortización de valores sobre los que se ha constituido una garantía.

En cuarto lugar, y como es habitual en este período, se analizan las novedades, principalmente de carácter monetario, financiero y fiscal, contenidas en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2005. Dentro del ámbito fiscal cabe reseñar la modificación del Reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas (en adelante, IRPF), que actualiza la figura del «salario medio anual del conjunto de los declarantes en el impuesto» y deflacta los tramos de la escala de retenciones aplicable a los rendimientos del trabajo.

Finalmente, se han publicado otras cuatro normas de interés económico: el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados; el Reglamento general del régimen sancionador tributario; la adaptación española al nuevo marco normativo comunitario de la competencia, y las medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, transponiendo en este ámbito nuestro ordenamiento jurídico a la normativa comunitaria.

Entidades de crédito: normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros

La CBE 4/1991, de 14 de junio¹, que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, ha sufrido frecuentes modificaciones para adaptar su contenido a los diversos cambios que han ido afectando al sistema crediticio en los últimos años.

Recientemente, se ha publicado la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (BOE de 30 de diciembre), que tiene por objeto modificar el régimen contable de las entidades de crédito españolas, contenido en la CBE 4/1991 —que ahora se deroga—, para adaptarlo al nuevo entorno contable derivado de la adopción por parte de la Unión Europea de las NIIF.

1. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1991», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1991, pp. 58 a 60.

La Circular tiene la siguiente estructura: una norma que regula el ámbito de aplicación; tres títulos, que regulan, respectivamente, los estados financieros públicos, los estados reservados y cuestiones relativas al control interno y de gestión y registros obligatorios; dos disposiciones adicionales, dedicadas a la presentación de estados financieros en el Banco de España y a la interpretación de la Circular; tres disposiciones transitorias, que abordan la problemática de los cambios que se producirán como consecuencia de la primera aplicación de la Circular; una disposición derogatoria, y una disposición final sobre la entrada en vigor. Además de ello, la Circular incluye nueve anejos: tres relativos a los formatos de estados públicos, y cuatro, a los formatos de estados reservados, un anexo relativo a los criterios de sectorización, y finalmente un último anexo dedicado al riesgo de crédito.

A continuación se reseñan los aspectos más sobresalientes del contenido de la Circular.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Circular es aplicable en la confección de los estados financieros individuales y consolidados, tanto públicos como reservados, de las entidades de crédito y sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, así como de los grupos de entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito.

ESTADOS FINANCIEROS PÚBLICOS

La parte más importante de la Circular hace referencia a la formulación de los estados financieros públicos. Comienza determinando las entidades o, en su caso, los grupos de entidades de crédito que deben formular las cuentas anuales, individuales y consolidadas, así como la obligación de publicar periódicamente, a través de las respectivas asociaciones profesionales, otras informaciones en las que se deben aplicar los criterios de la Circular.

A continuación aborda el contenido de las cuentas anuales, las características que debe reunir la información financiera (ser clara, relevante, fiable y comparable), los criterios contables a aplicar y las definiciones de los elementos de las cuentas anuales (activo, pasivo, patrimonio neto, gasto, ingreso, ganancia y pérdida).

Por otra parte, se definen las normas que describen las hipótesis fundamentales sobre las que se elaborará la información financiera (devengo y empresa en funcionamiento) y los principales criterios en que se sustentará (registro, no compensación y correlación de ingresos y gastos). Asimismo, se definen los criterios generales de valoración comunes a todo tipo de activos y pasivos, incluido el valor razonable, los criterios para el reconocimiento de los ingresos y del tratamiento de los errores y cambios de estimación contable, los aplicables para hechos ocurridos después de la fecha de balance y antes de su formulación y las reglas para la conversión de la moneda extranjera.

También recoge las definiciones y características de los instrumentos financieros (activos financieros, pasivos financieros e instrumentos de capital), así como de las diferentes carteras en que se clasificarán estos a efectos de su valoración, que son:

- «Instrumentos registrados por su valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias», que incluyen la cartera de negociación y otros instrumentos financieros que cumplan determinados requisitos.
- «Inversiones a vencimiento», que recogen los valores que representen una deuda para su emisor cuando la entidad inversora cumple determinados requisitos; estos valores se registran por su coste amortizado.

— «Inversiones crediticias», que abarcan los activos financieros no negociados que representan deudas para su emisor u obligado al pago; se registran por su coste amortizado.

— «Activos financieros disponibles para la venta», que comprenden los valores representativos de deuda e instrumentos de capital no registrados en otras categorías; se valoran por su valor razonable, registrando sus cambios de valor en el patrimonio neto en tanto no se realizan, momento en el que se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias; excepto los instrumentos de capital para los que no se pueda estimar un valor razonable fiable, que se valoran por su coste.

Asimismo, establece los criterios para dar de baja en el balance los activos financieros, incluyendo las titulizaciones u otras operaciones que supongan movilización de activos; como regla general, es necesario que los derechos del activo se transfieran o hayan expirado. En el primer caso, para que se produzca la baja deben haberse cedido sustancialmente todos los riesgos y beneficios que incorpora el activo financiero.

La siguiente sección, dedicada a los activos no financieros, contiene las normas específicas para el activo material e intangible y para las existencias. Como criterio de valoración se ha optado por el coste. No obstante, para la primera aplicación de la Circular, se ha previsto la posibilidad excepcional de que los activos materiales de libre disposición puedan ser valorados por su valor razonable registrando cualquier cambio entre las reservas.

La Circular también regula las normas aplicables por deterioro de valor de los activos, distinguiendo entre los activos financieros y el resto de activos. Para los activos financieros se prevé la cobertura de sus pérdidas, siempre que se sustenten en evidencias objetivas. Para la estimación de las pérdidas por deterioro del riesgo de crédito se utilizarán los criterios del anexo IX, en el que se contempla la necesidad de realizar coberturas específicas y genéricas para la cobertura del riesgo de insolvencia atribuible al cliente, y coberturas específicas por riesgo-país. Para el resto de activos, incluido el fondo de comercio, se estimará que existe el deterioro cuando el valor en libros de los activos supere a su importe recuperable.

Una parte importante de la Circular hace referencia a la cobertura contable; en ella se contemplan dos normativas, una para la cobertura de instrumentos financieros, o grupos de instrumentos que comparten características de riesgo similares (conocidas como micro-coberturas), y otra para la cobertura del riesgo de tipo de interés de una cartera de instrumentos financieros (macro-coberturas). En ambos casos, salvo para la cobertura de riesgo de cambio, se clarifica que únicamente los derivados pueden ser utilizados como instrumentos de cobertura.

Se distinguen tres tipos de coberturas: de valor razonable, de flujos de efectivo y de inversión neta en un negocio en el extranjero, diferenciándose entre ellas en la forma de registrar los resultados del instrumento cubierto (para el caso de las coberturas de valor razonable, en las que los instrumentos cubiertos se valoran por el valor razonable) o los del instrumento de cobertura en los otros dos tipos de cobertura (en las que las variaciones de valor se registran en el patrimonio neto, hasta que se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias de forma simétrica a los resultados de los instrumentos cubiertos). Para el caso de la cobertura del riesgo de tipo de interés de una cartera, se ha incluido como opción la posibilidad de aplicar el criterio adoptado por la Unión Europea en el sentido de aceptar la cobertura de los depósitos de carácter estable y de relajar los requisitos para estimar la eficacia de la cobertura.

La Circular también establece los criterios aplicables para el tratamiento contable de las operaciones de fusión, adquisición y otras reorganizaciones empresariales, así como los métodos de integración de los estados financieros de las sucursales de la entidad y los criterios generales para registrar las inversiones en entidades dependientes, asociadas y multigrupo en los estados consolidados. Como novedad más relevante merece citarse la desaparición de la exclusión de consolidación por razón de actividad y el reforzamiento del concepto de control para integrar globalmente o de influencia significativa para aplicar el método de la participación. En los negocios multigrupo se establece como criterio general la integración proporcional y, excepcionalmente, el método de la participación.

CONTENIDO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Otro aspecto importante de la Circular es el dedicado a explicar el contenido de los distintos estados financieros: balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio neto y estado de flujos de efectivo.

Por su parte, las normas relativas al contenido de la memoria y a la información sobre partes vinculadas representan un incremento sustancial de información y de los niveles de transparencia respecto de la situación actual. Así, aumentan las informaciones relativas a los riesgos financieros y su gestión, junto con las estrategias y organización interna, incluyendo las políticas de cobertura; además de ello, se deberá dar información de los valores razonables de aquellos activos y pasivos que no han sido valorados en el balance aplicando este criterio (por ejemplo, cartera de inversión a vencimiento e inversión crediticia); respecto de las operaciones con partes vinculadas deben revelarse la naturaleza y relaciones con cada parte, así como las políticas seguidas con ellas y los importes en balance y cuenta de pérdidas que estuvieran afectados por estas relaciones.

ESTADOS FINANCIEROS RESERVADOS

La Circular establece que los criterios de elaboración de los estados reservados son idénticos a los que se utilizan en la formulación de los estados públicos. Asimismo, fija los criterios de presentación de dichos estados, define el contenido de las cuentas de orden y establece los criterios para sectorizar los saldos personales.

Por otro lado, establece cuáles son los estados reservados que se deben remitir al Banco de España, así como la frecuencia y plazos de remisión.

Se distinguen cuatro tipos de estados: individuales, consolidados del grupo consolidable de entidades de crédito, consolidados con información sectorial del grupo de entidades de crédito y relativos a los requerimientos estadísticos de la Unión Económica y Monetaria.

CRITERIOS DE CONTROL INTERNO Y DE GESTIÓN

Se fijan los criterios de control interno y de gestión que deben tener las entidades, y la obligación de llevar un registro centralizado de avales, como hasta ahora, y de introducir un registro de apoderamientos otorgados y otro de procedimientos judiciales y administrativos.

OTRAS CUESTIONES

Dentro del apartado donde se contienen las normas para la formulación de los estados financieros públicos, una sección de la Circular se destina a determinadas cuestiones que, por su relevancia, deben ser especialmente reseñadas:

- Arrendamientos: se tratan tanto los arrendamientos operativos como los financieros, habiéndose eliminado la necesidad de una opción de compra para calificar el arrendamiento como financiero, siendo el criterio para calificar las operaciones la transferencia o no de todos los riesgos y ventajas del arrendador al arrendatario.
- Activos no corrientes en venta: se trata de una norma destinada a regular los activos con vida económica superior al año, pero cuyo valor, por determinadas razones, la

entidad desea recuperar mediante su venta en lugar de mediante su explotación. La norma dispone la exigencia de un compromiso por parte del consejo de administración para alcanzar la venta en el plazo previsto, que, salvo excepción, será de un año. En esta norma se incluye el tratamiento que ha de darse a los activos adjudicados como consecuencia de los incumplimientos de los prestatarios, así como los criterios que deben respetarse en el caso de venta de este tipo de activos con financiación de la propia entidad.

- Gastos de personal y remuneraciones al personal con instrumentos de capital: en estas dos normas se contemplan tanto las remuneraciones a corto plazo, cualquiera que sea la fórmula de liquidación, como las remuneraciones a largo plazo, que, normalmente, se liquidan a partir del momento en que finaliza la vida laboral del trabajador; para el caso de este tipo de remuneraciones, se ha contemplado la posibilidad de utilizar una banda de fluctuación, incluso en la primera aplicación, para imputar los resultados actuariales que exceden el límite del 10% con un período de imputación de cinco años.
- Otras provisiones y contingencias: se aborda el tratamiento de las obligaciones claramente identificadas en cuanto a su naturaleza pero indeterminadas en cuanto a su cuantía o momento en que se producirán, debiendo realizarse provisiones cuando se estiman pérdidas.
- Comisiones: la Circular clasifica el tratamiento que hay que dar a las comisiones cobradas o pagadas, en atención a que sean la compensación por un servicio prestado o por un coste incurrido, o a que sean una remuneración adicional al tipo de interés de la operación; las primeras se reconocen como ingresos cuando se realiza el servicio o se ha incurrido en el coste, y las segundas se periodifican a lo largo de la vida de la operación. Se contempla que las entidades compensen los costes incrementales en los que hayan incurrido con parte del importe de las comisiones cobradas.
- Permutas de activos: se establece cómo se deben contabilizar las permutas de activos en función de si tienen o no carácter comercial.
- Contratos de seguros: la norma regula el tratamiento de los activos y pasivos con naturaleza de operación de seguro y, siguiendo lo contemplado por las normas internacionales de información financiera, no plantea un método en concreto para valorar los pasivos surgidos por estas operaciones, por lo que las entidades deberán aplicar la regulación nacional.
- Fondos y obra social: solo afecta a las cajas de ahorros y cooperativas de crédito; se clarifica que las dotaciones que tengan el carácter de obligatorias se tratarán como un gasto del ejercicio y que los fondos pendientes de consumo, así como los activos materiales correspondientes a estas actividades, se presentan en partidas separadas del balance.
- Impuesto sobre los beneficios de sociedades: siguiendo la recomendación del Libro blanco para la reforma de la contabilidad en España, se mantiene el tratamiento contable español, con los retoques necesarios para hacerlo compatible con las NIIF.

Finalmente, la Circular establece que los primeros estados que han de presentarse en el Banco de España con los nuevos criterios contables son los de 30 de junio de 2005. Adicionalmente, fija los estados de 2004 y 2005, que se deberán reexpresar utilizando los nuevos criterios.

La entrada en vigor de la Circular se fija en el 1 de enero de 2005, excepto para los estados financieros individuales, cuya entrada en vigor será el 30 de junio de 2005.

Derogación de varias circulares del Banco de España

La CBE 22/1992, de 18 de diciembre², sobre el mercado de divisas, regulaba el funcionamiento de dicho mercado, recogiendo el principio de libertad de tipos de cambio y estableciendo las condiciones en las que se deben realizar las operaciones de compra y venta de divisas (tanto contra pesetas como contra otras divisas) y los días que se han de considerar hábiles a tales efectos. Igualmente, en la citada Circular se determinaban las divisas objeto de cotización por el Banco de España y la obligación de dicha entidad de publicar, diariamente, los tipos de cambio de compra y venta de divisas que aplicaba a las operaciones ordinarias que realizaba por su propia cuenta, y que tenían la consideración de «cotizaciones oficiales» a efectos de lo previsto en la normativa vigente que hace referencia a las mismas. Sin embargo, el 1 de enero de 1999 se produjo el nacimiento del euro y la desaparición de la peseta como unidad monetaria y de cuenta del sistema monetario nacional, así como la atribución de la política cambiaria a la Unión Europea, todo lo cual ha supuesto un cambio radical en el mercado de divisas, que ha dejado de tener un carácter local para pasar a comprender un ámbito europeo. Por lo tanto, resulta necesario proceder a derogar esta Circular. Otro tanto ocurre con la CBE 2/1997, de 25 de marzo³, a entidades registradas, por la que se regula la información sobre posición diaria en moneda extranjera, que se limitaba a derogar la norma cuarta de la referida Circular 22/1992.

Igualmente, es conveniente derogar la CBE 1/1993, de 26 de enero, sobre régimen de pagos con Colombia, puesto que, habiéndose terminado en ese año el Convenio de Crédito Recíproco entre el Banco de la República de Colombia y el Banco de España y habiéndose procedido, entretanto, a la liquidación de todas las operaciones que quedaron pendientes, resulta innecesario mantener vigente la misma.

Finalmente, también debe procederse a la derogación de la CBE 12/1998, de 23 de diciembre⁴, sobre redenominación de los certificados del Banco de España, dado que todos los certificados de depósito emitidos por el Banco de España han sido ya objeto de amortización.

Conforme a lo anteriormente expuesto, se ha publicado la CBE 5/2004, de 22 de diciembre (BOE de 30 de diciembre), que establece la derogación de las mencionadas circulares a partir del 30 de diciembre, fecha de su entrada en vigor.

Orientación del Banco Central Europeo sobre la adquisición de billetes en euros

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo atribuyen al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad. En este sentido, el BCE puede asignar la emisión de los billetes en euros a los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro (en adelante, los BCN), con arreglo a la participación de los BCN en el capital suscrito del BCE en el ejercicio correspondiente. Además, el BCE debe asignar la conclusión y gestión de los contratos de suministro para la producción de los billetes en euros teniendo en cuenta el principio de descentralización y la necesidad de un marco de gestión eficiente.

2. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1993, p. 73. 3. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1997», *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1997, pp. 113 y 114. 4. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1999, p. 72.

El 10 de julio de 2003 el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a más tardar, a partir del 1 de enero de 2012 se aplicará a la adquisición de billetes en euros un procedimiento competitivo de licitación común al Eurosistema. Los BCN que tengan imprenta interna o usen una imprenta pública pueden decidir no participar en el procedimiento único de licitación. En tal caso, esas imprentas seguirán a cargo de la producción de los billetes en euros asignados a sus BCN conforme a la clave del capital, pero no podrán participar en el procedimiento único de licitación del Eurosistema.

Recientemente, se ha publicado la *Orientación BCE/2004/18 del Banco Central Europeo de 16 de septiembre de 2004*, sobre la adquisición de billetes en euros (DOUE de 21 de octubre), que, entre otros aspectos, establece los requisitos de participación, los criterios de adjudicación y el resultado del procedimiento de licitación.

El procedimiento único de licitación del Eurosistema garantizará la igualdad de condiciones para todas las imprentas que en él participen, permitiendo la competencia entre las mismas de un modo transparente e imparcial que no conceda ventajas injustas a ningún participante.

Finalmente, el Consejo de Gobierno vigilará todas las materias primas y factores de producción del euro esenciales y, si es necesario, tomará las medidas adecuadas para garantizar que se seleccionan y adquieren, velando por la continuidad del suministro de los billetes en euros, y para impedir que el Eurosistema resulte perjudicado en caso de que un contratista o proveedor abuse de una posición dominante en el mercado, sin perjuicio de lo que establezca el Derecho comunitario de la competencia y de los poderes de la Comisión Europea.

Modificación de la Normativa de anotaciones en cuenta de deuda del Estado y del Reglamento de la Caja General de Depósitos

El régimen jurídico vigente aplicable a la constitución de garantías o trabas sobre valores de deuda pública anotados en cuenta se encuentra recogido, fundamentalmente, en la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987⁵, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta, y en la Orden Ministerial de 7 de enero de 2000, que desarrolla el Real Decreto 161/1997, de 7 de febrero, por el que se establece el Reglamento de la Caja General de Depósitos.

Dentro de dicho régimen se ha detectado cierta disfunción en los supuestos de amortización de tales valores sobre los que se ha constituido una garantía o traba, ya que se produce, en determinados supuestos, una indefinida retención del efectivo reembolsado resultante de la amortización de los valores.

Para evitar esta situación, se ha publicado la *Orden EHA/4260/2004, de 27 de diciembre*, por la que se modifica la Orden de 19 de mayo de 1987 y la Orden de 7 de enero de 2000 (BOE de 30 de diciembre), que prevé la obligatoria designación, por la persona o autoridad que solicite la inmovilización de los valores, de una cuenta de efectivo en la que haya de abonarse el efectivo resultante de la citada amortización.

En concreto, en lo que se refiere a la Orden de 19 de mayo de 1987, la Central de Anotaciones establecerá el procedimiento de inmovilización de los saldos necesarios para la constitución de derechos o garantías sobre la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta. Como novedad, se prevé que, en caso de amortización, el efectivo correspondiente a los saldos inmovilizados se abonará a la entidad gestora o titular de cuenta que tenía anotados los valores amortizados o en la cuenta que, de conformidad con las normas que regulen el

5. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1987, pp. 46-48.

sistema de registro de los valores, designen dichas entidades o la autoridad judicial o administrativa solicitante o beneficiaria.

Del mismo modo, en lo referente a la Orden Ministerial de 7 de enero de 2000, se prevé que, en el supuesto de amortización de valores que hayan sido objeto de una garantía constituida en la Caja General de Depósitos, el efectivo correspondiente a los citados valores se abonará en la cuenta del Tesoro Público en el Banco de España, quedando sujeto al régimen de las garantías consignadas en efectivo. El importe efectivo procedente de la amortización será abonado a la entidad gestora o titular de cuenta que tenía anotados los citados valores en el momento de su amortización, que deberá dar a dicho importe efectivo el destino que corresponda. No obstante, en el supuesto de efectivo procedente de la amortización de valores que hayan sido inmovilizados para la constitución de garantías mediante valores ante la Caja General de Depósitos, una vez constatada la vigencia de dichas garantías por parte del órgano administrativo, organismo autónomo o ente público a cuya disposición se constituyó, se procederá al abono del efectivo correspondiente en la cuenta que determine el Tesoro Público, quedando sujeto al régimen de las garantías consignadas en efectivo.

**Presupuestos Generales
del Estado
para el año 2005**

Como es habitual en el mes de diciembre, se ha publicado la *Ley 2/2004, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005* (BOE de 28 de diciembre). La Ley pretende contribuir al aumento de la productividad de la economía española, mediante la inversión pública en infraestructuras, el esfuerzo en investigación, el desarrollo e innovación tecnológica y la ampliación de las becas educativas en todos los niveles. Además, intenta reforzar el gasto social en determinadas áreas en las que las necesidades son particularmente urgentes.

Por primera vez desde el año 1993, el Gobierno ha optado este año por remitir a las Cortes únicamente la Ley de Presupuestos, ya que era práctica habitual que su tramitación fuera acompañada de la denominada Ley de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados de carácter monetario, financiero y fiscal:

**MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA
DE LOS SISTEMAS DE PAGOS
Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES**

La Ley de Presupuestos, en sus disposiciones adicionales, aprovecha para modificar la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores. En concreto, aborda la novedosa regulación de la Sociedad Española de Sistemas de Pago, Sociedad Anónima (en adelante, la Sociedad), que sustituye al Servicio de Pagos Interbancarios, Sociedad Anónima, y que se encargará de la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante, SNCE), prevista para antes del 1 de julio de 2005.

La Sociedad actuará bajo el principio de equilibrio financiero y tendrá por objeto exclusivo:

- a) Facilitar el intercambio, compensación y liquidación de órdenes de transferencia de fondos entre entidades de crédito, cualesquiera que sean los tipos de documentos, instrumentos de pago o transmisión de fondos que motiven las citadas órdenes de transferencia.
- b) Facilitar la distribución, recogida y tratamiento de medios de pago a las entidades de crédito.

c) Prestar servicios técnicos y operativos complementarios o accesorios a las actividades anteriores, así como cualesquiera otros requeridos para que la Sociedad labore y coordine sus actividades en el ámbito de los sistemas de pago.

d) Los demás que le encomiende el Gobierno, previo informe del Banco de España.

La Sociedad podrá participar en los restantes sistemas que regula la presente Ley, sin que pueda asumir riesgos ajenos a los derivados de la actividad que constituye su objeto exclusivo. Por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España, se establecerán aquellas actividades de intermediación financiera que la Sociedad puede realizar y que resulten necesarias para el desarrollo de sus funciones.

En el marco de su objeto social, la Sociedad podrá establecer con otros organismos o entidades que desarrollen funciones análogas, dentro o fuera del territorio nacional, las relaciones que estime convenientes para el mejor desarrollo de las funciones que le competen, y asumir la gestión de otros sistemas, o servicios de finalidad análoga, distintos del SNCE. Asimismo, podrán ser participantes del Sistema Nacional o de otros sistemas gestionados por la Sociedad las entidades de crédito operantes en España e inscritas en los preceptivos Registros Oficiales del Banco de España, así como este último. En ningún caso podrán serlo los establecimientos financieros de crédito.

La *supervisión* de la Sociedad será ejercida por el Banco de España, a quien corresponderá autorizar, con carácter previo a su adopción por los órganos correspondientes de la Sociedad, los estatutos sociales y sus modificaciones, así como las normas básicas de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, será de aplicación a la Sociedad el *régimen sancionador* establecido en la Ley 26/1988, de 28 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las especificaciones que legalmente se determinen. Asimismo, se aplicará a la Sociedad el régimen de intervención establecido en la citada Ley.

MODIFICACIÓN DE LA LEY DE
AUTONOMÍA DEL BANCO
DE ESPAÑA

La Ley de presupuestos también precede a la modificación del artículo 16 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España, a fin de conseguir la integración de los sistemas de pago en nuestro país, pilar básico para el correcto funcionamiento del sistema financiero y de la propia estabilidad financiera.

En este sentido, en el ejercicio de las funciones que le corresponden como integrante del SEBC, el Banco de España podrá regular, mediante circular, los sistemas de compensación y liquidación de pagos, pudiendo en particular desarrollar o completar los actos jurídicos dictados por el BCE e incorporar las recomendaciones de los organismos internacionales que constituyan principios aplicables a la seguridad y eficiencia de los sistemas e instrumentos de pago. También podrá gestionar, en su caso, los sistemas de compensación y liquidación de pagos correspondientes.

Asimismo, corresponderá al Banco de España la vigilancia del funcionamiento de los sistemas de compensación y pago. A tal efecto, podrá recabar, tanto de la entidad gestora de un sistema de pagos, como de los proveedores de servicios de pago, incluidas aquellas entidades que proporcionen servicios tecnológicos para los sistemas y servicios citados, cuanta información y documentación considere necesaria para valorar la eficiencia y seguridad de los sistemas e instrumentos de pago.

Por razones de prudencia, el Banco de España podrá suspender la aplicación de las decisiones que adopte la entidad gestora de un sistema de pagos, y adoptar las medidas oportunas,

cuando estime que dichas decisiones infringen la normativa vigente o perjudican el adecuado desarrollo de los procesos de compensación y liquidación.

DEUDA DEL ESTADO

En materia de deuda del Estado, como es habitual se establece la autorización al Gobierno respecto al incremento del saldo vivo de la deuda del Estado a 31 de diciembre. Así, para el ejercicio del año 2005 se le autoriza para que incremente la misma, con la limitación de que el saldo vivo de dicha deuda a 31 de diciembre del año 2005 no supere el correspondiente a primeros de año en más de 14.000 millones de euros, permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

ASPECTOS FISCALES

Por lo que se refiere al IRPF, la principal medida que se adopta es la actualización de las tarifas para evitar el incremento de la presión fiscal. Además, a efectos del cálculo de las ganancias patrimoniales, derivadas de bienes inmuebles, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%.

También se establecen las disposiciones que permiten compensar la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la vigente Ley del IRPF, como son los arrendatarios y adquirentes de vivienda habitual respecto a los establecidos en la Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF.

En el ámbito del impuesto de sociedades, se incluye la actualización de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permite corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. Finalmente, en materia de tributos locales se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

OTRAS NORMAS

Otras normas de índole económica se refieren al interés legal del dinero, que pasa de un 3,75% a un 4%, y al interés de demora, que pasa de un 4,75% a un 5%. Del mismo modo, se regula el programa de fomento del empleo, así como la financiación de la formación continua. Finalmente, como novedad y fruto de la nueva regulación del salario mínimo interprofesional, se introduce el indicador público de renta de efectos múltiples (IPREM) para 2005.

Modificación del Reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas

El texto refundido de la Ley del impuesto sobre la renta de las personas físicas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo⁶, establecía que las retenciones e ingresos a cuenta sobre los rendimientos del trabajo derivados de relaciones laborales o estatutarias y de pensiones y haberes pasivos se fijarían reglamentariamente, tomando como referencia el importe que resultara de aplicar las tarifas a la base de la retención o ingreso a cuenta.

Haciendo uso de la citada habilitación, y considerando que entre las previsiones económicas del Gobierno figura la del mantenimiento del poder adquisitivo de salarios y pensiones, se ha publicado el *Real Decreto 2347/2004, de 23 de diciembre*, por el que se modifica el Reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas, aprobado por el Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio, en materia de salario medio anual del conjunto de contribuyentes y de retenciones e ingresos a cuenta sobre rendimientos del trabajo (BOE de 24 de diciembre).

⁶. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 2004, pp. 94 y 95.

Por una parte, se procede a la actualización del salario medio anual del conjunto de los declarantes en el impuesto, que pasa de 17.900 euros a 19.600 euros. Dicha magnitud interviene en el cálculo de la cuantía máxima sobre la que se aplica, en su caso, la reducción del 40% de los rendimientos del trabajo que deriven del ejercicio de opciones de compra sobre acciones o participaciones por los trabajadores. Por otra parte, se produce una actualización de los tramos de la escala de retenciones aplicable a los rendimientos del trabajo, que se deflacta en un 2% en cada uno de los tramos de la tarifa.

**Texto refundido
de la Ley de ordenación
y supervisión
de los seguros privados**

La Ley 30/1995, de 8 de noviembre⁷, de ordenación y supervisión de los seguros privados, incorporó al derecho español las normas comunitarias vigentes en ese momento, sobre todo en lo referente al control y supervisión de las entidades aseguradoras, siguiendo la línea que se habían trazado los países miembros del Espacio Económico Europeo.

Más adelante, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre⁸, de medidas de reforma del sistema financiero, introdujo diversas modificaciones en la Ley 30/1995. Por un lado, se transpuso al derecho interno la normativa comunitaria publicada hasta la fecha, y se fomentó la eficiencia del mercado de seguros con la desaparición de la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras y la asunción de sus funciones por el Consorcio de Compensación de Seguros. Por otro, se introdujeron novedades relevantes en relación con la protección de los clientes de servicios financieros; se tipificaron las infracciones por deficiencias de organización administrativa y control interno de las entidades aseguradoras, y se actualizó el régimen sancionador por la comisión de infracciones en materia de seguros. Finalmente, se autorizó al Gobierno para que en el plazo de un año desde su entrada en vigor elaborase un texto refundido de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, y se le facultó para regularizar, aclarar y armonizar los textos legales que han de ser refundidos.

Por su parte, la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, introdujo modificaciones en la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, para adaptar la redacción de algunos de sus preceptos a la nueva regulación en materia concursal.

Posteriormente, la Ley 34/2003, de 4 de noviembre, de modificación y adaptación a la normativa comunitaria de la legislación de seguros privados, entre otros aspectos, introdujo importantes modificaciones en la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, motivadas por la necesidad de adaptarla a las más recientes directivas comunitarias aprobadas en el ámbito del sector de seguros, y autorizó al Gobierno para que elaborara un texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, que incluyera las modificaciones contenidas en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, y las que se derivasen de lo dispuesto en la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal.

Para dar cumplimiento al mandato contenido en las citadas disposiciones, se ha publicado el *Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre* (BOE de 5 de noviembre), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados. Dicha norma ofrece un texto sistemático y unificado, comprensivo de la normativa aplicable a la ordenación y supervisión de los seguros privados, armonizando y aclarando, cuando así es necesario, los textos que se refunden.

7. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 86-91. 8. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 2003, pp. 75-89.

El texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados mantiene la misma estructura y sistemática que la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados.

**Reglamento general
del régimen sancionador
tributario**

Se ha publicado el *Real Decreto 2063/2004, de 15 de octubre* (BOE de 28 de octubre), por el que se aprueba el Reglamento general del régimen sancionador tributario, que desarrolla la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, general tributaria, y sustituye a la normativa hasta ahora vigente, integrada fundamentalmente por el Real Decreto 1930/1998, de 11 de septiembre.

El nuevo Reglamento se caracteriza, entre otros, por los siguientes aspectos:

- a) La separación conceptual entre deuda tributaria y sanción tributaria.
- b) La nueva tipificación de las infracciones, que adopta la clasificación tripartita de infracciones leves, graves y muy graves de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo común.
- c) La introducción de nuevas reducciones de las sanciones para los supuestos de actas con acuerdo y de pago sin recurso de la sanción.
- d) La especial relevancia otorgada al aspecto subjetivo de la infracción, de modo que, en términos generales, la calificación de una infracción como grave requiere la existencia de *ocultación*, y la calificación como muy grave exige la concurrencia de *medios fraudulentos*, como expresiones específicas del ánimo fraudulento en materia tributaria.
- e) Y el incremento de la seguridad jurídica, de forma que se ha tratado de reducir el grado de discrecionalidad administrativa en la aplicación del régimen sancionador.

Estas dos últimas circunstancias condicionan el contenido del nuevo reglamento, que ahora no establece la cuantía exacta de la sanción, determinada por la ley en la mayoría de los casos, sino que se limita a establecer las fórmulas de cálculo necesarias para la correcta aplicación de determinados conceptos legales con arreglo a la nueva sistemática empleada, además de regular el necesario desarrollo del procedimiento sancionador.

La nueva Ley general tributaria configura como eje central de las infracciones que generan perjuicio económico el elemento subjetivo concurrente en cada caso, concretado básicamente en la *ocultación* y en los *medios fraudulentos*. Para la aplicación del nuevo régimen se establece como regla fundamental la calificación unitaria de la infracción, de modo que, cuando en una determinada regularización se aprecie simultáneamente la concurrencia de *ocultación*, *medios fraudulentos* o cualquier otra circunstancia determinante de la calificación de la infracción, se analizará la incidencia que cada una de estas circunstancias tiene sobre la base de la sanción a efectos de determinar la calificación de la infracción como leve, grave o muy grave. Una vez calificada, la infracción se considerará única y el porcentaje de sanción que corresponda se aplicará sobre toda la base de la sanción.

En relación con las infracciones que no conllevan perjuicio económico para la Hacienda pública y consisten esencialmente en el incumplimiento de deberes u obligaciones formales, el desarrollo reglamentario contiene reglas que intentan aclarar la incompatibilidad de determinados tipos infractores de acuerdo con el principio de no concurrencia de sanciones tributarias.

Respecto al procedimiento sancionador, la novedad más destacada está constituida por la nueva configuración del derecho a la tramitación separada del procedimiento sancionador como un derecho renunciable por parte de los interesados en un procedimiento de aplicación de los tributos. Dentro de la tramitación separada, las modificaciones más importantes afectan al trámite de resolución del procedimiento, ya que se prevé que el órgano competente para resolver pueda ordenar la ampliación de actuaciones y rectificar la propuesta de resolución. Asimismo, debe destacarse que se incorporan al régimen sancionador tributario las normas especiales relativas a los procedimientos sancionadores tramitados por los órganos de inspección de los tributos y que en el régimen anterior se ubicaban en el citado reglamento general de la inspección de los tributos.

Finalmente, cabe reseñar que se introducen unas disposiciones especiales donde se regula la imposición de sanciones no pecuniarias y las actuaciones en materia de delitos contra la Hacienda pública.

***Adaptación española
al nuevo marco normativo
comunitario
de la competencia***

El Real Decreto 295/1998, de 27 de febrero, relativo a la aplicación en España de las reglas europeas de competencia, reguló la aplicación de dichos preceptos por los órganos nacionales encargados de la defensa de la competencia, y realizó una atribución genérica de competencias a cada una de las autoridades nacionales, el Tribunal y el Servicio de Defensa de la Competencia, acorde con la distribución interna de aquellas. Por último, reguló el deber de secreto y el tratamiento de la información confidencial y estableció, con carácter general, la aplicación de las normas de procedimiento previstas en la Ley 16/1989, de 17 de julio, de defensa de la competencia, y en sus normas de desarrollo.

Recientemente, se han introducido importantes modificaciones en la normativa comunitaria de la competencia que hacen necesario incorporarlas al ordenamiento jurídico español, llevándose ello a efecto mediante la publicación del *Real Decreto 2295/2004, de 10 de diciembre*, relativo a la aplicación en España de las normas comunitarias de competencia (BOE de 23 de diciembre).

El Real Decreto procede a transponer a la normativa española el Reglamento (CE) n.º 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado de la Comunidad Europea, y el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.

En este sentido, el Real Decreto 2295/2004 atribuye las competencias y obligaciones derivadas de la normativa comunitaria a los órganos de defensa de la competencia estatales, que constituyen las autoridades de competencia en España a efectos de la normativa comunitaria (antes, dichas competencias estaban distribuidas entre el Estado y las Comunidades Autónomas). Asimismo, regula las tareas de colaboración con la Comisión Europea, con los órganos jurisdiccionales nacionales y con las autoridades nacionales de competencia de otros Estados miembros, delimita las facultades de los funcionarios o agentes que realicen inspecciones en España, prevé el régimen aplicable al deber de secreto y a la información confidencial respecto a las actuaciones que se deriven de la aplicación de este Real Decreto, así como la cooperación con los órganos jurisdiccionales, y, finalmente, determina las normas de procedimiento que regirán la aplicación de las normas comunitarias por parte de las autoridades nacionales.

***Medidas de lucha contra
la morosidad
en las operaciones
comerciales***

La Unión Europea ha venido prestando una atención creciente a los problemas de los plazos de pago excesivamente amplios y de la morosidad en el pago de deudas contractuales, debido a que deterioran la rentabilidad de las empresas, produciendo efectos especialmente negativos en la pequeña y mediana empresa.

Las iniciativas de la Unión Europea desarrolladas en esta materia desembocaron en la Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 2000, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. Su objetivo era fomentar una mayor transparencia en la determinación de los plazos de pago en las transacciones comerciales, y también su cumplimiento. Asimismo, su alcance estaba limitado a los pagos efectuados como contraprestación en operaciones comerciales entre empresas y entre estas y el sector público. No regulaba las operaciones en las que intervienen consumidores, los intereses relacionados con otros pagos, como los efectuados en virtud de la legislación en materia de cheques y letras de cambio, ni los pagos de indemnizaciones por daños.

Recientemente, se ha procedido a la transposición de esta Directiva a nuestro ordenamiento jurídico mediante la *Ley 3/2004, de 29 de diciembre*, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales (BOE de 30 de diciembre).

La Ley tiene por objeto combatir la morosidad en el pago de deudas dinerarias y el abuso, en perjuicio del acreedor, en la fijación de los plazos de pago en las operaciones comerciales que den lugar a la entrega de bienes o a la prestación de servicios realizadas entre empresas o entre empresas y la Administración. Quedan fuera de su ámbito de aplicación: a) los pagos efectuados en las operaciones comerciales en las que intervengan consumidores; b) los intereses relacionados con la legislación en materia de cheques, pagarés y letras de cambio y los pagos de indemnizaciones por daños, incluidos los pagos por entidades aseguradoras, y c) las deudas sometidas a procedimientos concursales incoados contra el deudor, que se regirán por lo establecido en su legislación especial.

Las medidas sustantivas contra la morosidad que la Ley regula consisten —básicamente— en establecer, con carácter general, un plazo de exigibilidad de intereses de demora, determinar su devengo automático, señalar el tipo de interés de demora y otorgar al acreedor el derecho a reclamar al deudor una indemnización razonable por los costes de cobro. A estas medidas se añade la posibilidad de pactar cláusulas de reserva de dominio a los efectos de que el vendedor conserve la propiedad de los bienes hasta el pago total de la deuda.

El plazo de exigibilidad de la deuda y la determinación del tipo de interés de demora establecidos en la Ley son de aplicación en defecto de pacto entre las partes. Ahora bien, la libertad de contratar no debe amparar prácticas abusivas imponiendo cláusulas relativas a plazos de pago más amplios o tipos de interés de demora inferiores a los previstos en esta Ley, por lo que el juez podrá modificar estos acuerdos si, valoradas las circunstancias del caso, resultaran abusivos para el acreedor. En este sentido, podrá considerarse factor constitutivo de dicho abuso el que el acuerdo sirva, principalmente, para proporcionar al deudor una liquidez adicional a expensas del acreedor o para que el contratista principal imponga a sus proveedores o subcontratistas unas condiciones de pago que no estén justificadas por razón de las obligaciones que asuma. También la Ley regula la acción colectiva dirigida a impedir la utilización de estas cláusulas cuando hayan sido redactadas para uso general.

7.1.2005.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

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.

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	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)

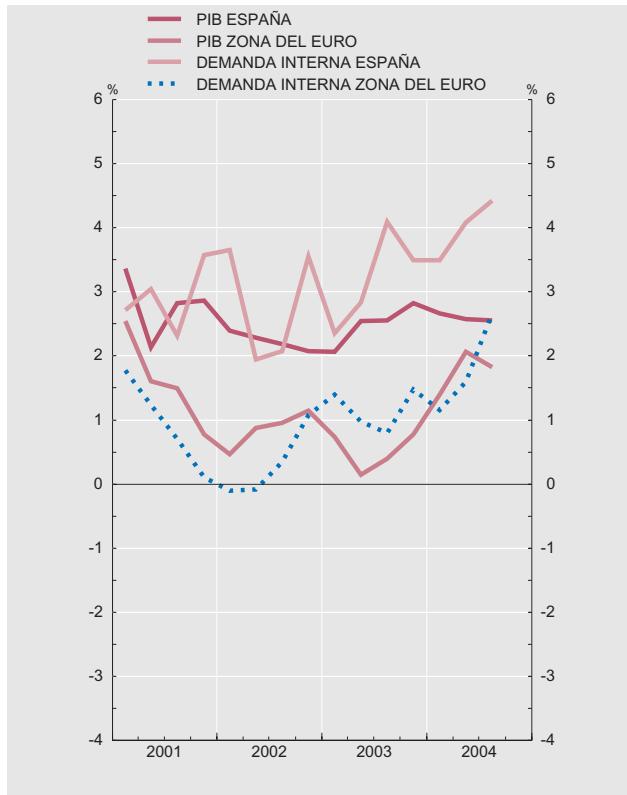
■ Serie representada gráficamente.

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: PIBpm 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	-0,3	2,9	1,0	3,6	3,4	3,9	1,7	654	6 847
02	P	2,2	0,9	2,9	0,6	4,1	3,1	1,7	-2,7	2,8	0,3	1,2	1,9	3,1	0,5	699	7 082
03	P	2,5	0,5	2,9	1,0	3,9	1,6	3,2	-0,5	3,2	1,2	2,6	0,2	4,8	2,0	745	7 265
01 /V	P	2,9	0,8	2,1	1,4	3,7	2,8	3,0	-2,2	3,6	0,1	-2,4	-1,8	-0,1	-3,8	167	1 729
02 /	P	2,4	0,5	1,8	0,3	4,0	2,8	1,1	-2,9	3,7	-0,1	-4,0	-1,5	0,2	-3,2	170	1 750
II	P	2,3	0,9	2,8	0,4	4,3	3,4	-0,5	-3,7	1,9	-0,1	1,4	2,1	0,4	-0,4	173	1 764
III	P	2,2	1,0	3,1	0,7	4,2	3,1	1,9	-2,9	2,1	0,3	3,0	3,2	2,7	1,7	176	1 780
IV	P	2,1	1,1	3,7	1,1	3,9	2,9	4,1	-1,2	3,6	1,1	4,7	3,9	9,3	3,9	179	1 789
03 /	P	2,1	0,7	2,9	1,4	4,0	1,9	3,4	-1,7	2,4	1,4	1,9	1,6	2,8	3,5	182	1 799
II	P	2,5	0,1	2,7	1,0	3,5	1,5	3,6	-0,5	2,8	1,0	3,9	-1,3	4,7	0,9	184	1 804
III	P	2,6	0,4	3,0	0,8	3,8	1,6	3,1	-0,2	4,1	0,8	3,1	0,2	7,9	1,3	187	1 824
IV	P	2,8	0,8	2,9	0,5	4,2	1,5	2,6	0,3	3,5	1,5	1,6	0,3	3,7	2,1	191	1 838
04 /	P	2,7	1,4	3,3	1,0	4,3	1,7	2,7	0,8	3,5	1,2	5,5	3,6	7,8	3,1	194	1 859
II	P	2,6	2,1	3,4	1,1	4,3	1,7	4,1	1,3	4,1	1,6	3,5	7,6	8,1	6,7	196	1 880
III	P	2,6	1,8	3,4	1,0	4,4	1,9	5,9	1,6	4,4	2,7	4,2	6,1	9,6	8,7	200	1 896

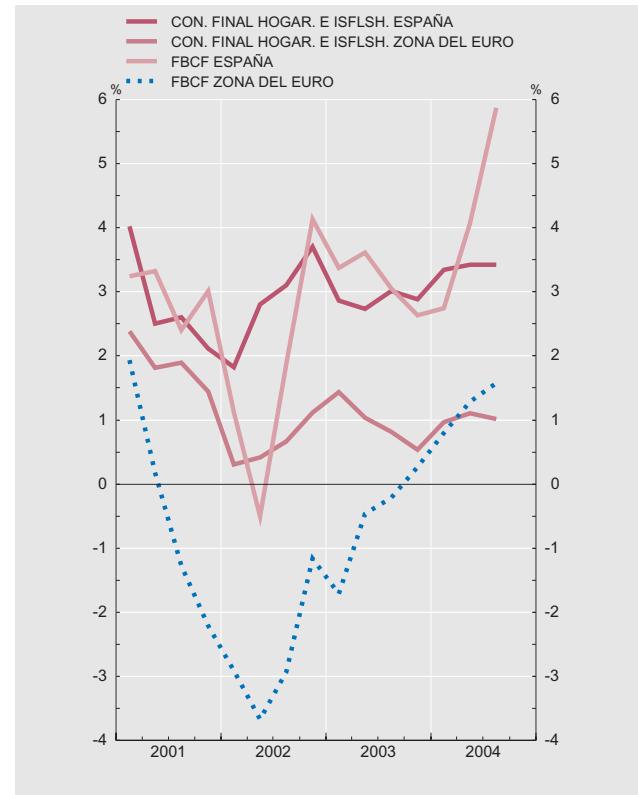
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

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)

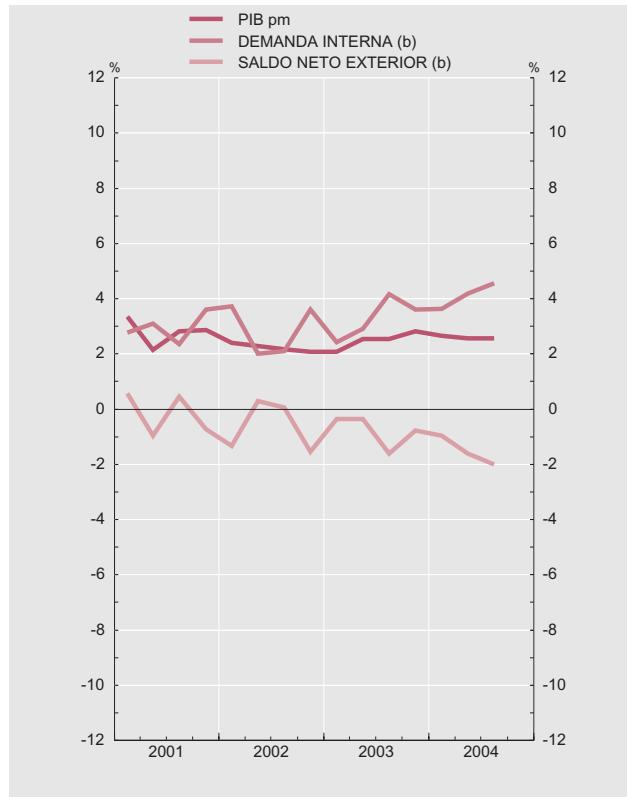
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios			Importación de bienes y servicios			Pro memoria					
	Total	Equipo	Construcción	Otros productos			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	12	13	14	15	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	
01	/V	P	3,0	-3,8	6,3	5,2	0,9	-2,4	-4,4	-1,6	7,4	-0,1	-0,7	6,0	2,4	-0,7	3,6	2,9
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
	/II	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
	/III	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
	/IV	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
	/II	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
	/III	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
	/IV	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	4,3	2,8	0,2	5,5	8,3	0,1	-1,9	7,8	8,5	21,1	0,6	-1,0	3,6	2,7
	/II	P	4,1	4,3	4,2	3,3	0,3	3,5	5,8	-2,2	-2,0	8,1	9,0	20,2	-0,4	-1,6	4,2	2,6
	/III	P	5,9	9,8	4,5	3,8	0,2	4,2	6,5	-1,5	-2,2	9,6	10,6	17,4	1,4	-2,0	4,6	2,6

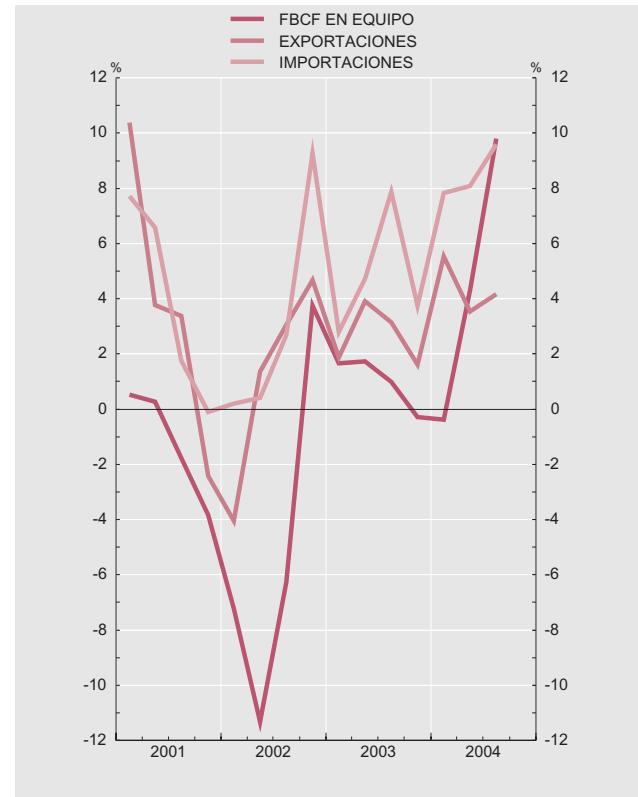
PIB. DEMANDA INTERNA Y SALDO NETO EXTERIOR

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).

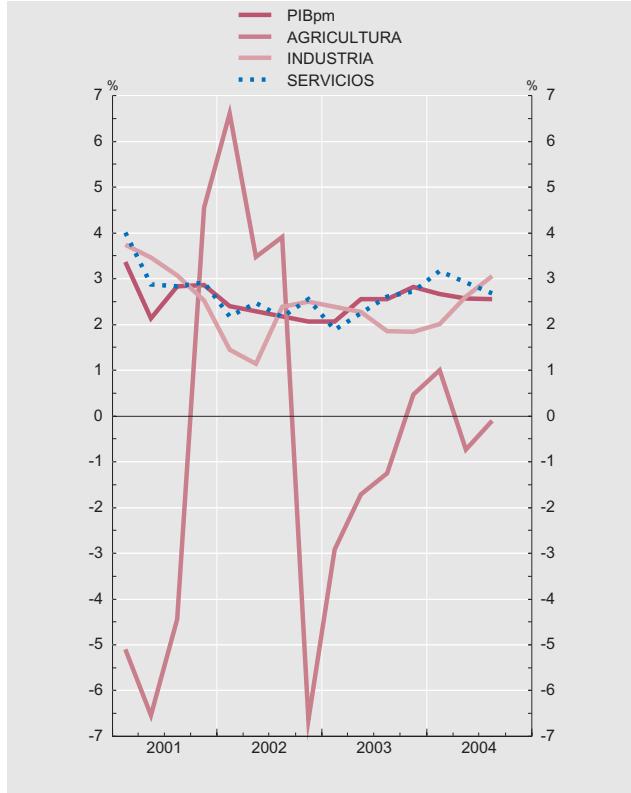
b. Aportación al crecimiento del PIBpm.

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

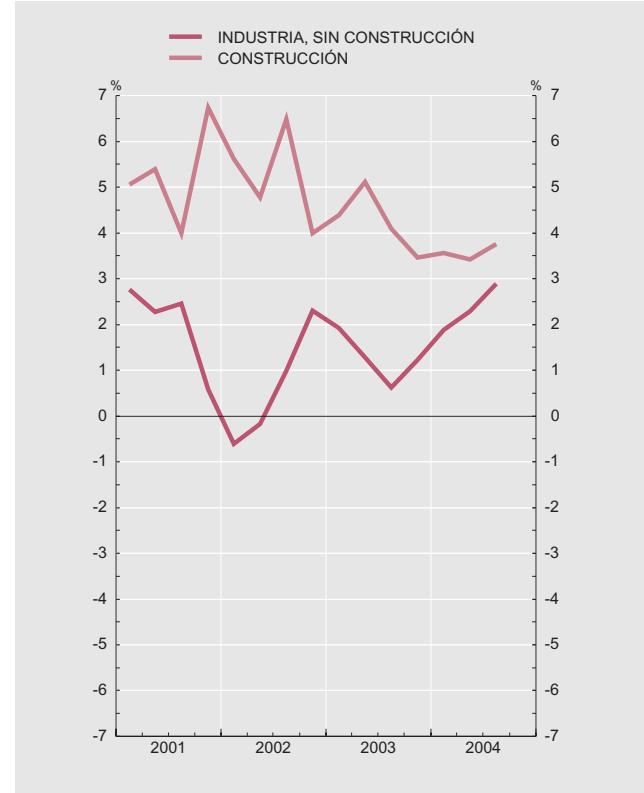
■ Serie representada gráficamente.

	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	5,3	-0,3	4,6				
03	P	2,5	-1,4	1,3	1,3	4,3	2,4	2,1	3,3	5,3	5,9	5,9	8,7				
01 /V	P	2,9	4,6	3,3	0,6	6,7	2,9	2,7	3,7	6,3	-	-	-3,8				
02 /	P	2,4	6,6	2,7	-0,6	5,6	2,2	1,8	3,4	5,0	-3,2	6,4					
II	P	2,3	3,5	-0,1	-0,2	4,8	2,5	2,3	3,0	7,0	-	0,0					
III	P	2,2	3,9	0,7	1,0	6,5	2,2	2,1	2,4	-0,0	0,8	2,6					
IV	P	2,1	-6,6	0,3	2,3	4,0	2,6	2,7	1,9	-2,3	1,2	9,6					
03 /	P	2,1	-2,9	0,3	1,9	4,4	1,9	1,5	3,1	3,2	3,3	7,0					
II	P	2,5	-1,7	0,9	1,3	5,1	2,2	2,1	2,8	7,3	4,0	8,0					
III	P	2,6	-1,2	2,9	0,6	4,1	2,6	2,4	3,3	4,9	9,1	8,6					
IV	P	2,8	0,5	1,2	1,2	3,5	2,7	2,4	3,9	6,0	7,3	11,1					
04 /	P	2,7	1,0	-0,7	1,9	3,6	3,2	3,1	3,4	0,6	15,5	4,5					
II	P	2,6	-0,7	2,3	2,3	3,4	2,9	2,8	3,2	0,1	9,9	3,9					
III	P	2,6	-0,1	2,2	2,9	3,8	2,7	2,4	3,4	0,4	-	3,1					

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).

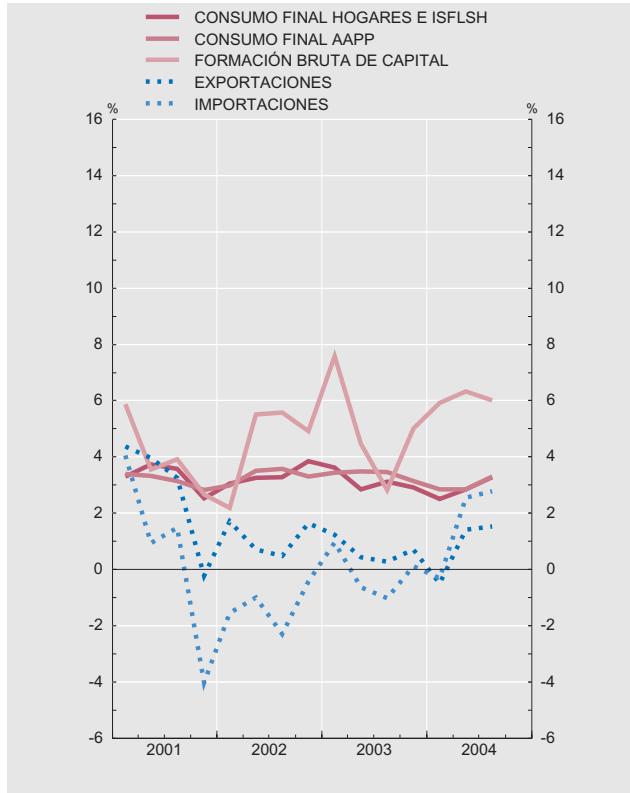
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

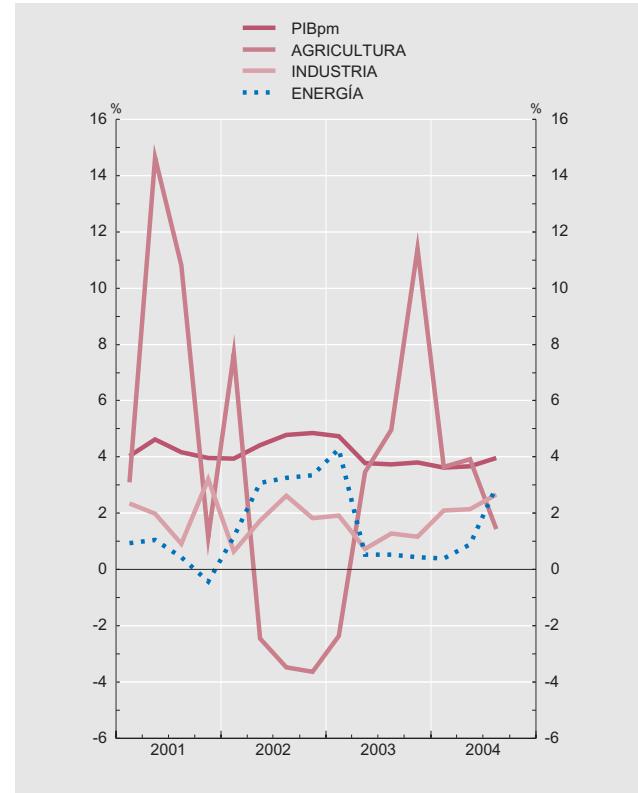
Tasas de variación interanual

	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 interno bruto a precios de mercado	Ramas de actividad				De los que				
				Del cual						Ramas agraria y pesquera								
				Formación bruta de capital fijo						Ramas energéticas								
				Bienes de equipo	Construcción	Otros productos				Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios	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		
01 /V	P	2,5	2,8	2,7	0,3	2,8	3,0	-0,2	-4,0	4,0	1,2	-0,4	3,2	5,6	4,4	4,7		
02 /	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		
II	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		
III	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 /	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		
II	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		
III	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 /	P	2,5	2,9	5,9	1,9	7,4	6,5	-0,5	-0,3	3,6	3,6	0,4	2,1	8,1	3,4	3,4		
II	P	2,9	2,9	6,3	2,0	7,8	7,7	1,4	2,5	3,7	3,9	0,9	2,2	8,2	3,5	3,7		
III	P	3,3	3,3	6,0	2,4	8,1	7,5	1,5	2,8	4,0	1,4	2,9	2,7	8,5	3,9	4,3		

PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

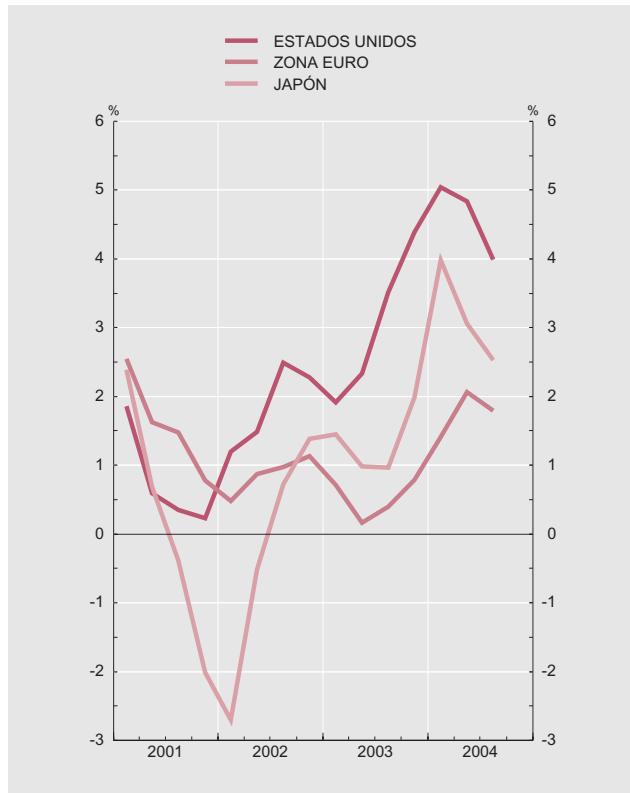
a. Elaborado según el SEC95, SERIES CORREGIDAS DE EFECTOS ESTACIONALES Y DE CALENDARIO (véase boletín económico de abril 2002).

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

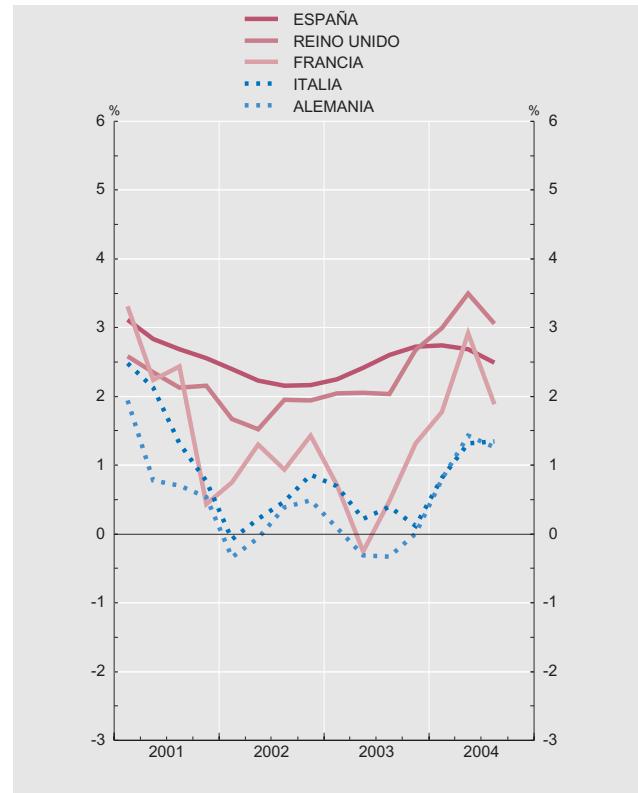
■ Serie representada gráficamente.

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



Fuentes: BCE, INE y OCDE.

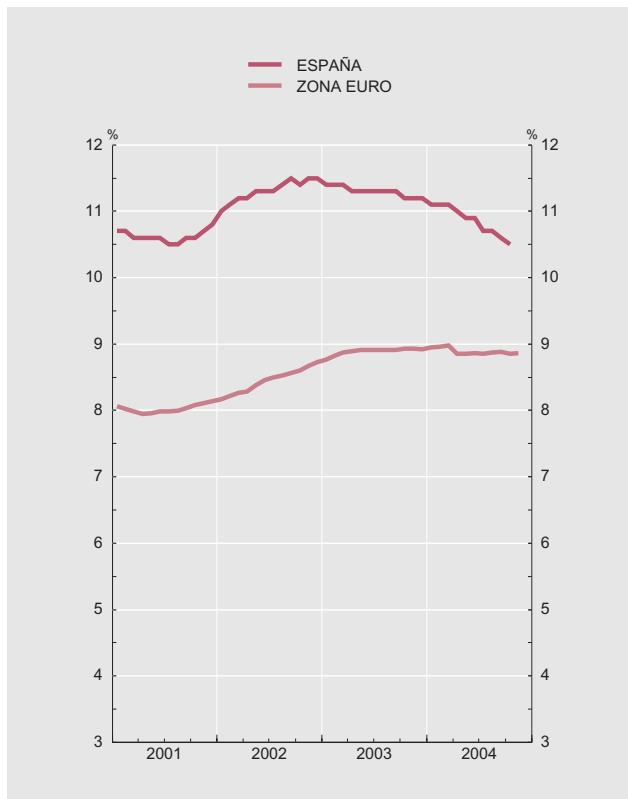
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

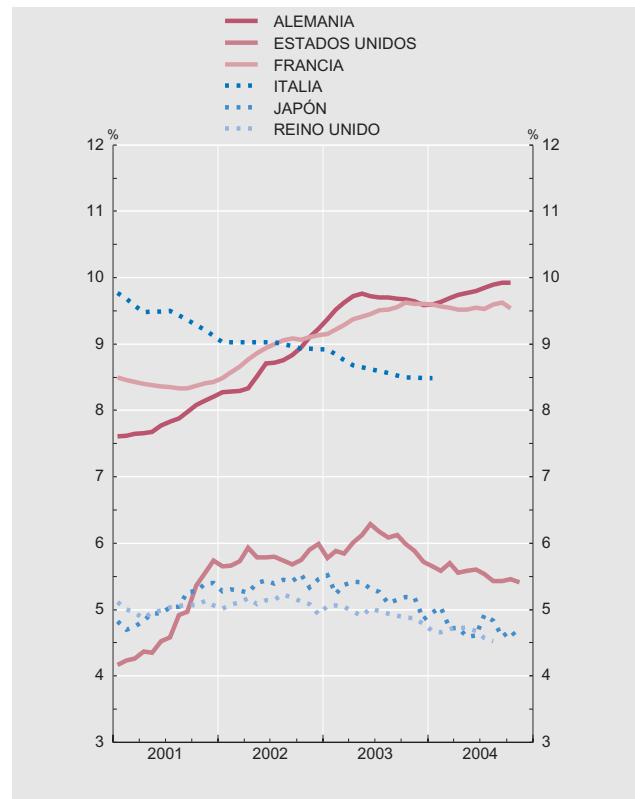
■ Serie representada gráficamente.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Porcentajes
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
01	6,5	7,4	8,0	7,8	10,6	4,8	8,4	9,4	5,0	5,0	
02	7,0	7,7	8,4	8,7	11,3	5,8	8,9	9,0	5,4	5,1	
03	7,1	8,1	8,9	9,6	11,3	6,0	9,4	8,6	5,2	5,0	
03 Jun	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,3	9,5	8,6	5,3	5,0	
Jul	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,2	9,5	8,6	5,3	5,0	
Ago	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,1	9,5	8,6	5,1	4,9	
Sep	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,1	9,6	8,5	5,2	4,9	
Oct	7,1	8,1	8,9	9,7	11,2	6,0	9,6	8,5	5,2	4,9	
Nov	7,1	8,1	8,9	9,6	11,2	5,9	9,6	8,5	5,2	4,9	
Dic	7,0	8,1	8,9	9,6	11,2	5,7	9,6	8,5	4,9	4,8	
04 Ene	7,0	8,0	9,0	9,6	11,1	5,7	9,6	8,5	5,0	4,7	
Feb	6,9	8,0	9,0	9,6	11,1	5,6	9,6	...	5,0	4,7	
Mar	6,9	8,1	9,0	9,7	11,1	5,7	9,6	...	4,7	4,7	
Abr	6,9	8,1	8,9	9,7	11,0	5,6	9,5	...	4,7	4,7	
May	6,9	8,1	8,9	9,8	10,9	5,6	9,5	...	4,6	4,7	
Jun	6,9	8,1	8,9	9,8	10,9	5,6	9,6	...	4,6	4,7	
Jul	6,9	8,0	8,9	9,9	10,7	5,5	9,5	...	4,9	4,6	
Ago	6,9	8,0	8,9	9,9	10,7	5,4	9,6	...	4,8	4,5	
Sep	6,8	8,0	8,9	9,9	10,6	5,4	9,6	...	4,6	...	
Oct	6,8	8,0	8,9	9,9	10,5	5,5	9,5	...	4,7	...	
Nov	...	...	8,9	...	...	5,4	...	...	4,5	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



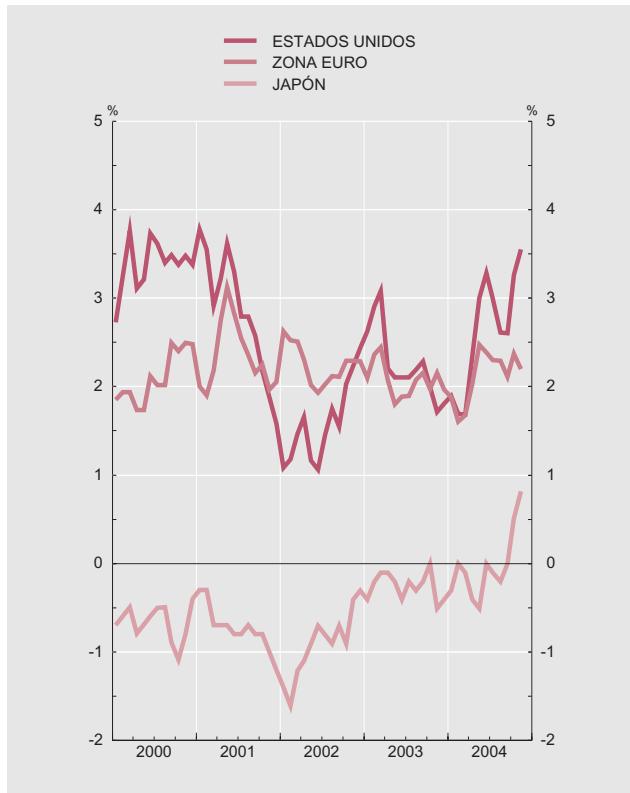
Fuentes: BCE y OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

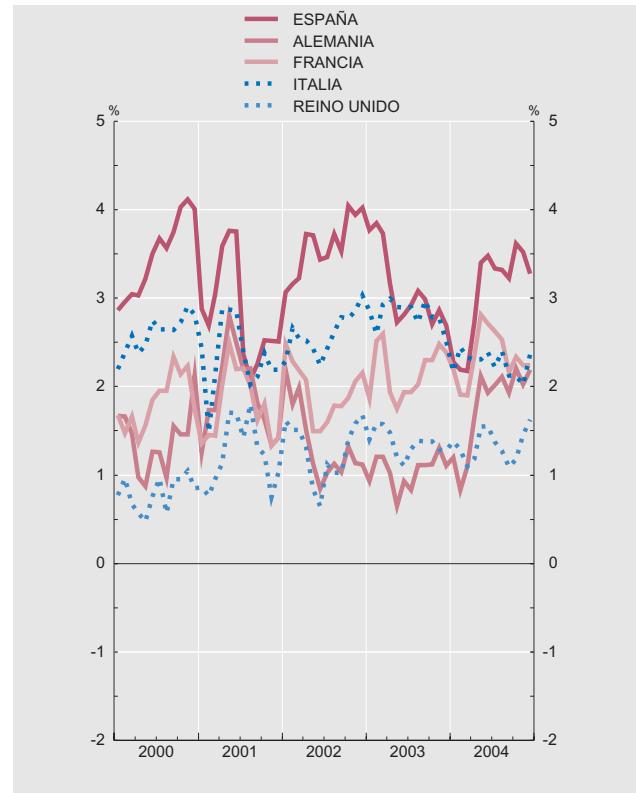
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
00	4,0	1,9	2,1	1,4	3,5	3,4	1,8	2,6	-0,7	0,8	
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	
03 Jul	2,4	1,8	1,9	0,8	2,9	2,1	1,9	2,9	-0,2	1,3	
Ago	2,3	2,0	2,1	1,1	3,1	2,2	2,0	2,7	-0,3	1,4	
Sep	2,4	2,0	2,2	1,1	3,0	2,3	2,3	3,0	-0,2	1,4	
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	...	...	...	2,2	3,3	...	2,2	2,4	...	1,6	

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.

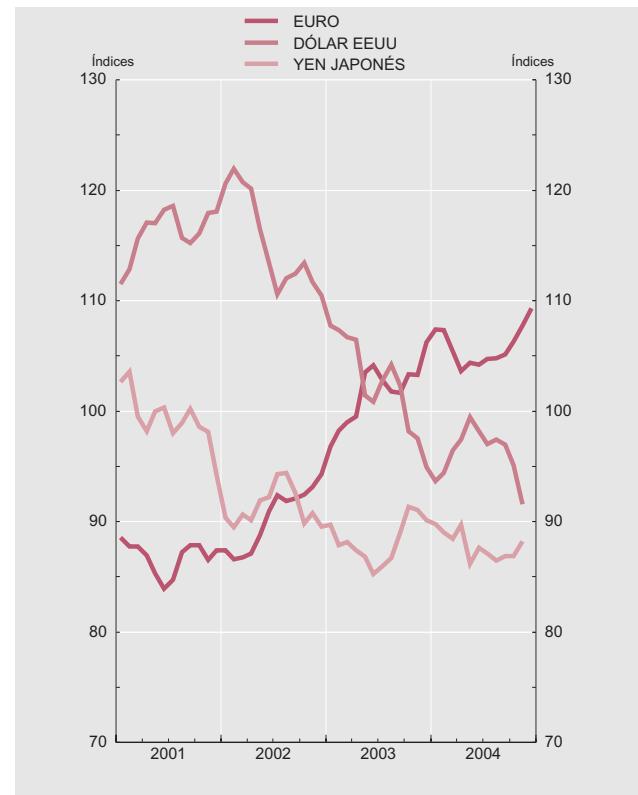
Media de cifras diarias

	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/ euro	Yen japonés por euro/ euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
01	0,8955	108,76	121,50	86,7	111,8	106,9	86,8	116,2	99,3	88,4	112,9	100,3
02	0,9454	118,08	125,18	89,2	110,5	101,1	90,3	115,3	91,4	91,9	109,9	94,7
03	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,3	102,2	98,3	91,9
03 E-D	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,3	102,2	98,3	91,9
04 E-D	1,2433	134,41	108,18	103,8	89,7	101,5	105,9	96,2	87,8	105,3	93,4	90,5
03 Oct	1,1692	128,12	109,58	101,3	93,1	103,6	103,3	98,2	91,3	103,1	94,5	95,0
Nov	1,1702	127,84	109,25	101,2	92,7	103,7	103,3	97,6	91,1	103,2	93,6	95,1
Dic	1,2286	132,43	107,80	104,2	90,4	102,7	106,2	94,9	90,1	105,9	91,3	94,2
04 Ene	1,2613	134,13	106,34	105,4	88,7	102,5	107,4	93,6	89,7	107,0	90,1	93,5
Feb	1,2646	134,78	106,58	105,3	89,1	102,1	107,3	94,4	89,0	106,9	90,6	92,9
Mar	1,2262	133,13	108,56	103,4	90,8	101,8	105,4	96,5	88,4	105,2	92,7	92,0
Abr	1,1985	129,08	107,72	101,6	91,6	103,7	103,7	97,4	89,7	103,2	94,2	93,0
May	1,2007	134,48	112,02	102,4	93,3	99,9	104,4	99,5	86,2	103,9	96,7	88,8
Jun	1,2138	132,86	109,46	102,3	91,8	101,6	104,2	98,2	87,7	103,7	94,8	90,4
Jul	1,2266	134,08	109,32	102,8	90,7	101,0	104,7	97,0	87,1	104,4	93,8	89,6
Ago	1,2176	134,54	110,50	102,7	91,2	100,4	104,8	97,4	86,5	104,4	94,2	88,7
Sep	1,2218	134,51	110,09	103,0	90,7	100,7	105,1	96,9	86,9	104,6	93,8	88,7
Oct	1,2490	135,97	108,89	104,2	88,8	100,6	106,3	95,1	86,8	105,5	93,0	87,6
Nov	1,2991	136,09	104,77	105,6	85,3	102,3	107,7	91,6	88,2	106,6	...	...
Dic	1,3408	139,14	103,78	107,1	84,3	101,8	109,3	...	...	108,0	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES 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.

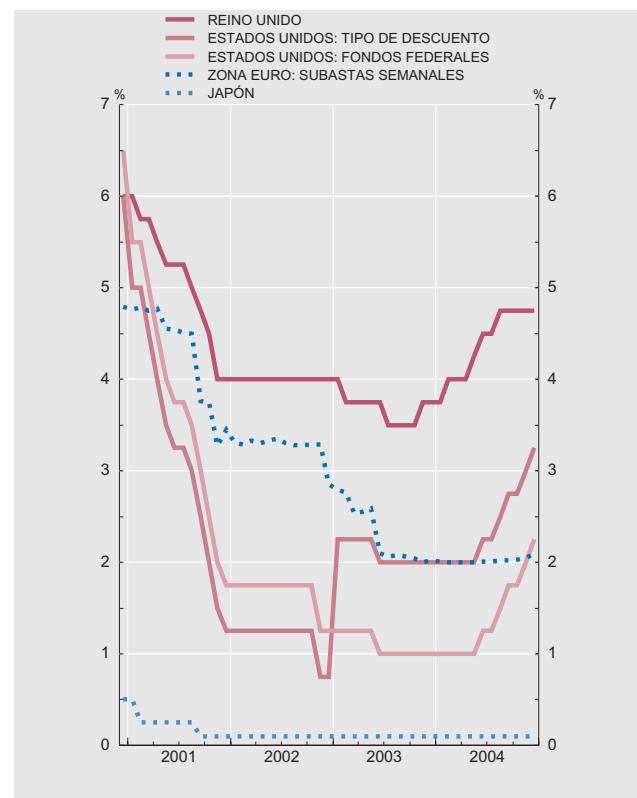
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

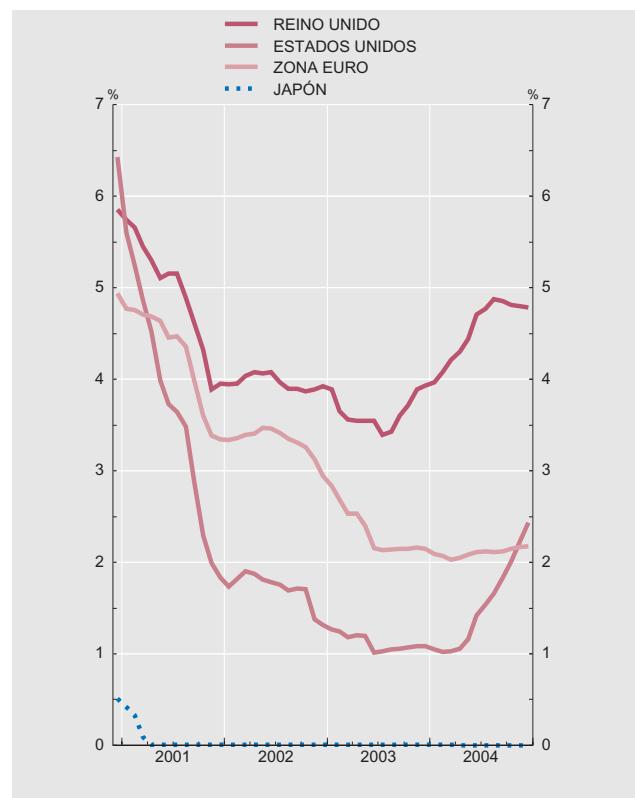
Porcentajes

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	
01	3,25	1,25	3,72	0,10	4,00	3,39	4,30	4,26	-	-	3,66	-	-	0,08	4,93
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
03 Jul	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,51	2,33	2,13	-	-	1,03	-	-	0,01	3,39
Ago	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,52	2,35	2,14	-	-	1,05	-	-	0,01	3,43
Sep	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,53	2,38	2,15	-	-	1,05	-	-	0,00	3,60
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
Apr	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

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).

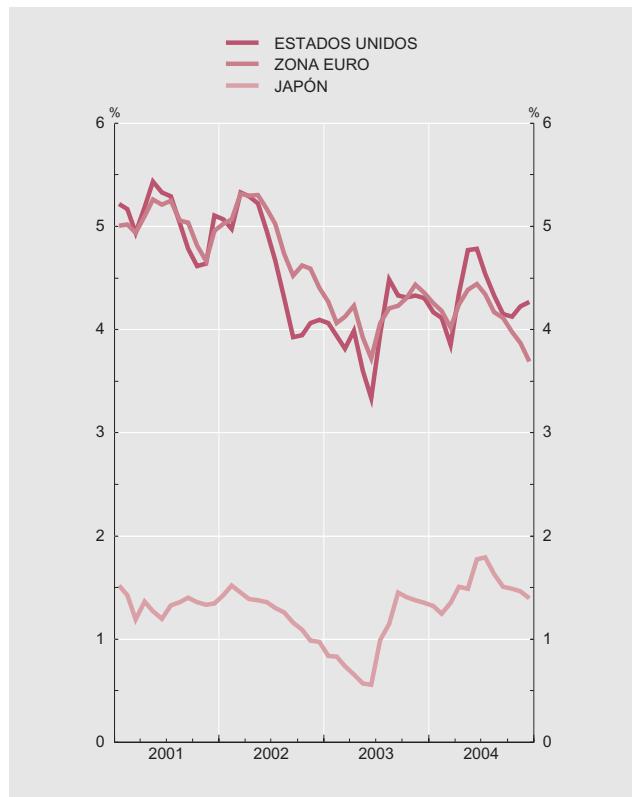
(d) Oferta complementaria de liquidez (Retail Bank Base rate).

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

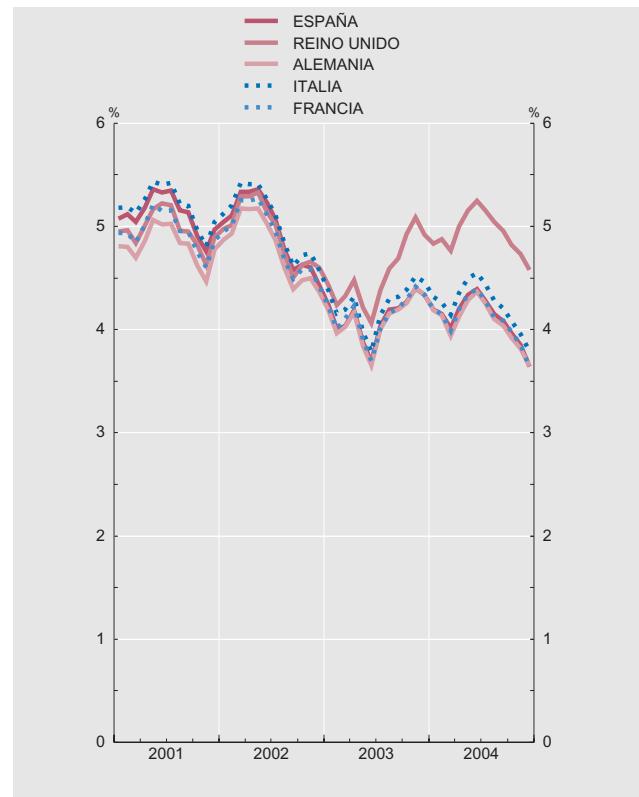
■ Serie representada gráficamente.

	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		
01	4,47	4,98	5,03	4,82	5,12	5,06	4,95	5,19	1,34	4,97	
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	
03 Jul	3,60	4,11	4,06	4,00	4,03	3,96	4,01	4,14	0,99	4,38	
Ago	3,91	4,28	4,20	4,16	4,19	4,48	4,16	4,30	1,15	4,59	
Sep	3,91	4,32	4,23	4,20	4,21	4,33	4,21	4,32	1,45	4,69	
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	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

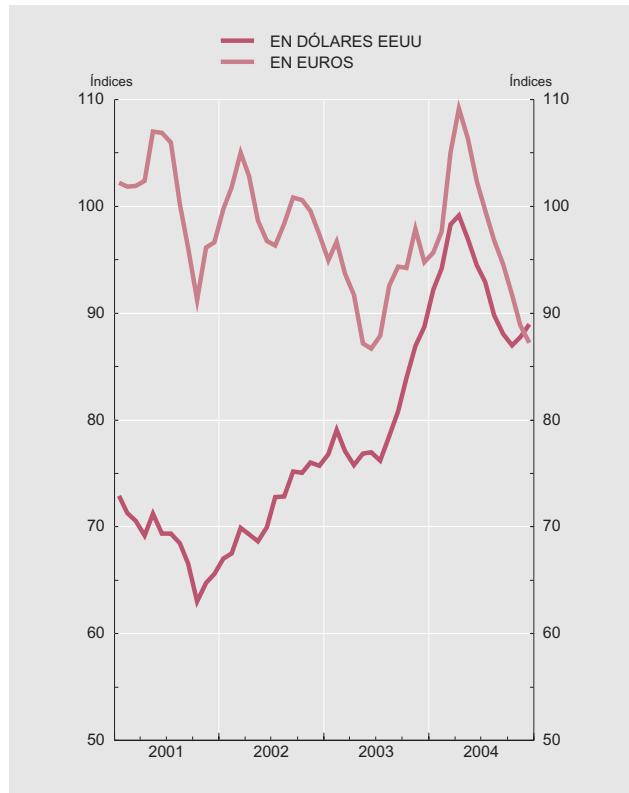
2.7 MERCADOS INTERNACIONALES: ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

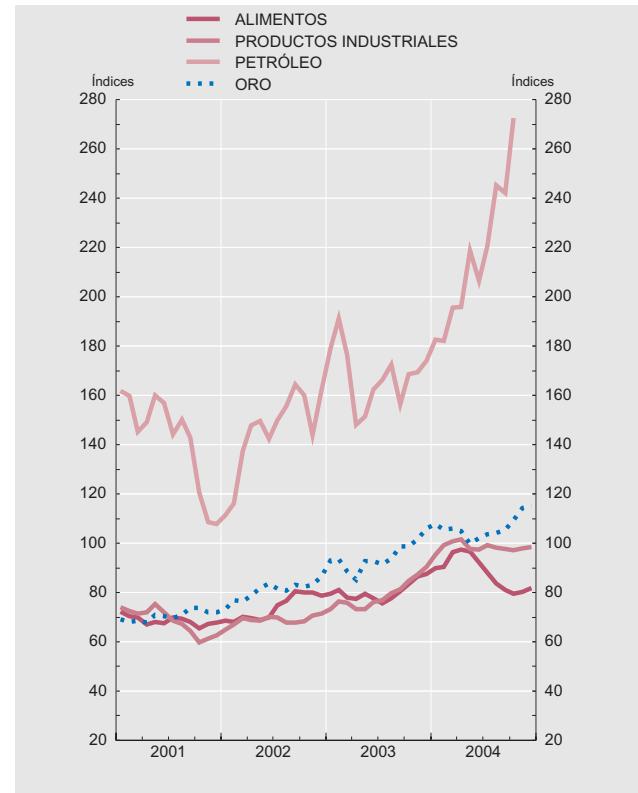
Base 1995 = 100

	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												
					Total	Agrícolas no alimenticios	Metales										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11						
01	100,7	68,5	68,6	68,4	65,4	70,9	142,1	24,6	70,5	271,1	9,74						
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						
03 E-D	92,7	79,8	80,3	79,1	81,9	76,6	167,8	28,9	94,6	363,6	10,33						
04 E-D	97,9	92,5	88,1	98,4	90,8	104,8	...	38,3	106,5	409,2	10,58						
03 Sep	94,4	80,8	80,6	81,3	86,5	76,5	156,2	27,1	98,6	378,9	10,83						
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	...	43,0	114,4	439,4	10,87						
Dic	87,2	89,0	81,9	98,5	81,5	113,0	...	39,9	115,1	442,1	10,60						

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 en el mercado de Londres.

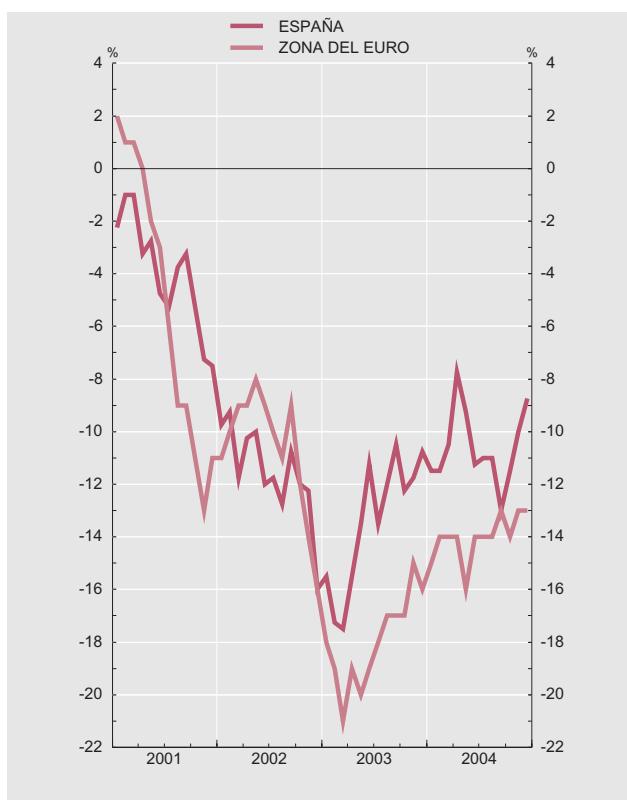
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

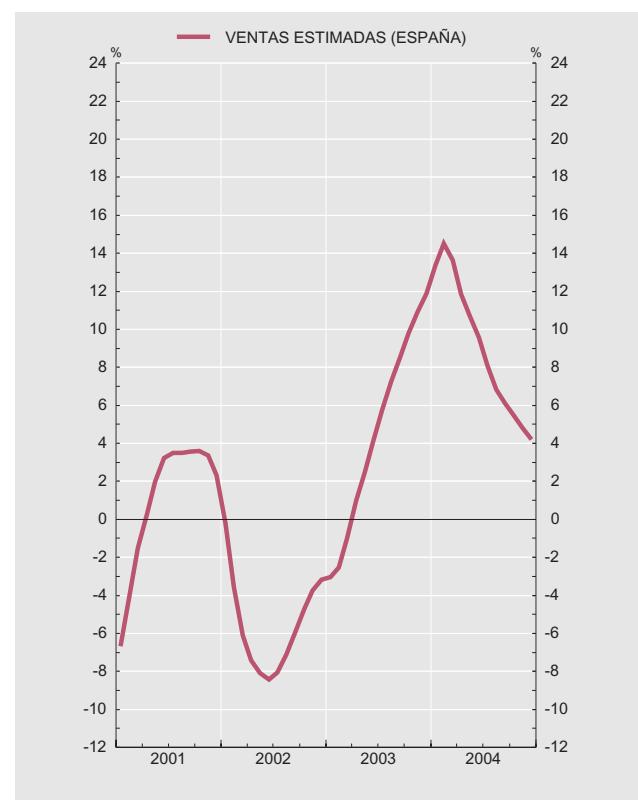
	Encuestas de opinión (porcentajes netos)							Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice 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	Del cual	Alimentación (b)	Resto (c)				
	1	2	3		5	6					11	12	13	14	15	16		
01	-4	-3	4	-0	-5	-7	2,2	1,9	3,2	-0,6	7,1	3,4	3,5	5,1	1,5	1,7		
02	-12	-7	-1	-2	-11	-16	-6,0	-5,6	-6,6	-4,1	5,7	2,2	3,6	1,7	2,8	0,1		
03	P	-13	-9	-2	-2	-18	-11	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,5	4,9	0,8	3,4	0,3	
03 E-D	P	-13	-9	-2	-2	-18	-11	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,5	4,9	0,8	3,4	0,3	
04 E-D	A	-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	9,8	0,9	...	...	...	...	...	...
04 Ene	P	-12	-6	-	-2	-15	-8	10,6	11,9	9,2	1,0	6,0	4,4	8,0	1,7	6,1	1,1	
Feb	P	-12	-4	-2	-1	-14	-9	23,5	23,7	22,6	2,5	6,9	5,3	5,7	0,9	8,4	-0,2	
Mar	P	-11	-4	-1	-	-14	-8	28,6	26,8	28,2	-0,6	7,1	5,7	5,2	2,3	8,0	0,3	
Abr	P	-8	-	-	2	-14	-6	5,8	15,1	4,0	4,6	6,2	4,1	6,8	0,5	6,6	0,4	
May	P	-9	-2	-	-5	-16	-7	10,9	14,4	8,9	4,1	3,2	-0,2	-1,9	-3,0	1,8	-1,5	
Jun	P	-11	-5	-1	-5	-14	-10	16,2	19,0	15,0	0,6	7,3	3,8	9,1	1,2	5,5	1,2	
Jul	P	-11	-2	-1	-6	-14	-9	4,7	7,6	3,8	-1,8	6,4	3,0	6,9	0,9	4,5	0,6	
Ago	P	-11	-7	-1	-9	-14	-7	9,1	10,7	7,3	-9,5	2,6	-0,6	0,1	-3,6	1,9	-0,0	
Sep	P	-13	-6	-2	-10	-13	-9	7,2	8,6	6,3	-0,6	3,8	0,2	1,7	-1,1	1,2	-0,3	
Oct	P	-12	-5	-1	-11	-14	-7	-1,3	-2,1	-1,7	3,9	2,6	-0,9	3,6	-0,5	-1,2	-0,6	
Nov	P	-10	-6	-1	-10	-13	-10	13,6	10,4	13,4	4,8	8,3	4,7	4,1	3,0	5,9	0,4	
Dic	A	-9	-2	2	-10	-13	-7	3,9	7,2	3,2	1,8	...	...	...	...	...	...

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 2003, deflactada por el IPC general. Desde enero 2004, INE.

b. Hasta diciembre de 2003, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero 2004, INE.

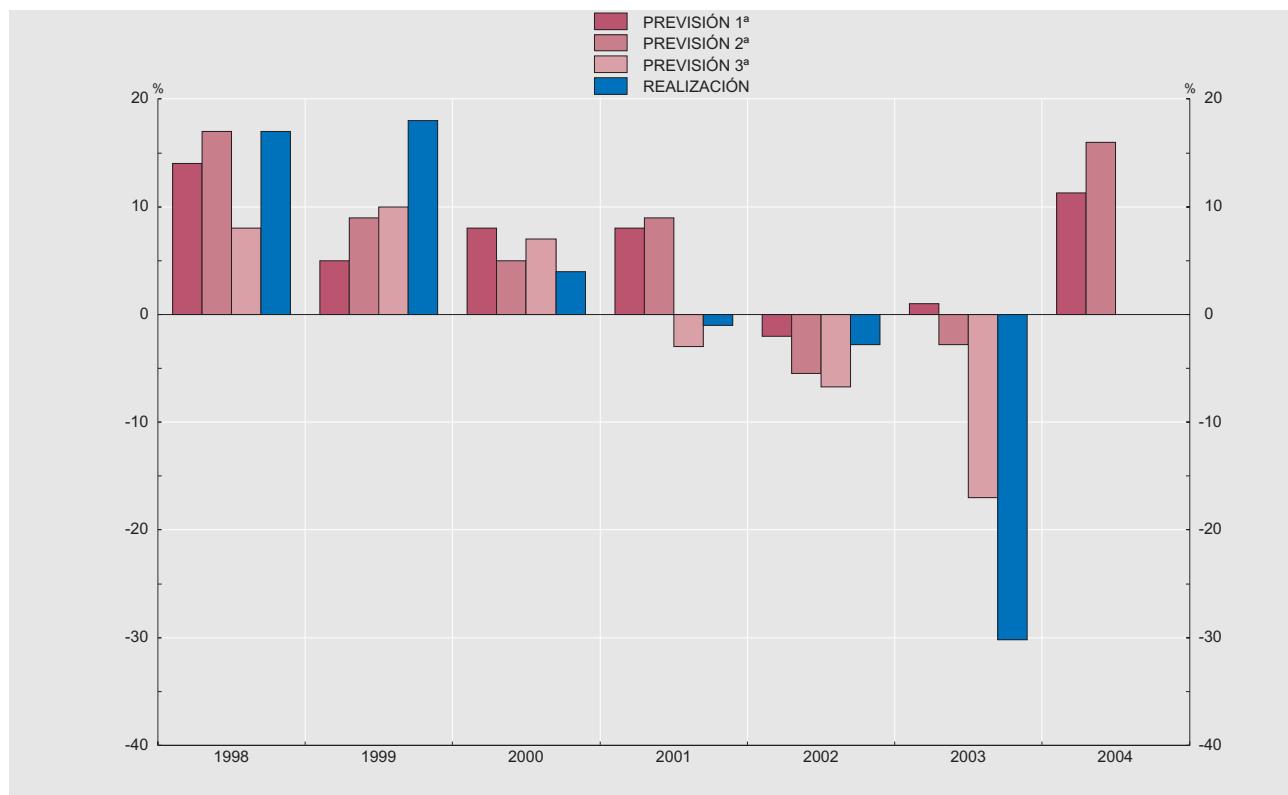
c. Hasta diciembre de 2003, deflactada por el IPC general excepto alimentación bebidas y tabaco. Desde enero 2004, INE.

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
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.

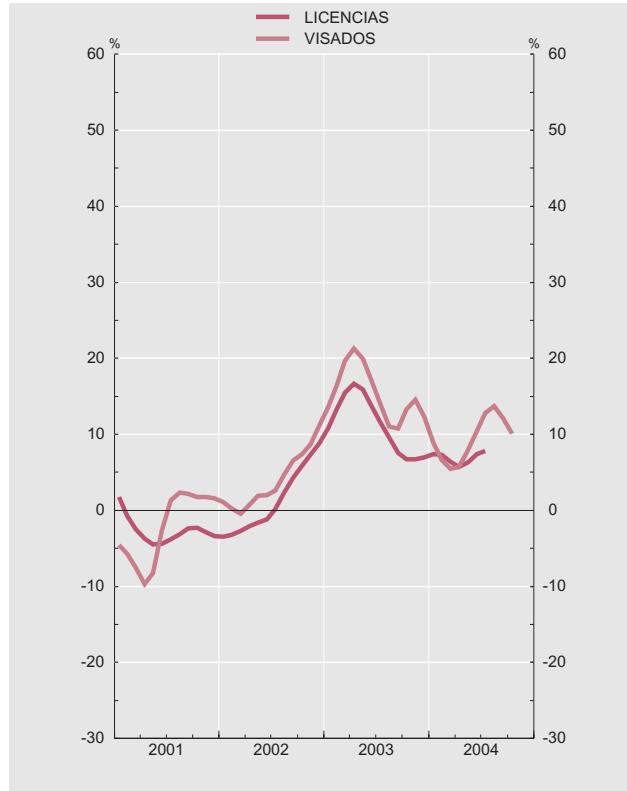
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

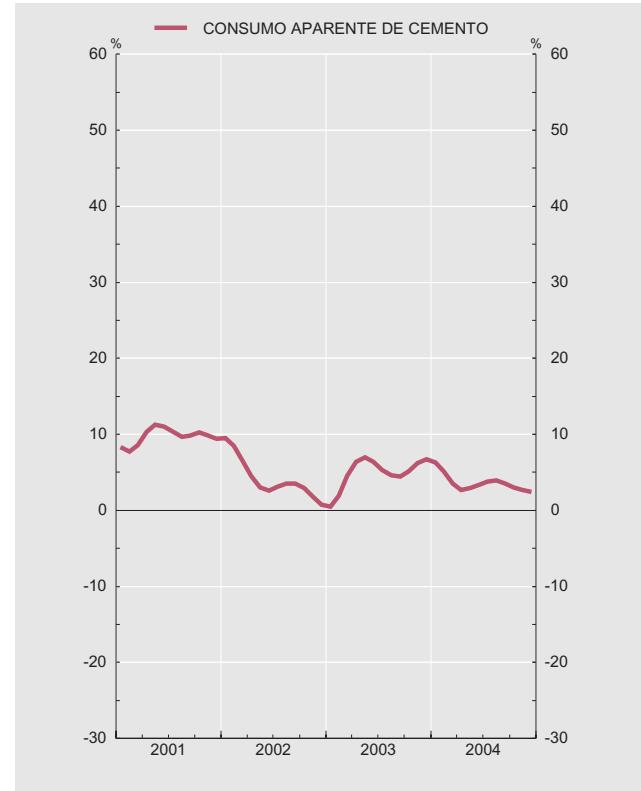
Tasas de variación interanual

	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	Ingeniería civil	
		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	15	16	17	18	
01	-3,7	-7,7	-8,3	14,6	-2,2	-5,5	45,4	45,4	61,4	132,5	95,4	42,6	39,2	9,7				
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				
03 E-D	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 E-D	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...			3,6
03 Sep	-7,6	-5,9	-5,3	-14,0	9,8	10,8	7,7	9,1	-26,1	-32,5	-44,9	-24,8	27,8	9,0				
Oct	3,7	1,3	1,8	15,0	17,7	17,5	-41,3	2,1	-56,7	-70,5	-44,7	-48,1	-34,2	0,9				
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	-13,3	-13,3	-48,7	-84,8	-85,8	9,7	7,3	3,1				
Feb	29,3	29,6	31,4	28,2	4,3	10,4	96,4	29,3	-18,0	33,5	-64,6	-36,4	168,4	6,6				
Mar	4,2	3,1	4,7	9,6	13,1	20,9	-7,1	10,4	-59,8	7,5	82,7	-67,6	17,1	6,8				
Abr	-2,1	-4,9	-2,4	18,0	0,8	3,6	-9,7	6,4	-25,2	63,2	-34,3	-11,1	-2,9	0,3				
May	-10,1	-10,1	-10,5	-10,2	2,2	10,4	-62,6	-10,6	-40,3	-32,8	125,6	-42,8	-68,5	-0,5				
Jun	32,6	26,3	25,6	70,5	18,6	20,6	74,4	0,8	62,2	162,7	277,6	35,9	77,3	8,4				
Jul	3,2	1,3	2,0	13,2	5,3	10,0	87,9	13,4	1,9	114,6	170,2	-12,9	152,9	-0,6				
Ago	...	...	...	...	33,9	39,3	96,0	20,5	30,3	223,9	-68,0	-20,5	138,8	9,4			
Sep	...	...	...	...	10,1	13,7	-12,7	18,2	6,9	93,1	71,1	-8,7	-19,5	4,9			
Oct	...	...	...	...	-5,7	-4,5	4,9	17,2	62,1	65,4	6,8	61,0	-12,3	-7,6			
Nov	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...		13,7	
Dic	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...			1,0

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.

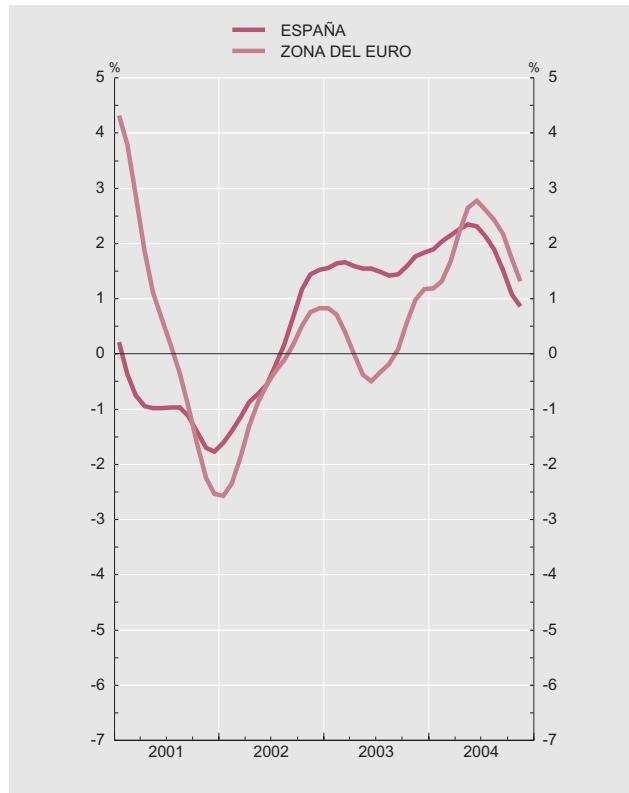
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

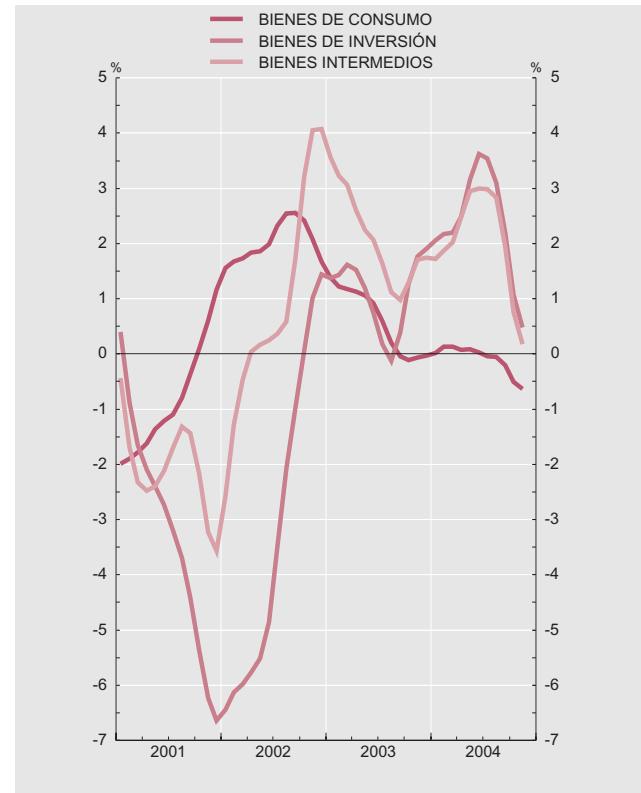
Tasas de variación interanual

	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		
01	MP	98,8	-1,2	-0,7	-3,3	-2,1	3,0	-3,2	-2,0	4,3	0,4	0,3	0,5	1,7	-0,7	
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	-0,4	-0,0	0,3	
03	E-N	MP	101,1	1,4	0,3	0,5	2,0	3,5	-0,7	1,3	2,3	0,1	-0,2	-0,6	-0,3	0,1
04	E-N	MP	102,9	1,8	-0,1	2,3	1,9	4,9	-5,4	1,3	7,0	2,0	2,1	0,5	3,4	1,9
03	Ago	P	69,6	-1,4	-2,9	-7,5	-3,9	10,7	-4,1	-3,3	10,1	-0,6	-1,4	-0,2	-3,8	0,2
Sep	P	103,8	2,5	2,2	0,9	2,7	3,7	4,1	2,4	2,5	-1,2	-1,1	-0,6	-1,5	-2,1	
Oct	P	112,7	0,8	-1,5	3,6	-0,1	5,4	-2,1	0,5	3,9	1,3	1,1	-0,7	1,3	1,3	
Nov	P	105,1	1,4	-2,8	3,5	1,8	6,4	0,1	0,9	5,6	1,0	0,9	-0,7	1,5	0,9	
Dic	P	94,4	4,2	2,6	5,1	3,7	7,4	10,6	3,6	8,5	2,1	2,3	1,3	3,1	2,6	
04	Ene	P	96,0	-2,9	-5,3	-2,1	-2,8	0,4	-3,0	-3,3	-	0,4	0,2	-0,7	-0,2	0,4
Feb	P	101,1	1,8	-0,5	1,6	2,1	6,0	-6,5	1,6	4,2	0,9	1,2	0,2	0,1	1,8	
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	2,0	0,1	
Abr	P	99,8	0,7	-2,8	-1,6	2,6	6,7	-5,4	-0,2	10,7	1,9	2,0	0,9	2,6	1,9	
May	P	106,8	2,7	0,3	3,1	3,0	6,5	-7,6	2,1	9,9	3,9	4,1	2,6	5,7	3,2	
Jun	P	110,3	5,7	2,4	11,2	5,4	5,4	-0,7	5,4	7,9	3,5	3,8	1,3	6,4	3,0	
Jul	P	110,1	-	-3,3	2,5	0,6	2,5	-8,7	-0,6	6,8	2,7	2,9	0,1	4,0	3,5	
Ago	P	73,3	5,3	4,6	6,6	7,9	1,9	-5,5	6,0	3,1	2,0	2,5	0,4	4,9	2,1	
Sep	P	107,7	3,8	2,5	6,6	2,5	7,0	-7,4	3,4	9,6	3,5	3,6	0,8	6,4	3,2	
Oct	P	104,8	-7,0	-9,0	-9,9	-5,9	-0,7	-16,4	-8,0	4,1	1,1	1,1	-1,2	4,3	1,2	
Nov	P	109,3	4,0	3,9	4,2	3,3	6,1	2,4	3,6	7,6	0,5	0,0	-0,3	0,7	0,8	

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.

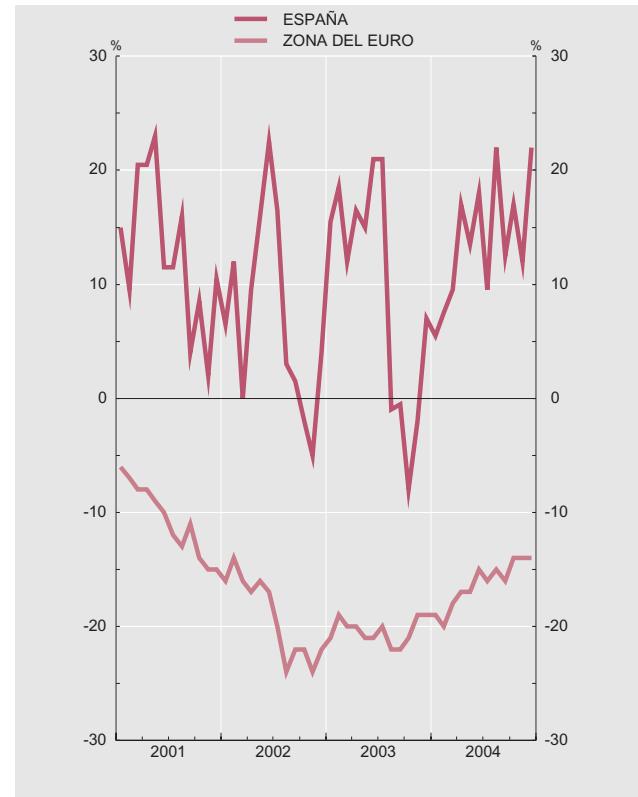
Saldo

		Industria, sin construcción							Construcción					Pro memoria: zona del euro			Indicador del clima en la construcción			
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción			
								Consumo	Equipo	Intermedios	Otros sectores				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
01	M	-5	-0	3	-7	-15	12	-5	-3	-7	-2	13	10	21	37	38	-9	-15	-11	
02	M	-6	-2	5	-13	-20	11	-7	-7	-6	1	7	10	13	11	11	-11	-25	-19	
03	M	-4	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-10	-25	-20	
03	E-D	M	-4	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-10	-25	-20
04	E-D	M	-3	4	10	-8	-17	11	-3	-1	-5	0	14	7	21	30	26	-5	-15	-16
03	Sep		-4	6	6	-10	-20	9	-2	-2	-8	3	-1	7	17	28	25	-9	-26	-22
	Oct		-3	4	10	-10	-14	9	3	-1	-9	4	-8	-15	6	17	-2	-8	-23	-21
	Nov		-2	11	8	-7	-13	7	-	2	-6	-0	-2	16	9	32	35	-6	-21	-19
	Dic		-4	7	7	-9	-20	11	-4	-7	0	7	16	2	38	20	-8	-21	-19	
04	Ene		-5	5	5	-9	-23	11	-4	-	-8	5	6	-2	5	11	-3	-6	-20	-19
	Feb		-4	-5	10	-10	-23	11	-3	-1	-6	1	8	-19	8	44	45	-7	-21	-20
	Mar		-4	-8	13	-13	-27	11	-5	2	-6	-1	10	-12	18	29	40	-7	-21	-18
	Abr		-2	5	11	-7	-19	9	-2	-	-2	-	17	14	21	43	44	-5	-16	-17
	May		-3	3	12	-11	-21	10	-3	-0	-5	1	14	10	25	35	20	-5	-18	-17
	Jun		-1	7	10	-7	-13	7	1	1	-4	0	18	12	17	46	13	-4	-15	-15
	Jul		-3	11	8	-6	-15	9	-4	1	-4	1	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	-12	-15
	Sep		-2	5	13	-6	-13	14	-2	3	-5	-4	13	2	22	19	17	-3	-12	-16
	Oct		-2	8	11	-5	-9	12	-5	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	-1	-1	-5	-	22	15	28	9	13	-4	-12	-14

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



Fuentes: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

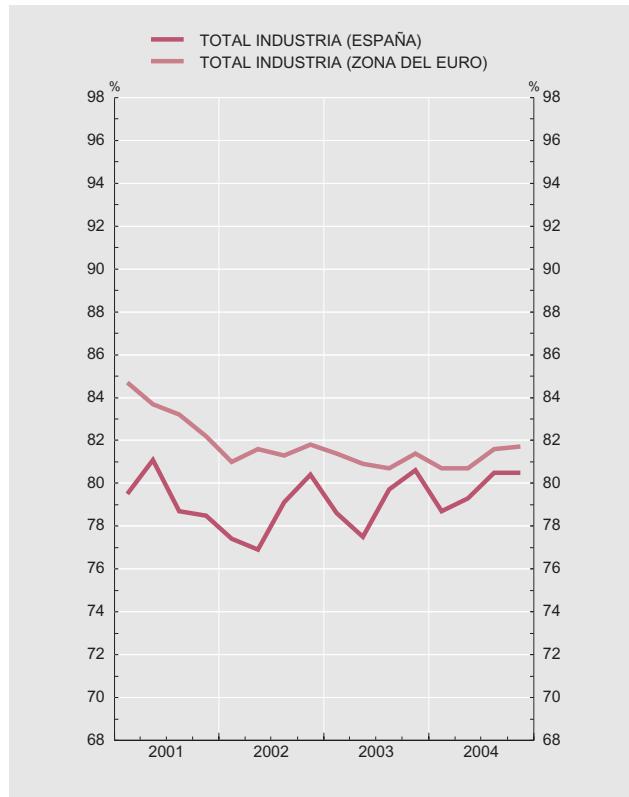
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

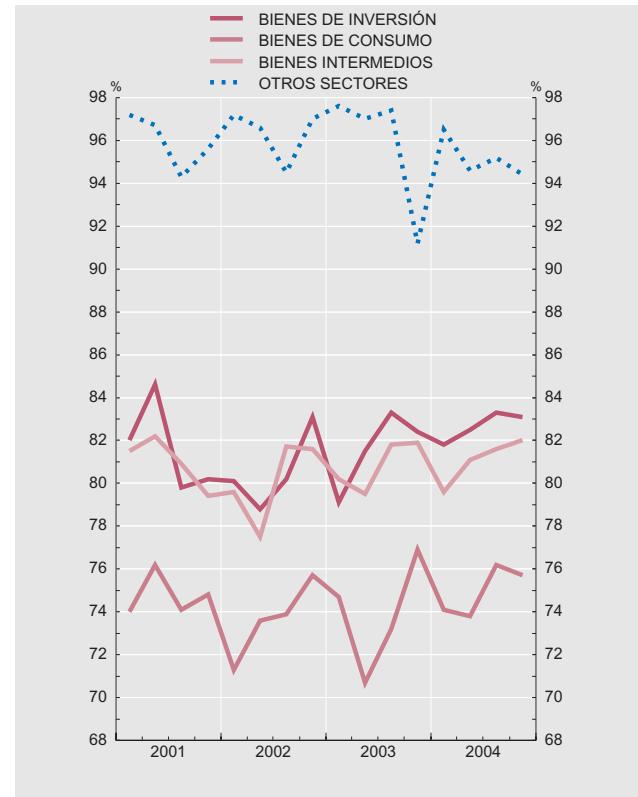
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (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
01	79,5	80,5	2	74,8	76,0	4	81,7	83,2	3	81,0	81,6	1	96,0	96,5	2	83,5
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	-	81,4
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
03 I-IV	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 I-IV	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	81,2
02 II	76,9	80,7	6	73,6	77,9	7	78,8	82,5	9	77,5	81,2	4	96,6	95,2	-	81,6
III	79,1	80,7	8	73,9	76,7	8	80,2	82,2	15	81,7	82,2	3	94,5	95,9	-	81,3
IV	80,4	81,0	5	75,7	76,1	4	83,1	83,9	12	81,6	82,4	2	97,0	97,1	-	81,8
03 I	78,6	80,6	3	74,7	77,4	2	79,1	81,8	6	80,2	81,6	4	97,6	96,8	-	81,4
II	77,5	80,0	5	70,7	75,4	7	81,5	82,2	5	79,5	81,4	4	97,0	97,4	-2	80,9
III	79,7	80,9	7	73,2	75,3	6	83,3	84,3	9	81,8	82,5	7	97,4	96,9	-	80,7
IV	80,6	82,0	8	76,9	78,5	13	82,4	83,8	7	81,9	83,2	6	91,2	91,1	-	81,4
04 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	-	80,7
II	79,3	81,2	6	73,8	76,2	5	82,5	83,8	8	81,1	83,0	7	94,6	94,6	-	80,7
III	80,5	81,2	6	76,2	77,5	9	83,3	83,5	4	81,6	82,0	5	95,2	95,5	-	81,6
IV	80,5	81,3	2	75,7	76,8	2	83,1	84,0	2	82,0	82,6	1	94,4	94,1	6	81,7

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



Fuentes: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

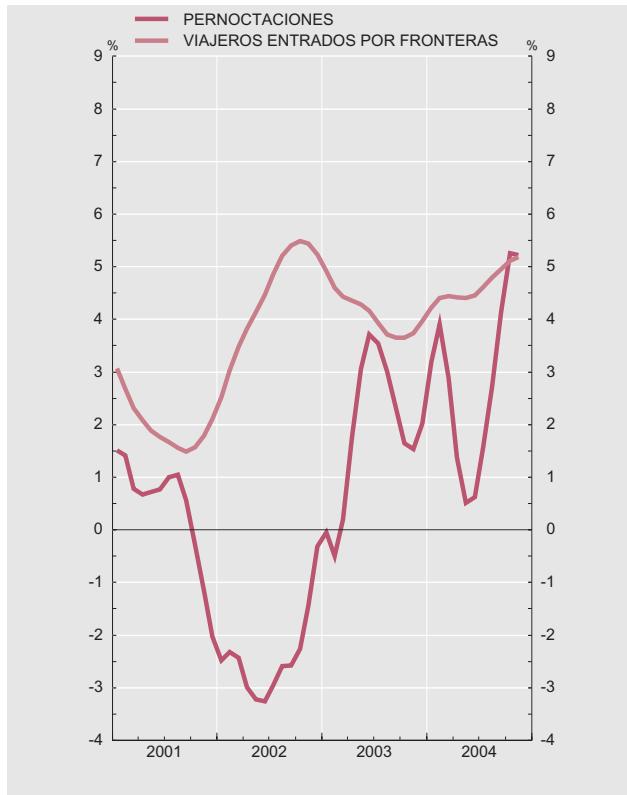
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

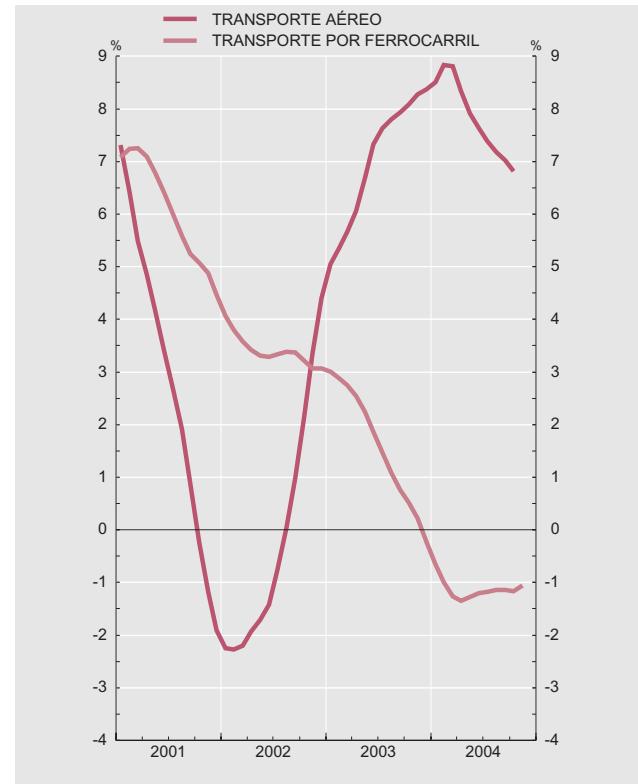
Tasas de variación interanual

	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	En vuelos internacionales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
01	1,0	-0,5	0,7	-0,2	1,6	4,6	-3,7	3,0	0,8	4,5	-4,9	0,2	3,4	6,6	-0,6
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	P	3,8	2,1	2,2	0,7	2,6	-0,7	8,7	7,4	8,1	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1
03 E-N	P	3,7	2,0	2,4	0,7	2,2	-1,0	8,5	7,3	8,0	6,8	0,5	-2,9	4,6	1,7
04 E-N	P	6,7	1,4	2,6	-1,5	4,3	2,9	6,7	...	...	...	...	...	...	-1,5
03 Ago	P	3,2	2,2	5,0	4,3	-2,9	-6,8	4,1	10,2	10,0	10,3	-1,5	4,0	1,5	0,6
Sep	P	3,7	-0,7	1,7	-1,8	0,3	-2,8	7,3	4,9	7,4	3,5	-1,5	1,8	8,6	0,4
Oct	P	2,8	2,1	1,1	-1,4	2,9	-1,6	12,5	7,3	8,6	6,6	3,5	-9,0	6,0	1,0
Nov	P	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	P	5,6	4,7	1,2	0,7	7,6	4,5	11,4	9,3	9,4	9,1	0,1	-8,4	6,4	-1,8
04 Ene	P	5,7	3,2	2,9	0,5	9,2	6,9	12,2	7,4	3,7	10,5	0,2	3,7	-13,2	-1,0
Feb	P	13,9	10,4	9,8	5,2	16,1	10,5	24,9	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	11,8
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	6,5
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	-9,3
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	...	...	2,1
Oct	P	12,7	3,8	8,0	2,4	10,9	8,8	14,9	9,7	8,7	10,2	0,6	...	...	-6,2
Nov	P	6,9	5,6	5,9	5,4	6,9	9,2	3,9	...	...	...	...	...	-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.

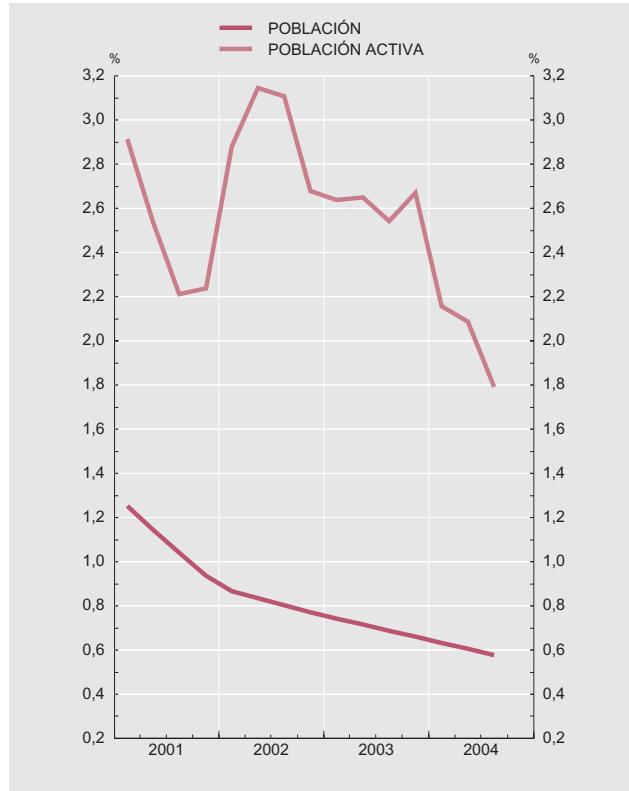
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

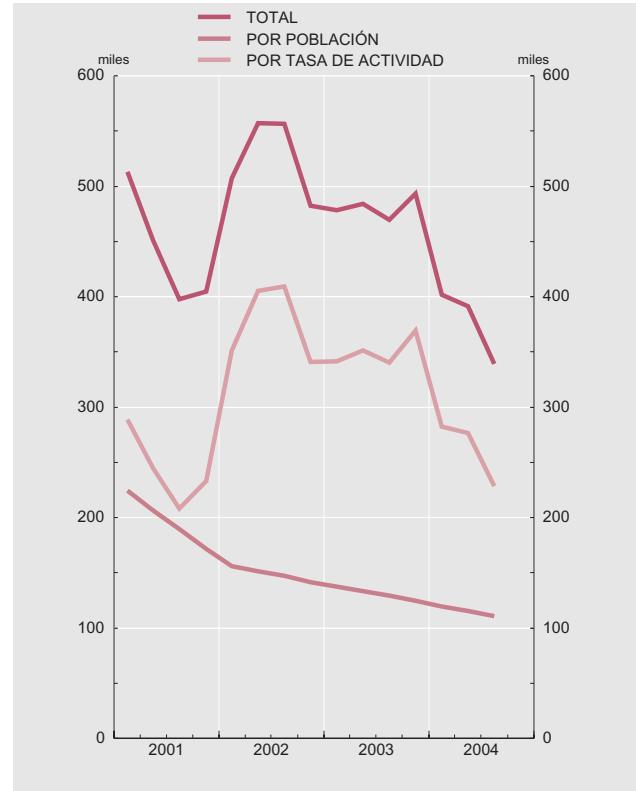
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				1 T 4 (b)		
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	4		Miles de personas (a)	Variación interanual (b) (c)					
							6	7	8			
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-III	M	34 176	243	0,7	54,91	18 766	1 432	400	1 033	2,6		
04 I-III	M	34 382	207	0,6	55,68	19 144	1 132	345	787	2,0		
02 I		33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9		
II		33 933	281	0,8	53,83	18 267	557	151	406	3,1		
III		33 997	271	0,8	54,31	18 463	556	147	409	3,1		
IV		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		
II		34 176	243	0,7	54,87	18 751	484	133	351	2,7		
III		34 231	234	0,7	55,31	18 932	469	129	340	2,5		
IV		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		
II		34 382	207	0,6	55,68	19 143	392	115	276	2,1		
III		34 428	198	0,6	55,98	19 272	339	111	229	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 2002 serie de la columna 5. Por esta razón las tasas y variaciones interanuales del 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).

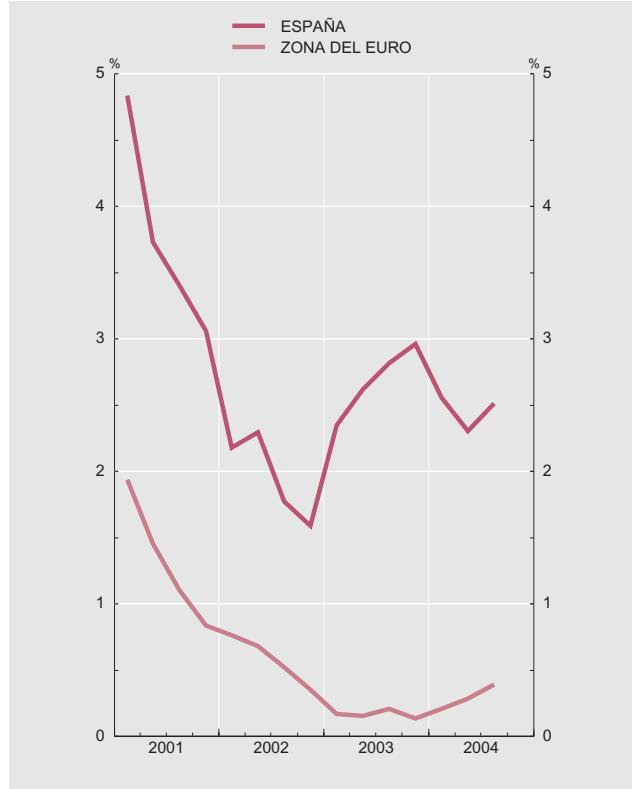
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

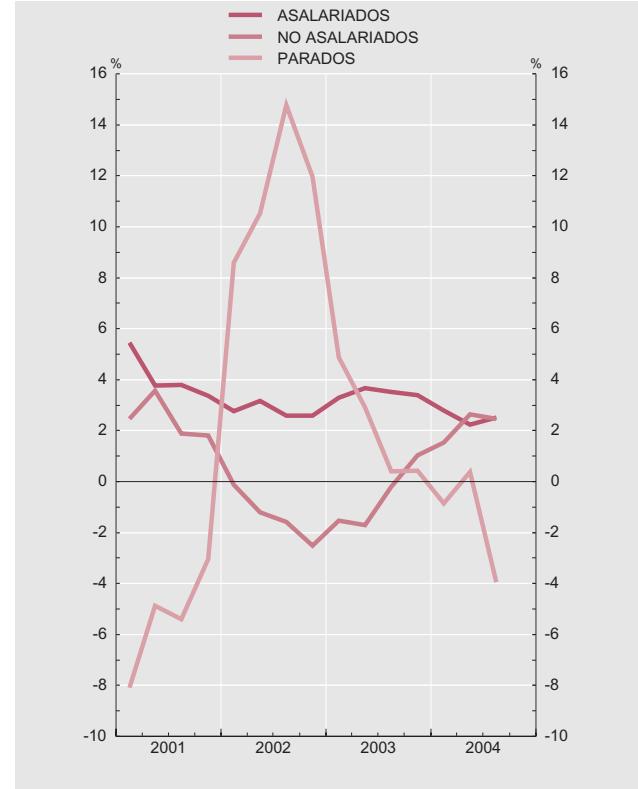
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	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	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	(b)	(b)	Tasa de paro (%)	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	8,03	
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	8,45	
03	M	16 695	437	2,7	13 598	456	3,5	3 097	-19	-0,6	2 127	44	2,1	11,30	0,2	8,89	
03 I-III	M	16 639	421	2,6	13 546	457	3,5	3 092	-36	-1,2	2 127	56	2,7	11,34	0,2	8,88	
04 I-III	M	17 048	409	2,5	13 887	340	2,5	3 161	68	2,2	2 096	-31	-1,5	10,95	0,3	8,90	
02 I		16 055	342	2,2	12 909	347	2,8	3 146	-4	-0,1	2 081	165	8,6	11,47	0,8	8,22	
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	8,37	
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	8,53	
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	8,67	
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	8,82	
II		16 666	425	2,6	13 574	479	3,7	3 092	-54	-1,7	2 085	59	2,9	11,12	0,2	8,91	
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	8,91	
IV		16 862	485	3,0	13 753	453	3,4	3 109	32	1,0	2 127	9	0,4	11,20	0,1	8,92	
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	8,97	
II		17 050	384	2,3	13 877	303	2,2	3 173	82	2,6	2 093	8	0,4	10,93	0,3	8,85	
III		17 240	423	2,5	14 077	346	2,5	3 164	76	2,5	2 031	-83	-3,9	10,54	0,4	8,87	

OCUPADOS
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 2002 serie de la columna 10. Por esta razón las tasas y variaciones interanuales del 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).

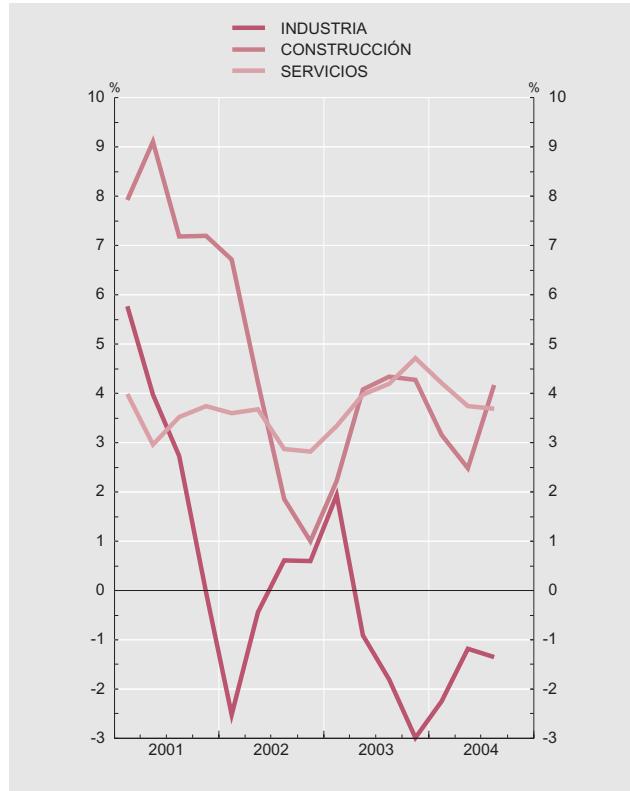
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

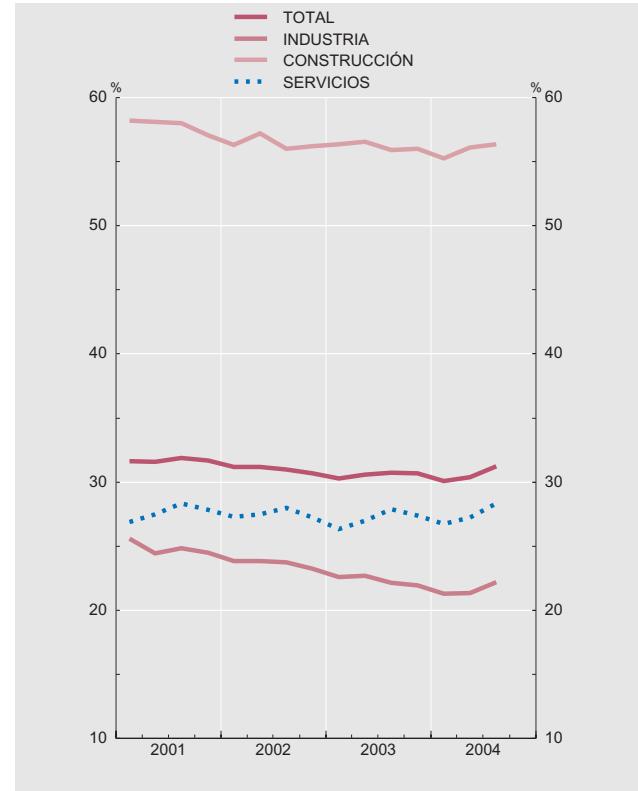
Tasas de variación interanual y porcentajes

		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-III	M	2,6	3,5	-1,9	-3,0	-0,9	1,1	-0,3	-0,6	-5,6	3,5	4,8	-0,4	3,8	4,9	-1,9	3,0	2,7	4,0
04 I-III	M	2,5	2,5	0,1	-1,7	1,2	-0,3	-1,6	-1,2	-3,9	3,3	3,9	-0,7	3,9	3,9	1,4	2,8	2,6	3,7
02 I		2,2	2,8	31,2	-4,3	-4,7	61,8	-2,5	-2,3	23,9	6,7	6,6	56,3	3,6	4,3	27,3	2,7	2,2	3,0
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
III		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
IV		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
II		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
III		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
IV		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
II		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
III		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

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.

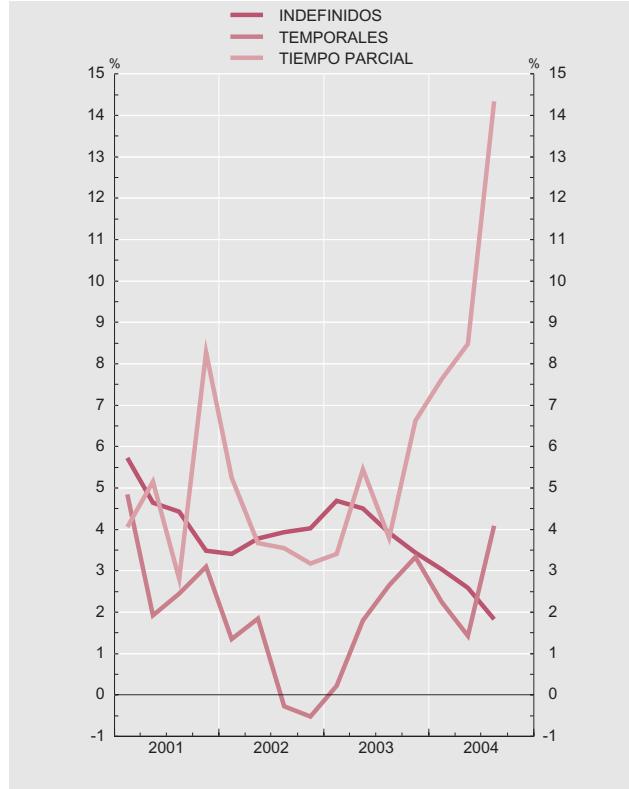
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

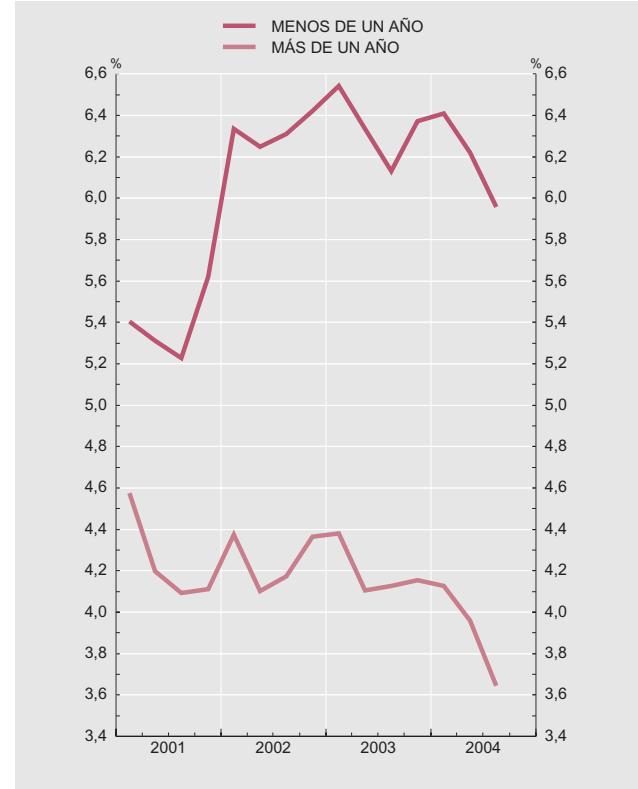
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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				
		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)	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
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-III	M	393	4,4	64	1,6	30,53	428	3,5	45	4,2	8,25	6,34	3,2	4,20	2,3	19,84	41,63	47,09
04 I-III	M	233	2,5	107	2,6	30,55	190	1,5	113	10,1	8,86	6,20	-0,3	3,91	-5,1	18,20	41,77	47,21
02 I		293	3,4	54	1,3	31,18	293	2,5	54	5,2	8,34	6,34	20,6	4,38	-1,6	20,91	43,48	49,45
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

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 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

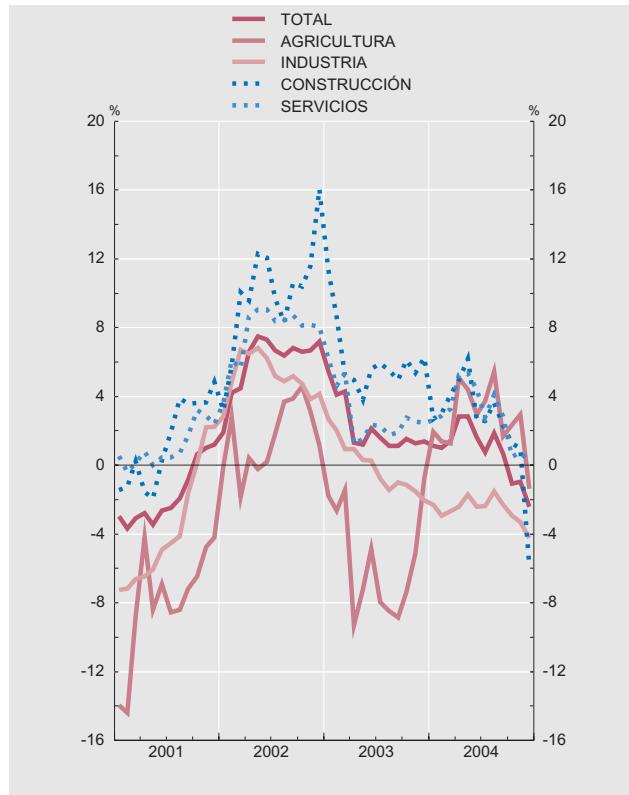
■ Serie representada gráficamente.

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 ¹ T ₁₂	1 ¹ T ₁₂	1 ¹ T ₁₂						Miles de personas	1 ¹ T ₁₂	Indefini- dos	Jornada parcial	De duración deter- minada	Miles de personas	1 ¹ T ₁₂		
					Total	Agricul- tura	Total	Industria	Construc- ción	Servicios									
01	M	1 530	-28	-1,8	-9,6	-0,2	-8,2	0,1	-3,8	1,3	1,1	1 171	1,6	9,26	19,48	90,74	1 133	-0,2	
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	
03	E-D	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	E-D	MP	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
03	Nov		1 699	21	1,3	-2,6	1,9	-5,1	2,1	-1,5	5,4	2,5	1 289	9,0	8,31	23,13	91,69	1 278	10,9
	Dic		1 711	23	1,4	-2,8	2,1	-0,8	2,1	-2,0	6,2	2,5	1 136	18,6	7,94	23,10	92,06	1 129	20,6
04	Ene		1 762	20	1,1	-2,6	1,7	2,0	1,7	-2,3	2,7	2,6	1 390	2,5	8,18	18,63	91,82	1 378	5,0
	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	P	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

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.

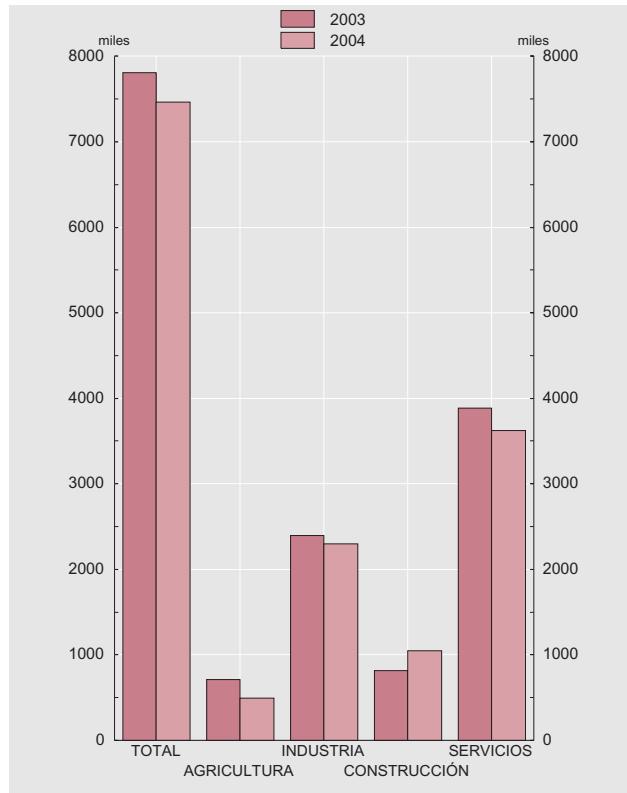
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

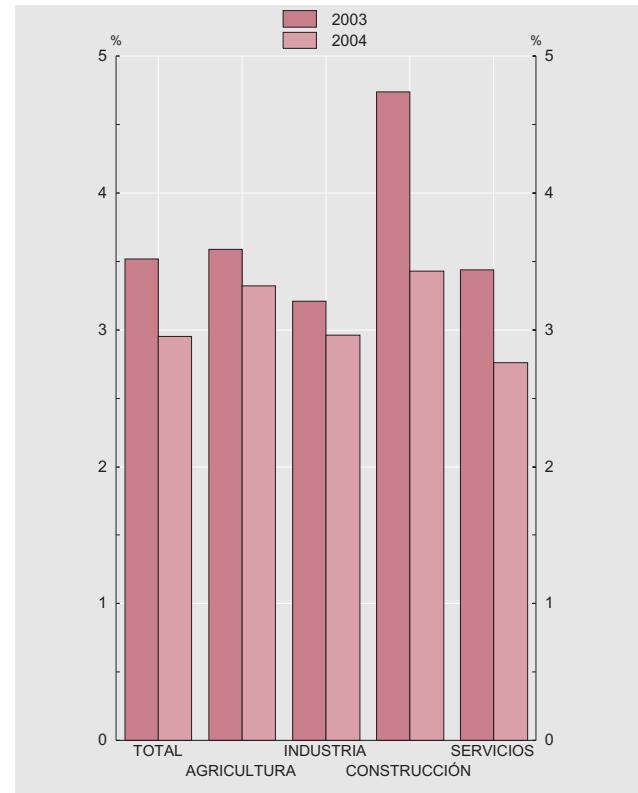
Miles de personas y porcentajes

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		
01	9 496	3,68	4 909	2 697	7 606	-257	473	2 298	928	3 907	3,35	3,73	3,48	4,04	3,40	4,12	3,31	
02	9 697	3,86	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	9 784	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	
03 Jun	9 585	3,65	4 598	449	5 048	-514	546	1 498	38	2 966	3,42	3,10	3,39	3,46	3,07	4,09	3,54	
Jul	9 595	3,65	4 784	596	5 380	-472	546	1 561	47	3 226	3,39	3,22	3,37	3,46	3,08	3,83	3,49	
Ago	9 595	3,65	4 931	1 138	6 069	74	552	1 925	197	3 395	3,43	3,17	3,38	3,45	3,03	4,72	3,49	
Sep	9 671	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	9 782	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	9 782	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	9 784	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	7 077	2,93	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	7 090	2,93	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	7 141	2,93	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	7 316	2,93	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	7 387	2,94	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	7 390	2,94	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	7 393	2,94	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	7 393	2,94	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	7 456	2,95	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	7 466	2,95	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	7 466	2,95	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	

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-noviembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-noviembre



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

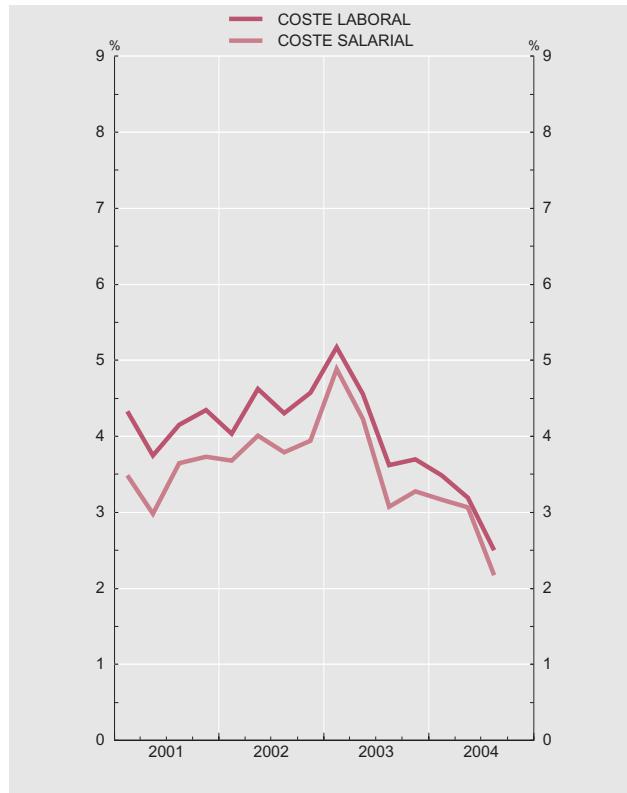
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro coste laboral por hora (a)								
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva										
		Por trabajador y mes		Por hora efectiva			Por trabajador y mes		Por hora efectiva												
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12										
01	M	4,1	4,4	4,7	4,1	4,5	3,5	3,7	3,9	3,6	3,8	6,2	3,6								
02	M	4,4	4,8	4,8	4,4	4,6	3,9	4,7	4,1	3,8	4,1	6,0	3,7								
03	M	4,2	4,7	6,3	3,8	4,7	3,8	4,4	5,0	3,5	4,3	5,4	2,8								
03 I-III	M	4,4	5,0	6,2	4,0	5,2	4,1	4,6	5,0	3,8	4,8	5,6	3,0								
04 I-III	M	3,1	3,4	5,7	2,7	3,1	2,8	3,3	4,6	2,5	2,8	3,8	2,3								
02 I		4,0	3,7	4,6	4,4	8,3	3,7	3,8	3,9	3,9	8,0	5,0	4,0								
II		4,6	5,1	4,5	4,7	2,3	4,0	4,9	4,0	4,0	1,8	6,5	3,7								
III		4,3	5,0	5,2	4,1	4,2	3,8	4,9	4,2	3,6	3,7	5,8	3,5								
IV		4,6	5,4	4,7	4,4	4,1	3,9	5,0	4,4	3,6	3,5	6,6	3,7								
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	2,8								
IV		3,7	3,9	6,3	3,3	3,4	3,3	3,7	5,1	3,0	3,0	5,0	2,3								
04 I		3,5	4,3	6,0	2,9	4,4	3,2	4,0	5,2	2,7	4,1	4,4	2,8								
II		3,2	2,7	5,5	3,2	2,6	3,1	2,9	4,1	3,2	2,5	3,5	2,2								
III		2,5	3,2	5,5	1,9	2,3	2,2	3,3	4,6	1,6	2,0	3,4	2,0								

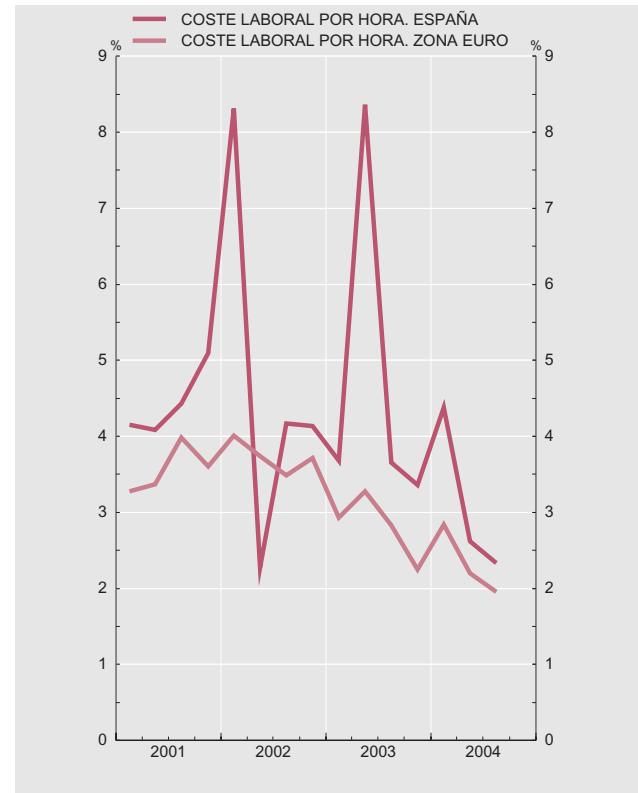
POR TRABAJADOR Y MES

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.

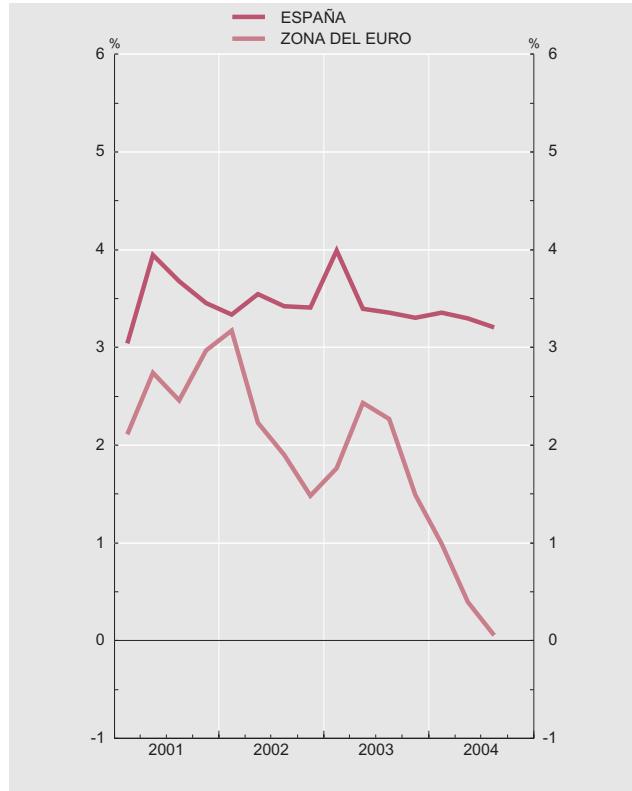
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

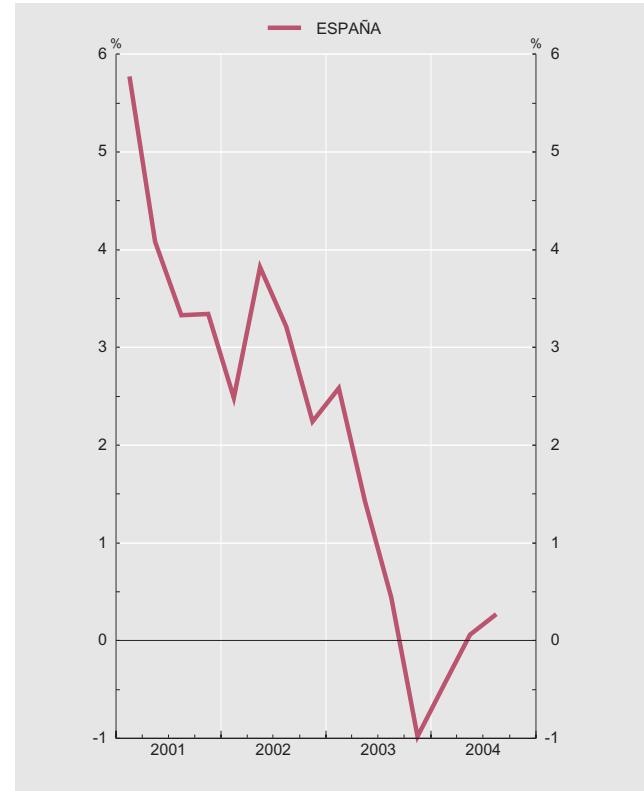
Tasas de variación interanual

	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
							España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
01	3,5	2,6	3,8	2,8	0,3	0,3	2,8	1,6	2,5	1,3	4,1	...
02	3,4	2,2	4,3	2,5	0,9	0,3	2,2	0,9	1,4	0,6	2,9	...
03	3,5	2,0	4,3	2,3	0,7	0,4	2,5	0,5	1,7	0,2	0,8	...
01 /V	3,5	3,0	4,3	2,9	0,8	-0,0	2,9	0,8	2,0	0,8	3,3	...
02 /	3,3	3,2	4,3	2,9	0,9	-0,3	2,4	0,5	1,5	0,8	2,5	...
//	3,5	2,2	4,2	2,4	0,6	0,2	2,3	0,9	1,7	0,7	3,8	...
///	3,4	1,9	4,3	2,4	0,9	0,4	2,2	1,0	1,3	0,5	3,2	...
/V	3,4	1,5	4,5	2,3	1,0	0,8	2,1	1,1	1,0	0,4	2,2	...
03 /	4,0	1,8	4,8	2,3	0,8	0,5	2,1	0,7	1,3	0,2	2,6	...
//	3,4	2,4	4,4	2,4	1,0	0,0	2,5	0,2	1,5	0,2	1,4	...
///	3,4	2,3	3,9	2,5	0,5	0,2	2,6	0,4	2,0	0,2	0,4	...
/V	3,3	1,5	4,0	2,2	0,7	0,7	2,8	0,8	2,1	0,1	-1,0	...
04 /	3,4	1,0	3,9	2,2	0,5	1,2	2,7	1,4	2,1	0,2	-0,5	...
//	3,3	0,4	3,9	2,2	0,5	1,8	2,6	2,1	2,0	0,3	0,1	...
///	3,2	0,1	3,7	1,4	0,5	1,4	2,6	1,8	2,1	0,4	0,3	...

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.

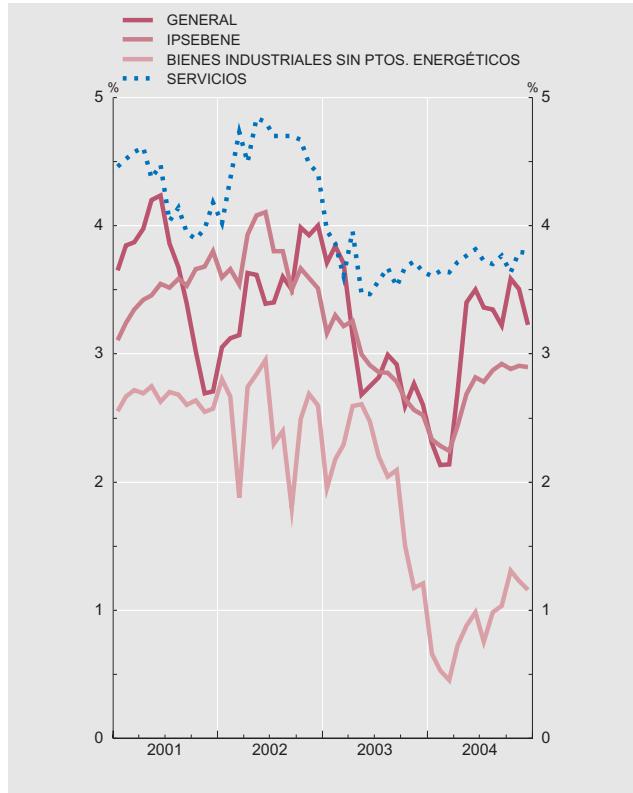
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

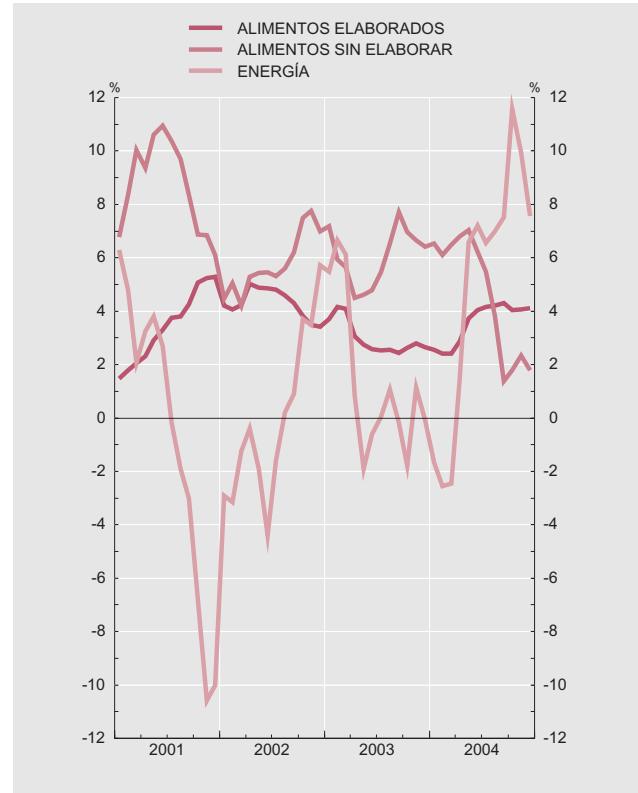
Índices y tasas de variación interanual

	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		
01	M R	100,5	—	3,6	2,7	8,7	3,4	2,6	-0,8	4,3	3,5	103,0	3,0	
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	
03	E-D	M	106,7	0,2	3,0	1,2	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	106,3	5,1
04	E-D	M	109,9	0,3	3,0	1,6	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	...	...
03	Sep		106,9	0,3	2,9	1,4	7,7	2,4	2,1	-0,2	3,5	2,8	104,1	13,5
	Oct		107,7	0,7	2,6	2,1	7,0	2,6	1,5	-1,8	3,7	2,6	105,8	10,0
	Nov		108,0	0,3	2,8	2,4	6,7	2,8	1,2	1,1	3,7	2,6	105,2	9,7
	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	101,9	-3,7
	Nov		111,8	0,3	3,5	3,3	2,3	4,1	1,2	9,9	3,8	2,9	...	...
	Dic		111,7	-0,1	3,2	3,2	1,8	4,1	1,2	7,6	3,8	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)

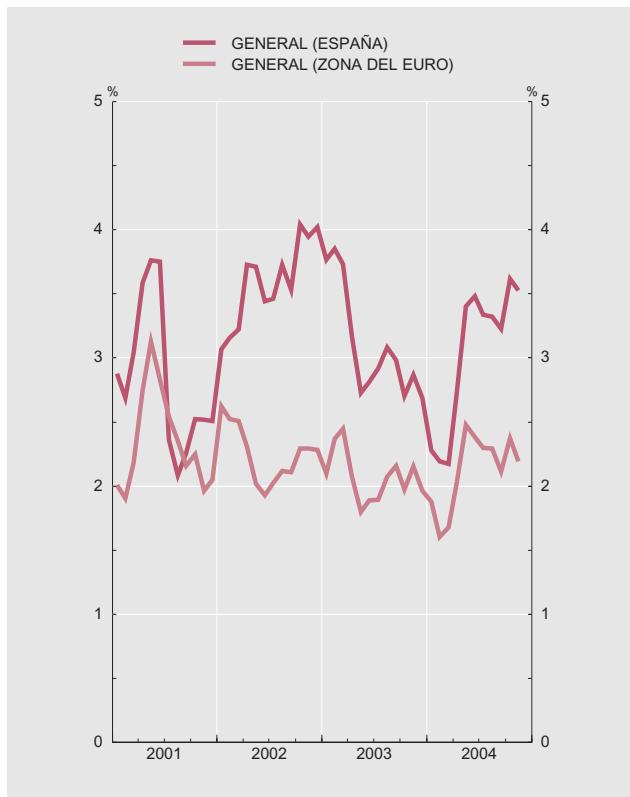
■ Serie representada gráficamente.

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				
01	M	2,8	2,3	2,3	2,3	5,1	4,5	2,7	2,9	7,2	7,0	1,2	1,0	0,9	-0,7	2,2	3,9	2,5		
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	2,0	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5		
03	E-N	3,1	2,1	2,8	1,7	4,0	2,8	3,5	3,3	4,6	2,0	2,1	1,3	2,2	0,8	1,5	3,1	3,7	2,6	
04	E-N	3,0	2,1	2,7	1,8	4,0	2,4	4,2	3,5	3,8	0,7	1,9	1,5	1,0	0,8	4,6	4,2	3,6	2,6	
03	Ago	3,1	2,1	2,7	1,7	3,9	3,1	2,9	3,0	4,8	3,3	2,0	1,0	2,2	0,6	1,0	2,7	3,7	2,5	
	Sep	3,0	2,2	2,6	1,8	4,2	3,6	2,9	3,2	5,5	4,2	1,7	1,0	2,2	0,8	-0,2	1,6	3,5	2,5	
	Oct	2,7	2,0	2,1	1,7	4,1	3,6	3,3	3,5	4,9	3,8	0,8	1,6	0,8	-1,8	0,7	3,6	2,5		
	Nov	2,9	2,2	2,3	2,0	4,1	3,9	3,5	4,0	4,7	3,8	1,3	1,1	1,3	0,7	1,1	2,2	3,7	2,4	
	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	P	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	2,6

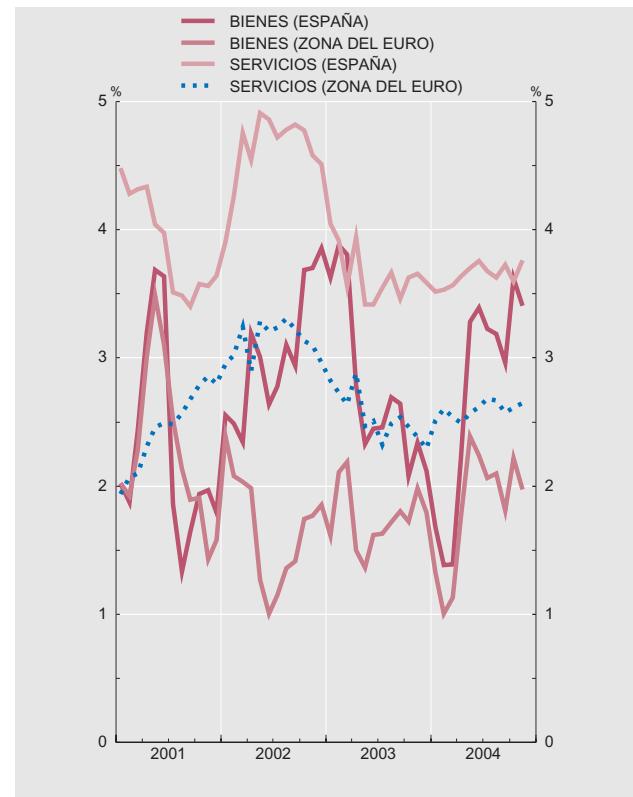
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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 IAFC de Italia y España. En el IAFC 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 (europa.eu.int)

5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

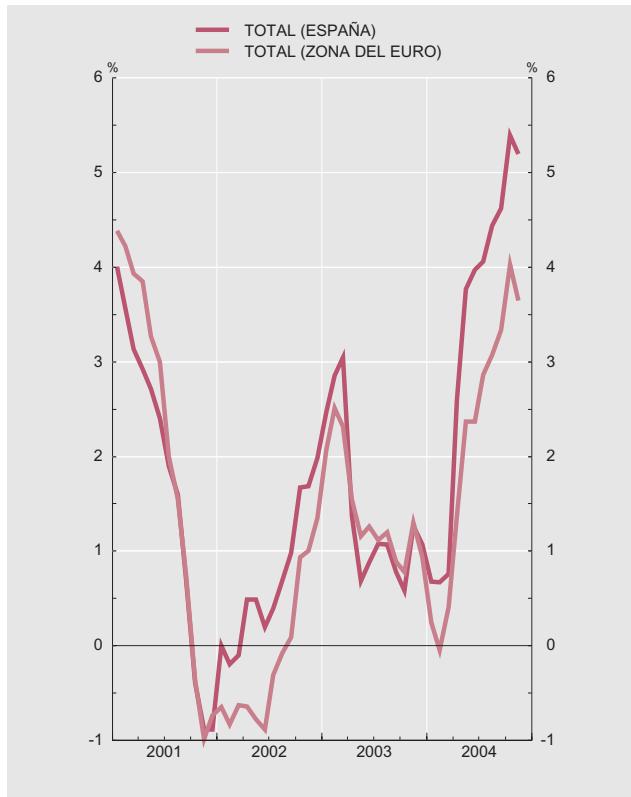
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

Seire original	General (100 %)			Consumo (32.1 %)		Inversión (18.3 %)		Intermedios (31.6 %)		Energía (18.0 %)		Pro memoria: zona del euro					
	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	11	12	13	14	15	16	
01	MP	101,7	—	1,7	—	3,6	—	1,2	—	1,4	—	-2,0	2,1	3,0	0,9	1,2	2,9
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
03 E-N	MP	103,9	—	1,5	—	2,2	—	1,2	—	0,8	—	1,6	1,5	1,1	0,3	0,8	4,0
04 E-N	MP	107,3	—	3,3	—	2,5	—	1,5	—	4,4	—	4,8	2,1	1,3	0,7	3,3	3,5
03 Ago	P	103,7	0,2	1,1	0,4	2,7	—	1,1	-0,1	—	0,9	0,1	1,2	1,1	0,3	-0,2	4,1
Sep	P	103,8	0,1	0,8	0,2	2,7	0,1	1,2	0,2	0,3	-0,6	-2,4	0,9	1,3	0,3	—	1,8
Oct	P	103,8	—	0,6	-0,3	2,5	—	1,2	0,2	0,7	0,2	-3,6	0,8	1,2	0,3	0,1	1,1
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	1,4	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	2,9	5,4
Jun	P	107,4	0,1	4,0	0,3	3,2	0,1	1,2	—	4,8	-0,3	7,1	2,4	1,6	0,7	3,3	4,4
Jul	P	107,7	0,3	4,1	0,2	2,8	0,3	1,6	0,2	5,3	0,8	7,2	2,9	1,6	0,8	4,3	5,2
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	5,4
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	7,0
Oct	P	109,4	0,7	5,4	-0,1	2,3	0,2	1,8	0,5	6,2	3,1	14,2	4,0	1,1	1,1	5,5	9,6
Nov	P	109,3	-0,1	5,2	—	2,3	—	1,5	0,3	6,3	-0,9	12,6	3,6	0,9	1,1	5,5	7,9

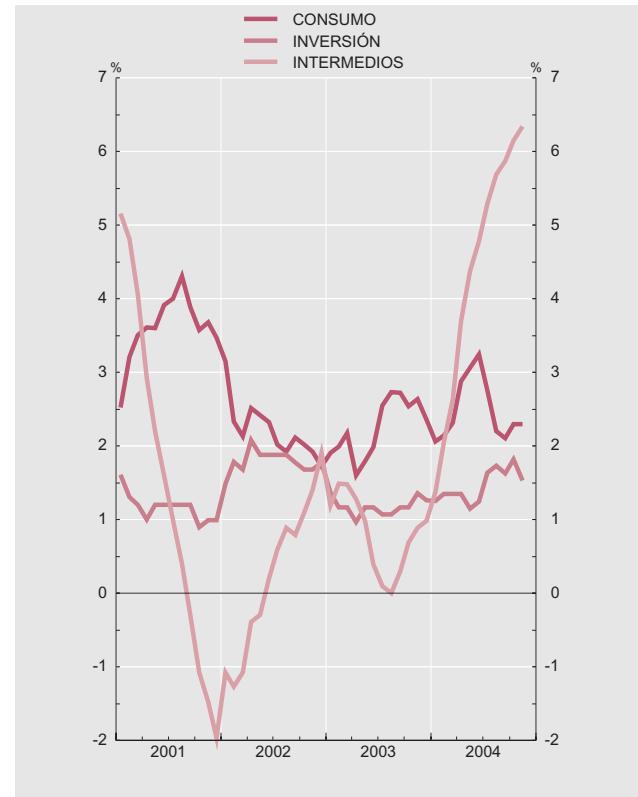
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

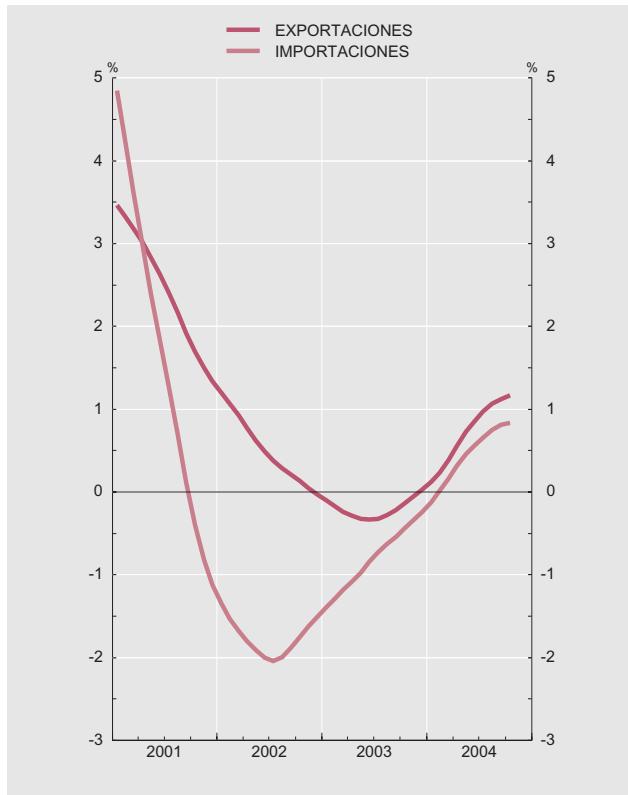
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

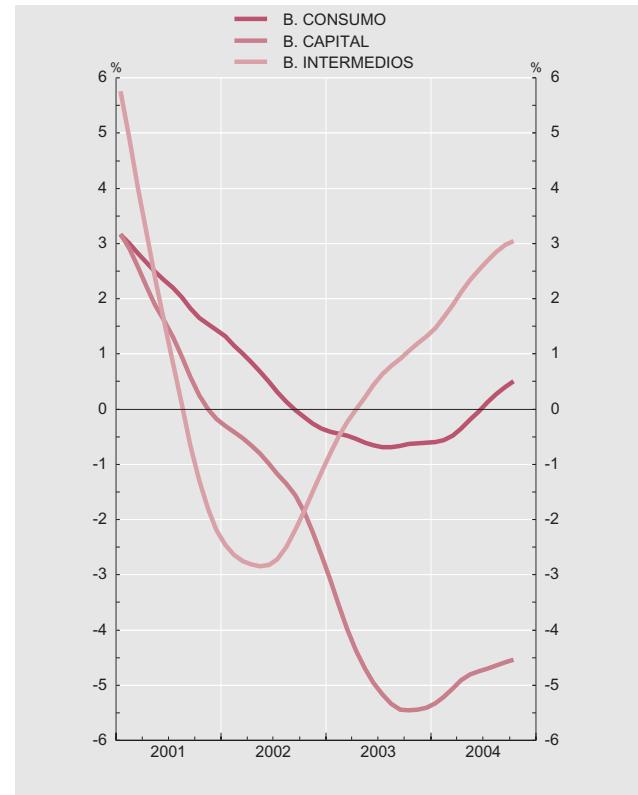
Tasas de variación interanual

	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-O	-1,2	-0,8	-9,7	1,1	9,9	-0,5	-0,2	0,1	-7,2	1,7	2,9	1,7
04 E-O	0,8	0,1	-0,5	2,3	8,3	1,5	1,2	-0,6	-4,7	4,0	7,6	2,7
03 May	-0,9	-2,0	-9,2	2,1	3,0	0,9	-2,0	-1,9	-10,0	0,4	-13,8	4,1
Jun	-3,2	-1,4	-14,8	-0,8	-6,0	-1,4	0,7	-0,6	-7,2	3,8	-9,8	8,3
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	-0,0	4,2	20,2	2,8	2,6	2,6	-9,7	7,2	29,3	2,3

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).

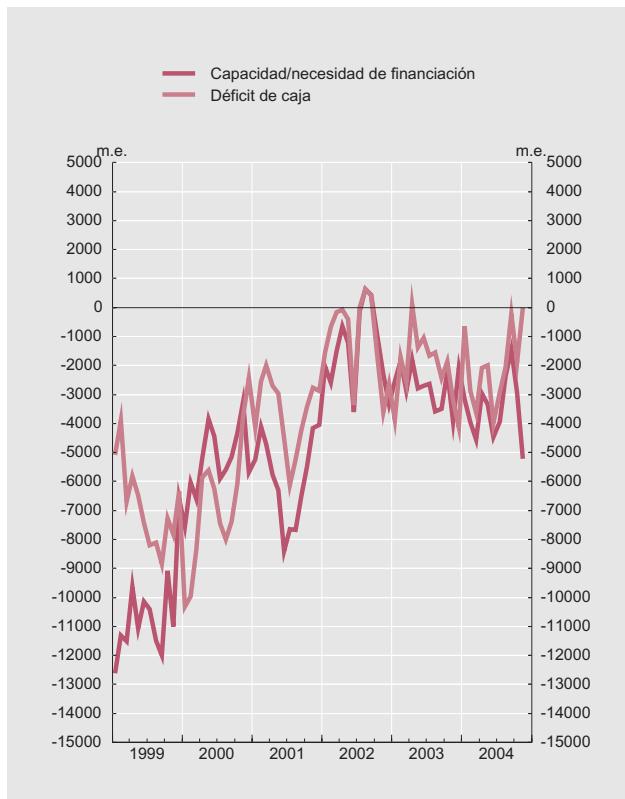
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (A). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

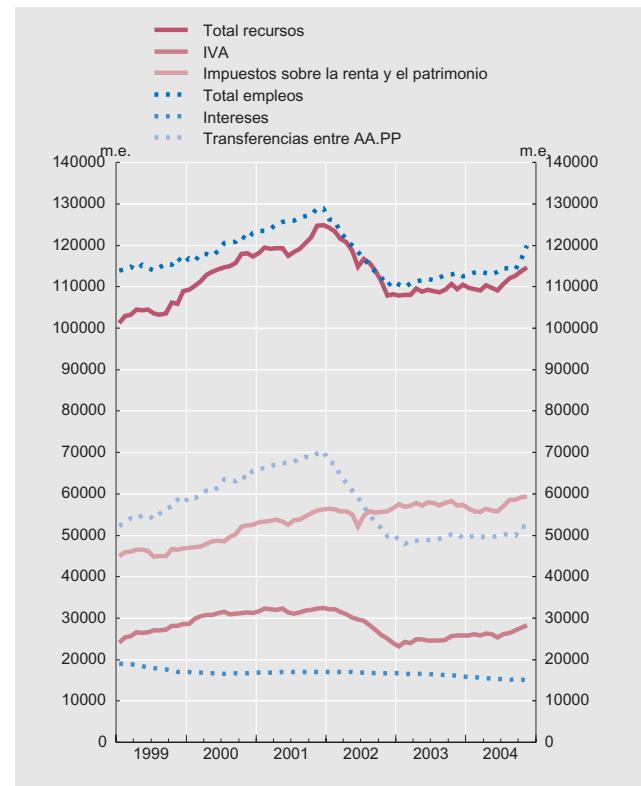
Millones de euros

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=3 a 7	3	4	5	6	7	8=9 a 13	9	10	11	12	13	14=15-16	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 -2 084	110 463	25 764	10 918	4 949	57 403	11 429	112 547	17 676	15 900	49 248	2 910	26 813	-4 132	109 655	113 787
03 E-N	A 5 108	101 725	25 619	10 026	4 215	53 311	8 554	96 617	15 419	14 585	44 339	1 973	20 301	-902	101 115	102 017
04 E-N	A 1 982	105 997	28 139	9 953	3 448	55 346	9 111	104 015	16 333	13 750	47 148	5 798	20 986	3 223	105 985	102 762
03 Dic	A -7 192	8 738	145	892	734	4 092	2 875	15 930	2 257	1 315	4 909	937	6 512	-3 230	8 540	11 770
04 Ene	A 496	7 755	-880	886	333	6 701	715	7 259	1 244	1 279	3 290	62	1 384	-2 471	6 949	9 420
Feb	A 6 367	14 958	10 850	860	510	1 822	916	8 591	1 259	1 193	4 155	218	1 766	5 631	16 317	10 686
Mar	A -5 692	3 778	323	741	454	1 551	709	9 470	1 633	1 277	4 086	338	2 136	-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

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(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 consideran 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.

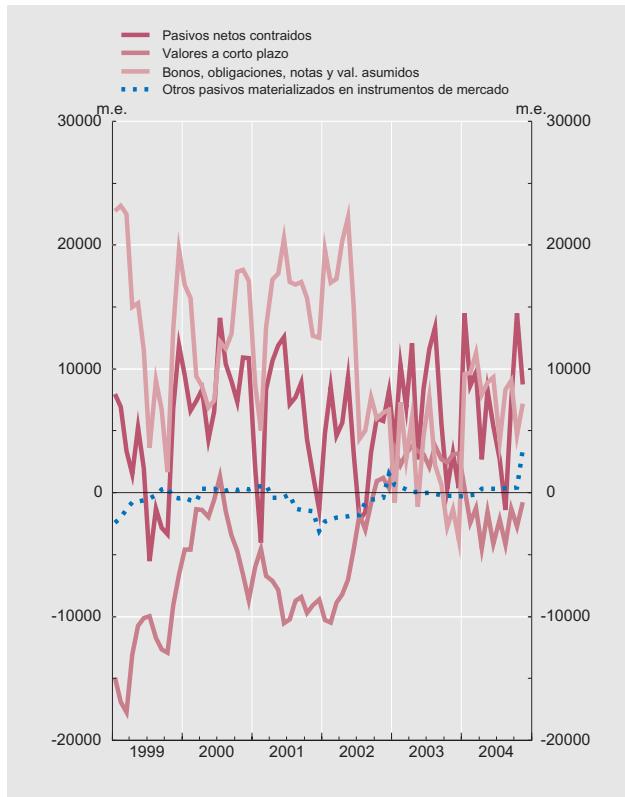
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (A). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

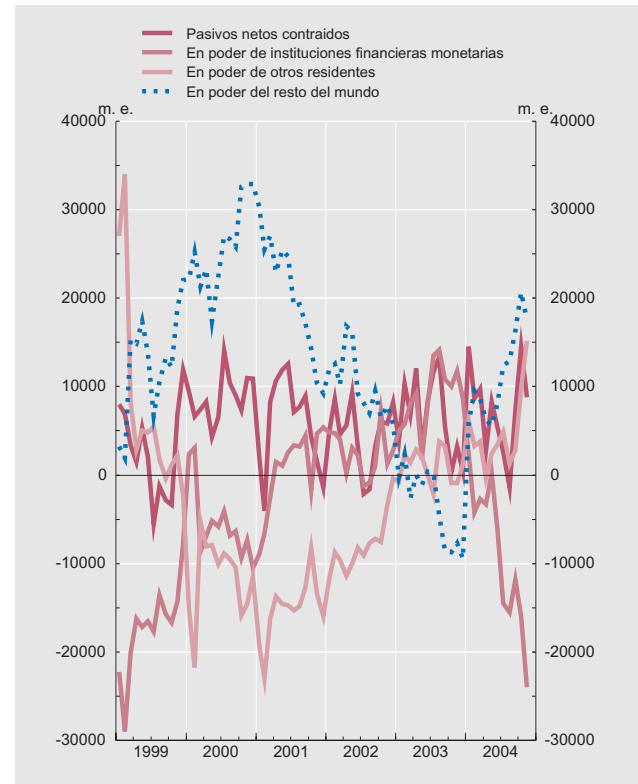
Millones de euros

Capacidad(+) o necesidad(-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
			Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
	Total	Depósitos en el Banco de España	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	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes	Resto del mundo			
			Total	Depósitos en el Banco de España					Total						
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 -2 084	-1 699	0	385	-135	3 146	-3 761	-486	-281	1 767	9 857	8 664	1 194	-9 472	-1 381
03 E-N	A 5 108	5 646	-0	538	-142	3 540	-3 969	-	-339	1 306	8 802	9 917	-1 114	-8 264	-768
04 E-N	A 1 982	10 899	-0	8 917	-856	-390	6 964	-	3 389	-1 046	-9 877	-22 711	12 834	18 794	9 963
03 Dic	A -7 192	-7 345	1	-153	7	-393	208	-486	57	461	1 055	-1 253	2 308	-1 208	-614
04 Ene	A 496	6 027	0	5 531	-33	222	2 398	-	-5	2 916	-3 535	-4 102	566	9 066	2 615
Feb	A 6 367	3 422	-0	-2 945	33	-3 757	3 303	-	-45	-2 446	-7 601	-5 748	-1 854	4 656	-499
Mar	A -5 692	2 282	0	3 410	-51	1 807	3 117	-	-70	-1 445	5 984	3 701	2 283	-2 574	4 854
Apr	A 9 004	8 707	-1	-297	14	-2 502	2 784	-	355	-934	-2 572	1 094	-3 667	2 276	637
May	A -6 090	-3 329	1	2 761	-857	2 493	-683	-	37	914	3 303	-906	4 210	-542	1 847
Jun	A -9 252	-7 302	-1	1 950	31	-2 882	5 038	-	58	-264	729	325	404	1 220	2 213
Jul	A 5 689	-2 703	0	-8 392	-1 224	2 877	-12 939	-	-9	1 679	-10 570	-7 675	-2 894	2 178	-10 071
Ago	A -86	-2 852	-0	-2 766	19	-2 735	1 146	-	13	-1 191	571	-1 861	2 432	-3 337	-1 575
Sep	A 409	9 578	1	9 169	-15	2 883	5 232	-	3	1 051	4 886	3 572	1 314	4 283	8 118
Oct	A 6 833	9 506	12 897	2 673	1 206	-1 534	-7 868	-	0	12 074	-1 565	-5 491	3 927	4 238	-9 401
Nov	A -5 696	-7 874	-12 897	-2 178	22	2 738	5 434	-	3 052	-13 401	492	-5 621	6 113	-2 670	11 224

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil de 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 consideran 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.

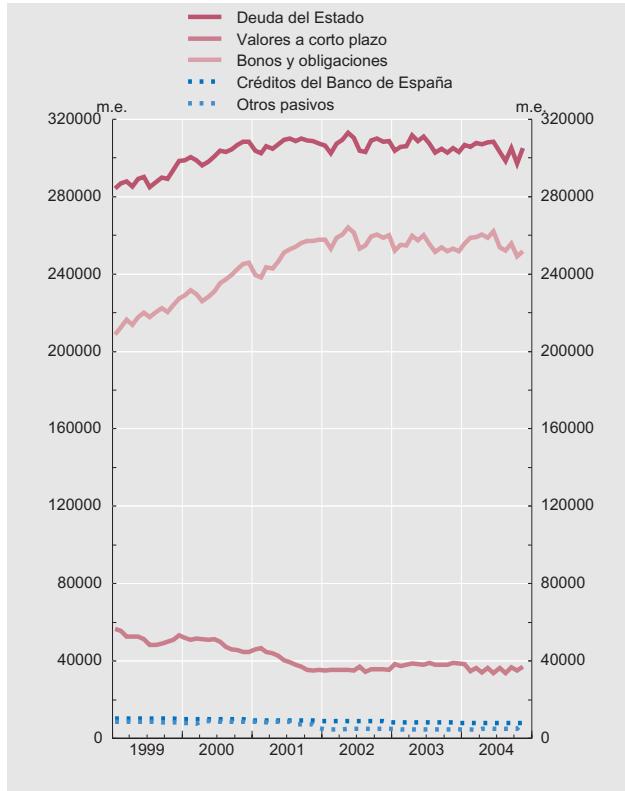
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

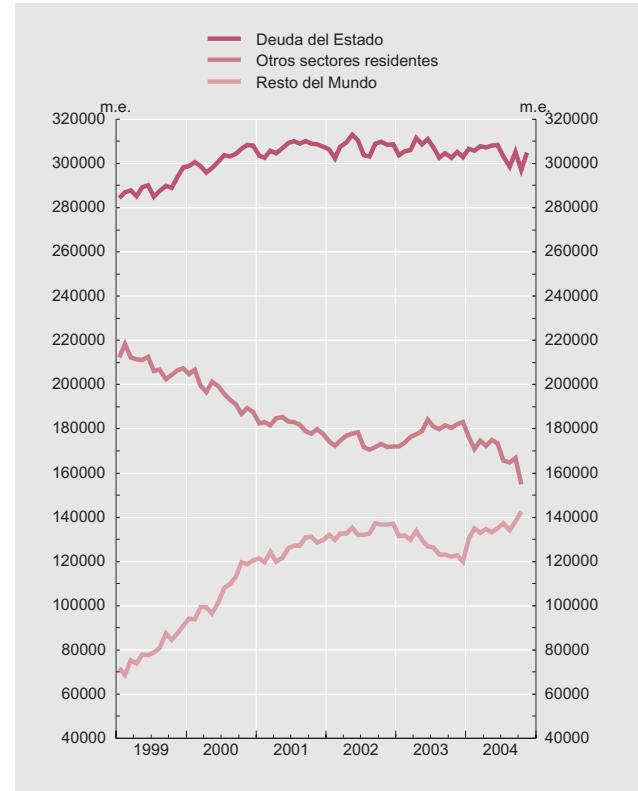
Millones de euros

Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)							Pro memoria:			
		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)		
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Total	Administraciones Públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
96	263 963	20 434	81 084	152 293	10 814	19 772	210 489	529	209 960	54 003	15 195	8 185
97	274 168	23 270	71 730	180 558	10 578	11 303	211 530	445	211 085	63 083	9 829	7 251
98	284 153	30 048	59 939	205 182	10 341	8 691	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	308 792	5 823	35 459	260 060	8 359	4 914	177 561	5 648	171 913	136 880	300	6 819
03 Nov	P 305 064	5 329	38 912	253 268	8 359	4 525	191 301	9 009	182 292	122 772	300	7 112
Dic	P 302 968	5 105	38 704	251 827	7 873	4 564	192 405	9 460	182 945	120 023	300	6 821
04 Ene	A 306 738	5 244	38 519	255 775	7 873	4 570	187 640	11 319	176 322	130 416	300	6 743
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	174 721	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	6 483
Ago	A 298 595	4 065	33 775	252 037	7 873	4 909	180 190	15 552	164 638	133 956	300	6 483
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	37 208	251 886	7 873	7 942	...	17 240	...	...	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 FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

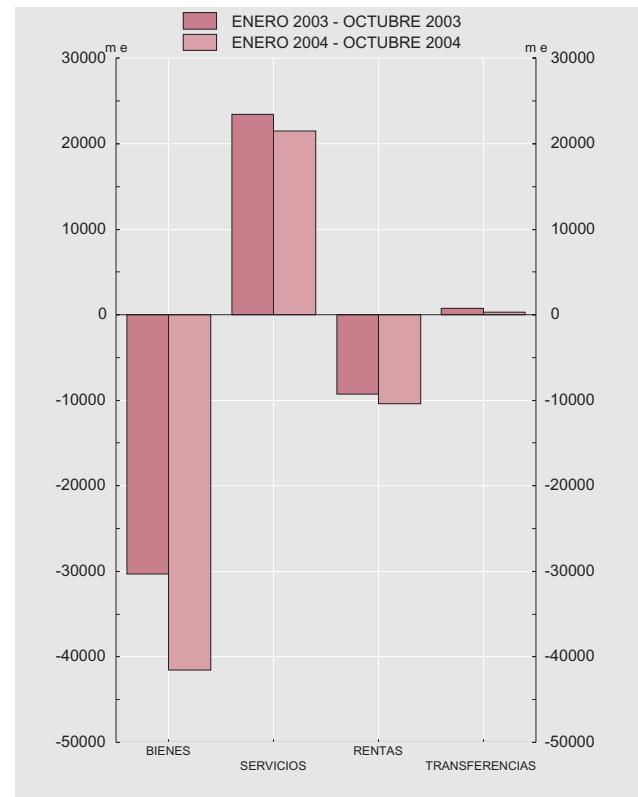
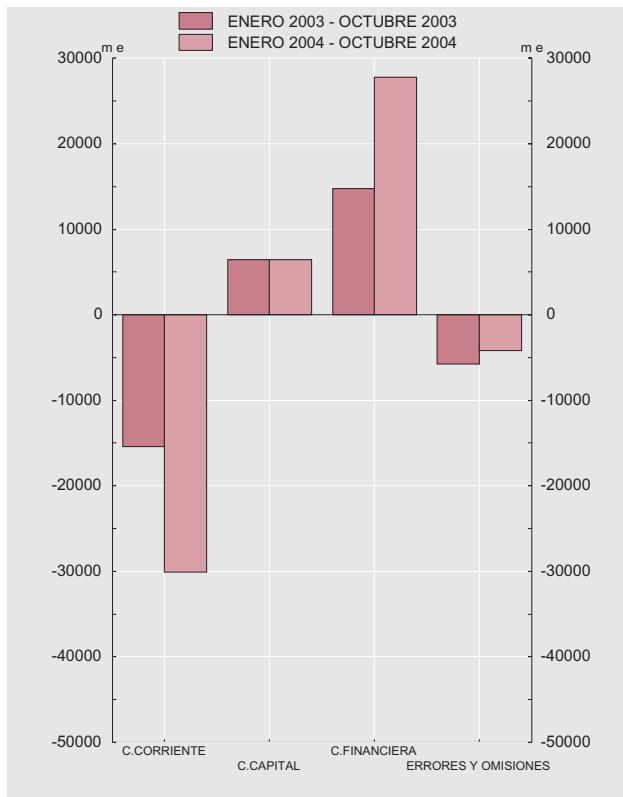
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)												Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta financiera (saldo) (b)	Errores y omisiones			
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias corrientes (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 13	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14 16	17=-(15+16)		
01	-18 346	-36 396	131 703	168 099	27 131	65 111	36 602	37 980	6 661	-10 878	22 156	33 034	1 798	5 566	-12 780	20 072	-7 293	
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	
03 E-O	-15 436	-30 341	117 328	147 669	23 452	57 375	31 777	33 924	6 141	-9 282	18 575	27 857	736	6 440	-8 996	14 725	-5 729	
04 E-O	P-30 099	-41 532	121 871	163 402	21 529	57 446	31 907	35 917	7 355	-10 401	18 624	29 025	304	6 449	-23 649	27 807	-4 158	
03 Jul Ago Sep Oct Nov Dic	-1 897 -284 -3 043 -1 473 -3 141 -2 251	-3 323 -3 357 -4 121 -3 328 -3 891 -3 610	11 717 8 522 11 966 16 705 11 863 11 826	15 040 3 543 16 086 2 495 15 755 15 436	3 528 6 732 5 696 3 203 5 596 4 932	7 372 4 327 3 203 3 647 3 024 2 070	4 461 3 189 3 495 3 798 6 141 3 501	3 844 3 189 1 828 2 784 1 122 560	794 737 754 752 614 560	-1 867 -477 -956 -798 -749 -555	2 307 1 980 1 828 1 900 1 871 2 116	4 174 2 457 2 784 2 697 3 444 483	-235 8 -167 158 -882 -273	358 948 184 872 344 1 978	-1 540 664 -2 859 -600 -2 796 51	1 724 257 3 134 1 479 2 858 -62	-184 -920 -275 -878 -62 222	
04 Ene Feb Mar Abr May Jun Jul Ago Sep Oct	P -809 P -1 932 P -3 602 P -2 397 P -2 544 P -4 547 P -3 736 P -2 448 P -5 144 P -2 940	-2 989 -3 069 -3 503 -4 050 -4 013 -4 371 -4 642 -4 677 -5 583 -4 633	10 814 11 671 13 339 12 570 12 770 12 938 13 299 9 131 12 225 13 115	13 803 14 740 16 842 16 620 16 783 17 308 17 941 13 808 17 808 17 749	1 292 1 336 1 291 5 183 2 726 5 937 2 056 3 039 6 017 2 740	4 583 4 619 5 076 2 647 3 382 3 211 5 806 6 641 3 373 6 524	2 214 2 285 2 422 3 500 3 211 3 211 3 248 4 297 3 695 3 742	3 291 3 283 3 785 3 500 5 471 3 750 4 017 3 601 3 695 3 784	632 611 657 531 1 634 828 909 910 1 500 863	-640 -527 -1 248 -27 2 884 -1 823 -1 978 -896 2 943 -569	1 563 1 679 2 907 -2 2 884 2 519 4 341 1 354 2 943 1 951	2 203 2 206 2 623 2 650 -7 4 341 4 311 2 250 2 520 2 520	1 528 328 -142 -430 -662 1 883 -138 86 1 225 -477	176 558 430 -2 433 -662 369 86 1 225 311	-633 -1 374 -3 172 1 135 433 228 4 178 -4 123 1 644 -2 629	1 673 1 905 3 623 702 4986 -808 3 849 -736 4 429 4 128	-1 040 -531 -452 -736 -808 -736 -3 849 -421 400	

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



Fuente: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5ª 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).

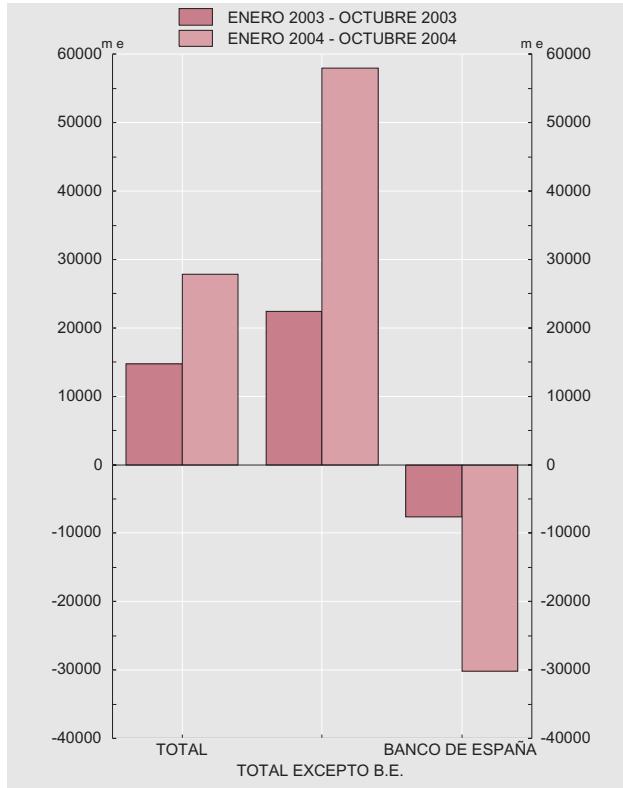
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

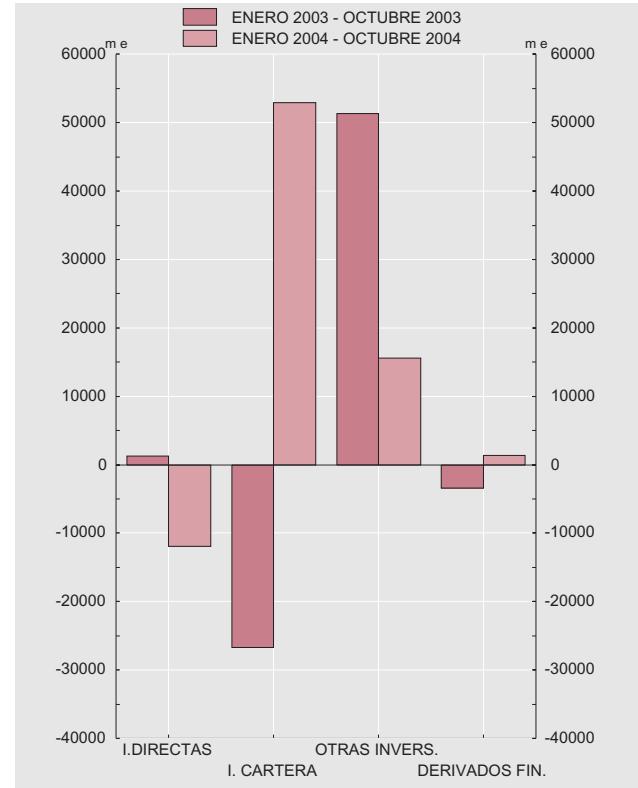
Millones de euros

Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España												Banco de España				Pro memoria	
	Total	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Eurosistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	Otras inversiones incluido Banco de España (d)			
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)					De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)		
		1=2+3+6+ 2+13	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	17	18
01	20 072	2 597	-5 686	36 982	31 296	-19 813	50 284	30 471	28 498	4 043	32 541	-401	17 475	1 581	16 122	-228	-12 128	32 264
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
03 E-O	14 725	22 375	1 232	16 553	17 785	-26 751	56 881	30 130	51 311	5 173	56 484	-3 417	-7 650	10 356	-3 439	-14 567	8 639	55 558
04 E-O	P27 807	57 999	11 950	15 872	3 922	52 928	22 509	75 436	15 619	26 997	42 616	1 402	-30 192	5 090	-29 943	-5 339	57 254	42 527
03 Jul	1 724	43	-2 421	2 453	31	-11 201	10 936	-265	13 749	1 236	14 985	-84	1 681	3 284	1 546	-3 149	-323	14 567
Ago	257	-12 296	-630	2 025	1 395	-8 904	5 267	-3 637	-2 855	6 399	3 544	92	12 553	1 748	12 612	-1 807	-6 233	3 495
Sep	3 134	14 953	-701	1 602	901	1 573	5 387	6 960	14 466	-7 092	7 374	-385	-11 819	585	-9 607	-2 797	2 501	7 287
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

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 (5ª 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 AL RESTO DEL MUNDO EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

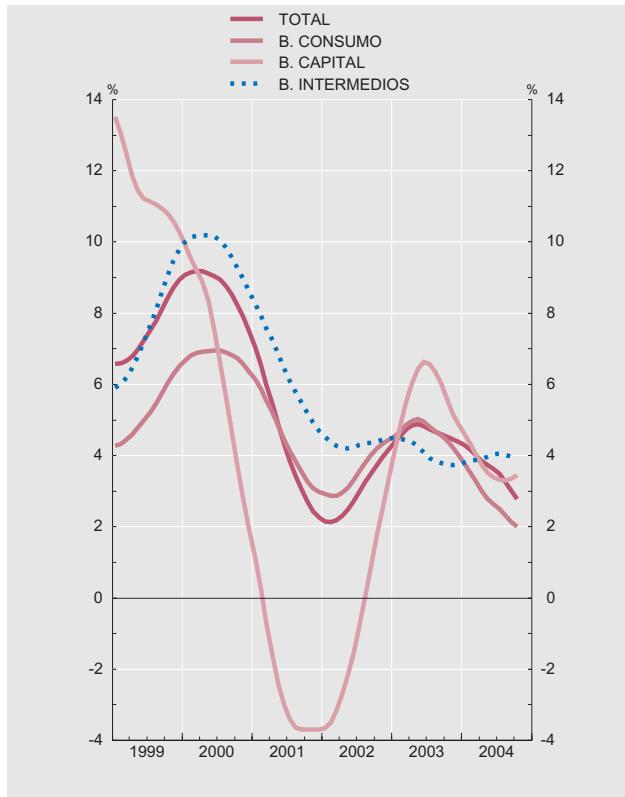
■ Serie representada gráficamente.

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 Zona euro	Estados Unidos de América	Resto OCDE	10	11	12	13	14	15	16
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			
03	Sep	11 708	11,3	11,5	11,8	24,5	7,5	45,7	6,5	13,4	14,3	13,6	-1,9	14,2	-1,8	-13,1	-21,0	7,4		
	Oct	13 069	3,6	4,4	8,9	0,1	2,7	17,0	2,4	3,8	-0,2	3,4	-3,3	5,7	-5,9	13,7	-42,8	9,4		
	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		
	Apr	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		

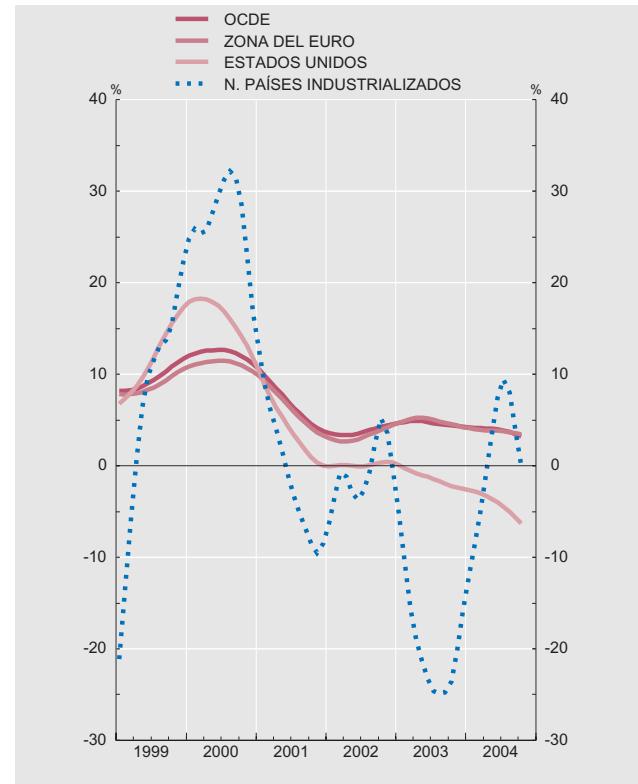
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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 AL RESTO DEL MUNDO IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

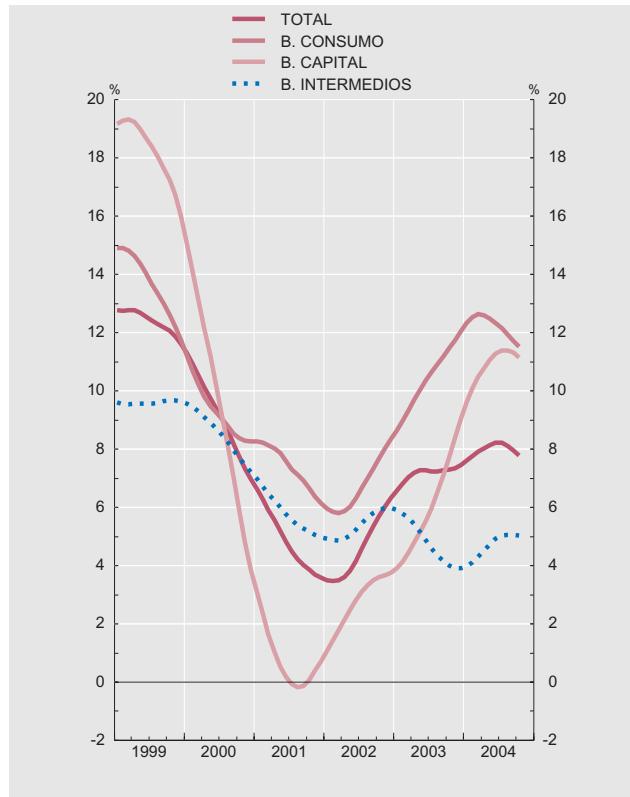
■ Serie representada gráficamente.

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 euro	Estados Unidos de América	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	
03 Sep	16 558	11,6	14,8	17,4	56,7	3,6	21,1	1,8	11,4	5,8	11,5	-0,5	13,9	-12,7	35,4	4,0	21,1	
Oct	17 178	1,7	0,8	6,9	1,1	-1,9	-5,6	-1,5	3,7	2,4	2,5	-22,8	6,0	-9,7	29,3	-33,0	-2,8	
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	4,4	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		

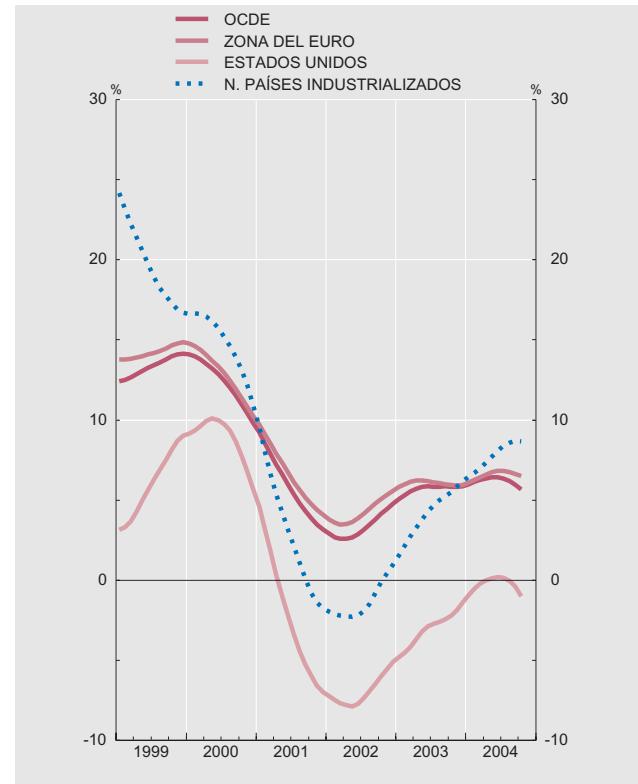
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

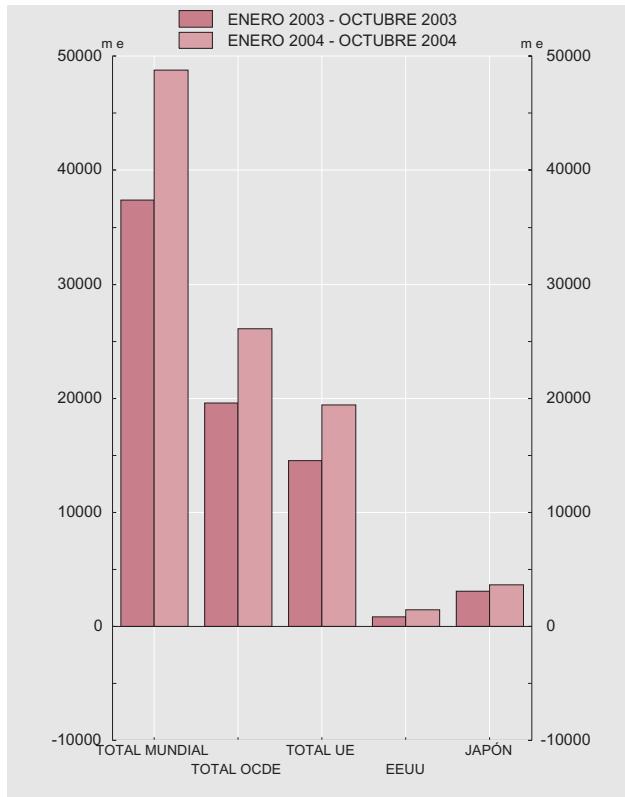
(a) Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

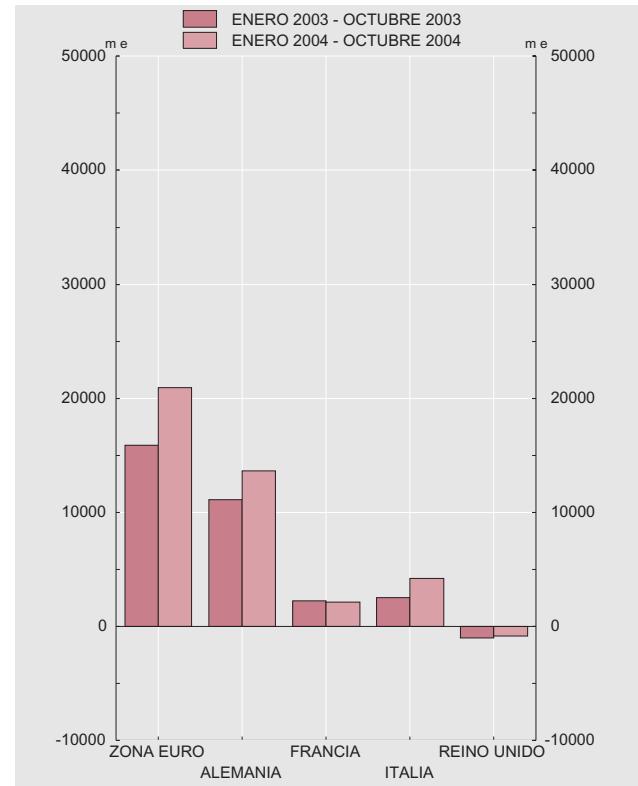
■ Serie representada gráficamente.

				OCDE												
				Unión Europea (UE 15)												
	Total mundial	Total	Total	Zona del euro			Reino Unido	Resto UE 15	Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE	OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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-O	-37 398	-19 614	-14 509	-15 888	-11 093	-2 227	-2 507	1 029	351	-862	-3 080	-1 164	-6 838	-1 408	-2 123	-7 416
04 E-O	-48 791	-26 075	-19 437	-20 917	-13 654	-2 120	-4 227	825	656	-1 462	-3 656	-1 521	-7 571	-1 670	-2 388	-11 087
03 Oct	-4 109	-2 281	-1 875	-1 863	-1 216	-332	-282	54	-66	48	-382	-71	-697	-278	-197	-657
Nov	-4 585	-2 758	-2 061	-2 111	-1 279	-465	-401	39	11	-194	-401	-102	-687	-114	-236	-789
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
Apr	-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

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.

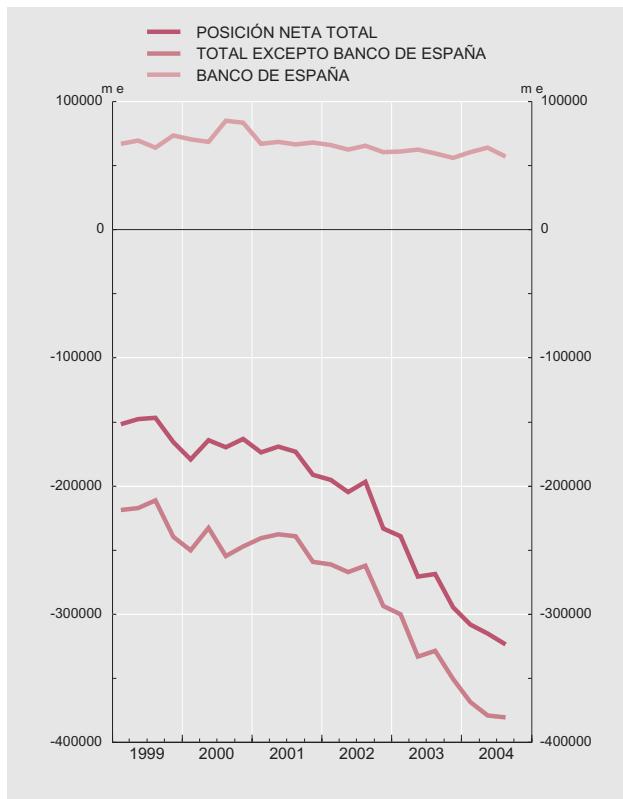
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

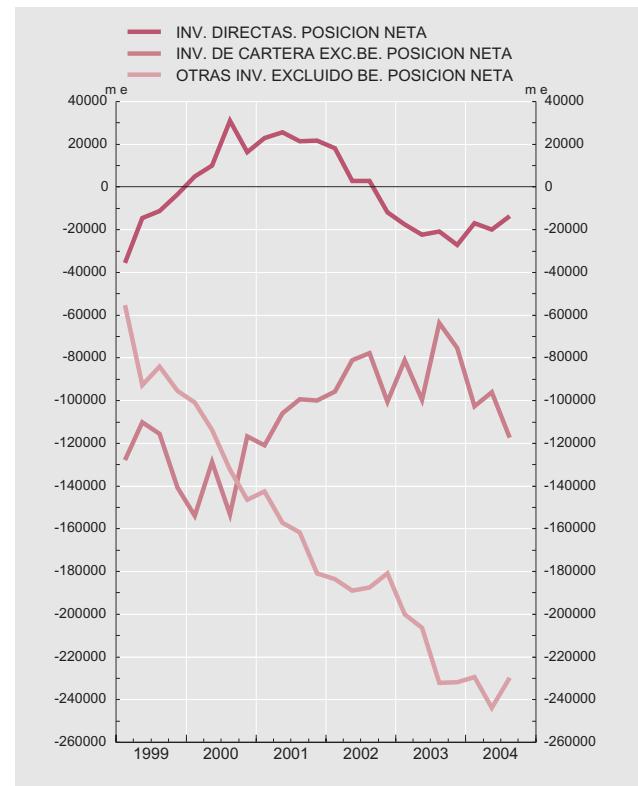
Saldos a fin de periodo en millones de euros

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+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 /I	-172 977	-239 406	21 443	202 355	180 912	-99 224	208 490	307 714-161 625	170 337	331 962	66 429	39 971	27 762	-1 305	
IV	-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 /I	-195 313	-261 353	18 096	212 342	194 246	-95 873	245 199	341 072-183 576	168 176	351 752	66 041	41 015	26 173	-1 148	
II	-204 842	-267 322	2 861	202 763	199 901	-81 119	245 783	326 902-189 064	173 641	362 705	62 480	36 400	26 005	75	
III	-196 651	-262 293	2 848	204 572	201 724	-77 716	240 510	318 226-187 424	178 034	365 458	65 642	38 425	27 657	-440	
IV	-233 023	-293 651	-11 702	213 682	225 384-100 931	256 806	357 737-181 017	185 135	366 152	60 628	38 431	22 650		-453	
03 /I	-239 047	-300 085	-17 443	216 331	233 774	-82 603	278 611	361 214-200 039	184 517	384 556	61 037	35 436	24 337	1 264	
II	-270 696	-333 164	-22 279	214 876	237 155-104 524	287 475	392 000-206 361	183 212	389 573	62 468	31 326	26 766		4 376	
III	-268 879	-328 615	-20 782	220 581	241 363	-75 746	310 592	386 338-232 088	181 112	413 200	59 736	25 395	22 216	12 126	
IV	-294 405	-350 494	-27 138	220 632	247 769	-91 616	320 778	412 394-231 740	185 831	417 571	56 089	21 229	18 269	16 591	
04 /I	-307 851	-368 365	-16 892	229 248	246 140-122 190	334 049	456 239-229 283	194 375	423 658	60 514	17 578	23 071	19 866		
II	-315 083	-379 259	-19 931	233 465	253 396-115 615	349 331	464 946-243 714	204 631	448 344	64 177	16 245	27 941		19 991	
III	-323 691	-380 637	-13 578	239 984	253 561-137 201	350 209	487 410-229 858	210 261	440 119	56 946	15 889	20 504		20 553	

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 nº 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.

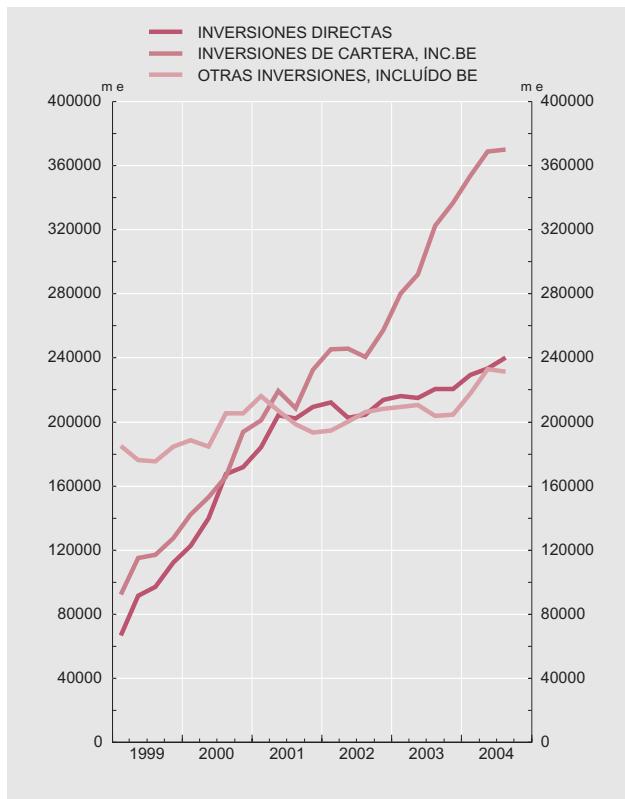
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

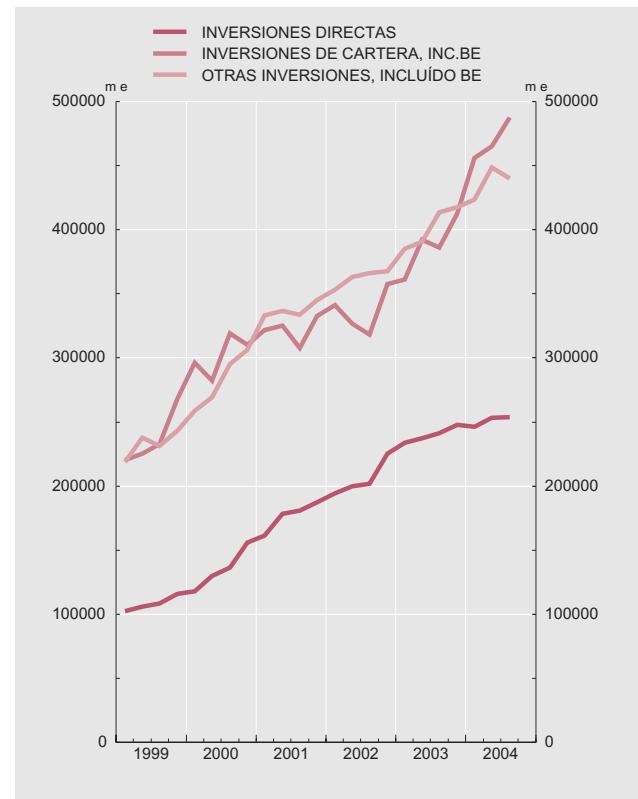
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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 /I /IV	181 808	20 547	146 839	34 073	66 943	141 547	124 216	183 499	198 533	333 700
	189 022	20 285	150 244	37 311	74 623	158 142	144 151	188 680	193 450	345 097
02 /I /II /III /IV	191 778	20 564	148 624	45 621	75 523	169 677	148 497	192 575	194 788	353 338
	186 114	16 648	154 641	45 261	65 240	180 543	128 578	198 325	200 085	363 069
	R 186 791	17 782	154 339	47 386	56 609	183 901	103 690	214 536	206 103	366 310
	196 880	16 802	174 445	50 938	50 712	206 581	116 967	240 771	208 216	367 523
03 /I /II /III /IV	199 100	17 231	183 166	50 608	47 069	233 147	116 367	244 847	209 311	385 353
	197 605	17 271	185 992	51 163	51 361	240 890	133 820	258 179	210 449	390 443
	204 718	15 864	187 742	53 621	56 780	265 828	130 601	255 737	203 751	413 513
	206 297	14 335	185 911	61 858	62 621	274 385	147 879	264 516	204 555	417 663
04 /I /II /III	212 468	16 780	185 111	61 029	70 500	283 047	153 500	302 739	217 875	423 720
	215 969	17 496	189 883	63 513	75 172	293 772	149 108	315 838	232 949	448 345
	220 296	19 688	191 557	62 004	72 582	297 416	150 701	336 710	231 529	440 119

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



Fuente: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6

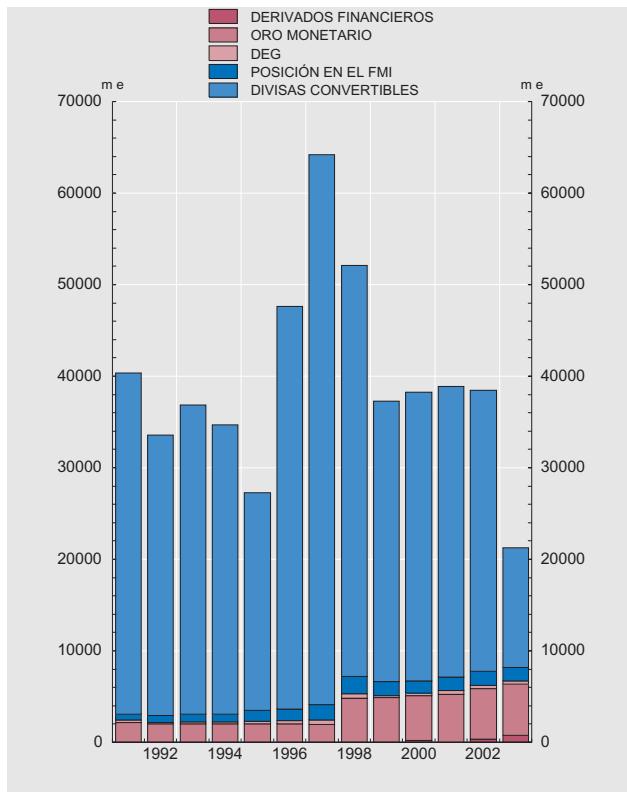
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

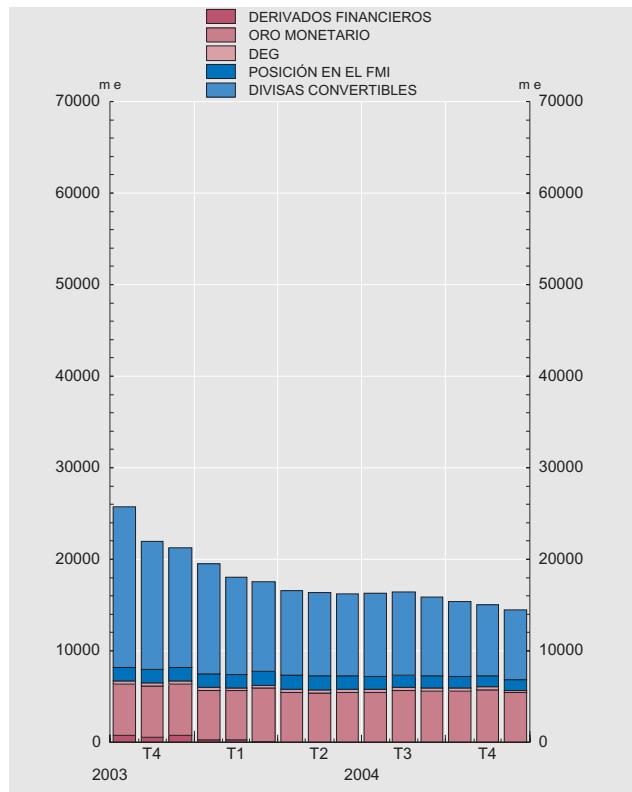
Saldos a fin de periodo en millones de euros

		Activos de reserva						Pro memoria: Oro	
		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	Jul	28 307	20 490	1 536	332	5 297	653	16,8	
	Ago	27 436	19 336	1 625	340	5 763	373	16,8	
	Sep	25 395	17 626	1 579	330	5 553	306	16,8	
	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	

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 1999 (<http://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 FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo												Millones de 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					
02 /IV	670 497	190 904	1 461	1 069	177 982	10 393	-	307 780	346	154 007	34 190	119 237				
03 /	693 407	181 389	2 197	707	168 193	10 292	-	328 150	315	165 842	39 500	122 493				
/	714 201	186 423	3 070	264	173 209	9 880	-	339 638	323	170 813	44 764	123 738				
/	740 561	177 138	3 617	1 777	161 954	9 790	-	362 671	353	183 339	49 178	129 801				
/IV	765 380	172 109	4 478	332	157 363	9 937	-	374 151	326	187 752	56 380	129 693				
04 /	810 071	188 240	3 768	486	173 652	10 334	-	392 328	361	186 529	71 953	133 485				
/	851 160	185 537	3 234	425	171 460	10 417	-	426 811	354	207 118	80 663	138 676				
/III	863 895	191 947	3 099	1 852	176 589	10 406	-	424 374	362	198 299	89 739	135 974				

7.9. (CONT.) DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo												Millones de euros			
Autoridad monetaria			Otros sectores residentes								Inversión directa				
Total	Corto plazo	Total	Corto plazo				Largo plazo				Total	Frente a:			
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos	Inversores directos		Afiladas			
			16	17	18	19	20	21	22	23		24	25		
02 /IV	1 371	1 371	108 238	3 001	19 933	78	23 790	60 690	439	307	62 203	32 730	29 473		
03 /	798	798	119 863	2 678	19 179	123	31 964	64 944	436	539	63 207	32 690	30 517		
/	870	870	121 691	2 497	17 779	77	34 317	66 013	427	581	65 578	32 898	32 681		
/	313	313	129 127	2 418	20 355	78	38 216	67 152	409	499	71 311	32 535	38 776		
/IV	92	92	135 826	2 297	19 249	-	43 672	69 805	394	409	83 202	38 477	44 725		
04 /	62	62	145 829	2 321	20 282	308	50 683	71 464	395	376	83 612	35 242	48 369		
/	1	1	151 834	2 383	19 548	179	57 743	71 227	392	362	86 978	35 705	51 273		
/III	0	0	160 508	3 082	20 085	584	63 838	72 176	382	362	87 066	36 107	50 959		

Fuente: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRESTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CREDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda		
	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 Jul	254 311	209 174	45 000	-	28	434	324	114 625	385 074	10 053	317 476	36 974	5 239	132 418	2 029
Ago	255 246	210 142	44 995	-	25	169	86	116 331	392 180	5 045	315 573	34 679	4 933	131 952	2 029
Sep	262 453	218 091	44 995	-	30	74	738	122 059	392 051	13 425	315 294	31 878	4 982	133 383	2 029
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	-

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRESTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CREDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas									
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	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 Jul	18 096	17 719	410	-	5	-	37	30 278	57 570	5 051	32 508	165	-24 062	-23 644	-418	11 880
Ago	30 083	28 880	1 209	-	-5	-	-	30 350	57 898	4 681	29 732	-2 497	-12 216	-11 568	-648	11 949
Sep	26 635	25 331	1 311	-	-1	-	6	29 945	57 317	6 077	28 723	-4 726	-16 374	-15 599	-775	13 064
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

Fuentes: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

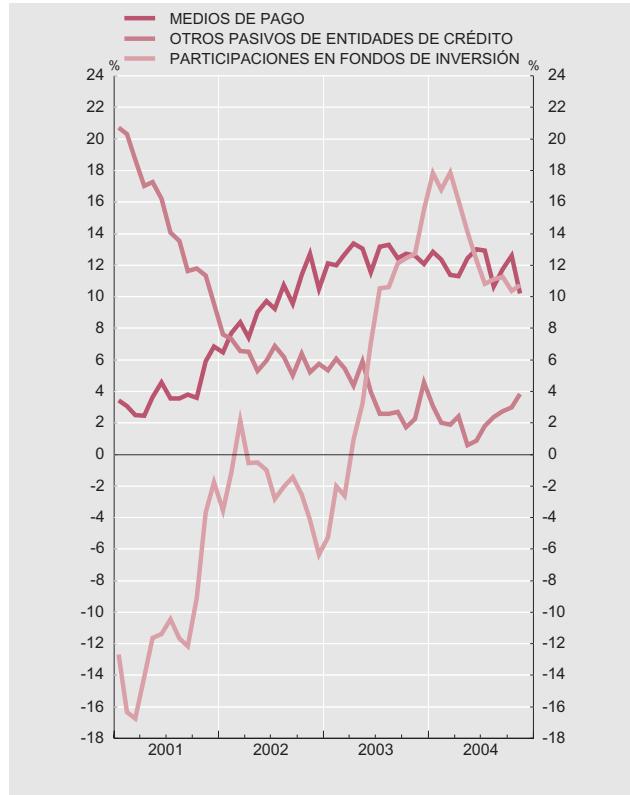
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

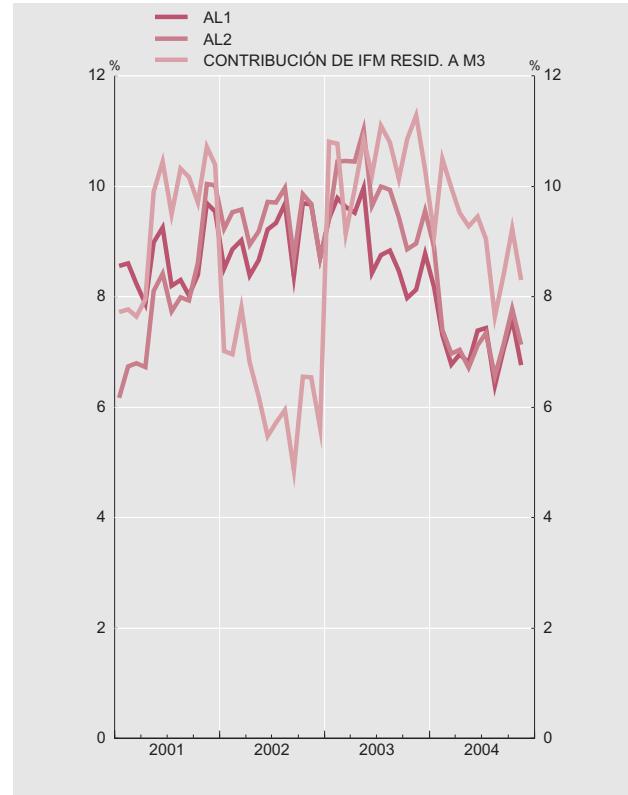
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago						Otros pasivos de entidades de crédito						Participaciones en fondos de inversión						Pro memoria			
	Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12			AL1 (d)	AL2 (e)	Contribución de IFM resid. a M3	T 1/12			
			Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de entidades de crédito	Depósitos en sucursales en exterior			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM				AL1 (d)	AL2 (e)	Contribución de IFM resid. a M3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18				
01	291 310	6,8	-21,3	16,0	11,8	251 032	9,5	13,0	6,8	-20,6	155 663	-1,8	33,8	20,4	-17,5	9,5	10,0	10,4				
02	321 912	10,5	22,2	10,3	6,5	265 438	5,7	6,9	1,7	4,2	145 758	-6,4	14,1	8,6	-21,3	8,7	8,7	5,6				
03	360 753	12,1	21,0	7,8	13,1	277 552	4,6	2,2	15,7	-2,7	168 406	15,5	10,1	24,9	14,8	8,8	9,6	10,3				
03 Ago	343 583	13,3	22,2	11,9	11,3	270 547	2,6	1,9	5,9	0,7	163 547	10,6	15,6	31,7	-1,5	8,8	9,9	10,8				
Sep	346 448	12,4	21,3	10,0	11,7	268 642	2,7	2,5	5,4	-2,5	162 940	12,1	14,7	28,5	2,9	8,5	9,4	10,1				
Oct	343 646	12,7	21,7	9,5	12,6	270 499	1,7	0,4	12,6	-13,1	165 460	12,4	12,8	25,8	6,1	8,0	8,9	10,9				
Nov	354 680	12,6	21,7	8,9	13,0	271 480	2,3	0,5	13,1	-9,2	166 941	12,7	11,3	25,5	7,8	8,1	9,0	11,3				
Dic	360 753	12,1	21,0	7,8	13,1	277 552	4,6	2,2	15,7	-2,7	168 406	15,5	10,1	24,9	14,8	8,8	9,6	10,3				
04 Ene	355 419	12,8	21,2	8,8	13,8	276 140	3,1	2,1	7,0	3,2	171 015	17,8	6,1	22,7	24,0	8,2	8,9	9,1				
Feb	358 751	12,4	20,6	8,6	13,1	274 862	2,0	2,1	8,7	-18,4	173 801	16,8	3,4	9,2	31,2	7,3	7,4	10,5				
Mar	363 354	11,4	20,1	7,4	12,2	274 609	1,9	3,0	3,9	-18,3	177 543	17,9	3,1	10,4	33,6	6,8	7,0	10,0				
Abr	363 288	11,3	20,2	7,2	12,2	275 154	2,4	3,6	3,7	-15,9	179 347	16,1	2,9	8,4	30,3	7,0	7,0	9,5				
May	370 798	12,4	19,7	10,2	11,9	273 928	0,6	2,4	-3,1	-11,5	179 799	14,1	3,5	5,3	27,0	6,8	6,7	9,3				
Jun	388 201	13,0	19,0	12,5	11,0	272 566	0,9	3,4	-4,8	-14,2	180 858	12,3	3,9	3,0	23,6	7,4	7,1	9,4				
Jul	389 164	12,9	19,5	12,4	10,7	272 777	1,8	4,1	-2,0	-18,6	180 609	10,8	-0,1	5,9	21,5	7,4	7,3	9,1				
Ago	380 238	10,7	17,9	9,2	9,2	276 983	2,4	4,8	1,0	-24,5	181 697	11,1	-1,0	9,4	20,9	6,4	6,6	7,6				
Sep	387 207	11,8	18,2	11,2	9,6	275 960	2,7	5,5	-3,0	-16,5	181 316	11,3	-1,8	8,6	22,4	7,1	7,2	8,4				
Oct	P 387 022	12,6	17,5	13,2	10,0	278 579	3,0	7,4	-8,4	-18,4	182 602	10,4	-1,7	10,8	18,6	7,6	7,8	9,2				
Nov	P 390 900	10,2	16,4	10,3	7,6	281 878	3,8	8,1	-7,1	-17,7	184 889	10,8	-1,5	13,4	17,7	6,8	7,1	8,3				

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.

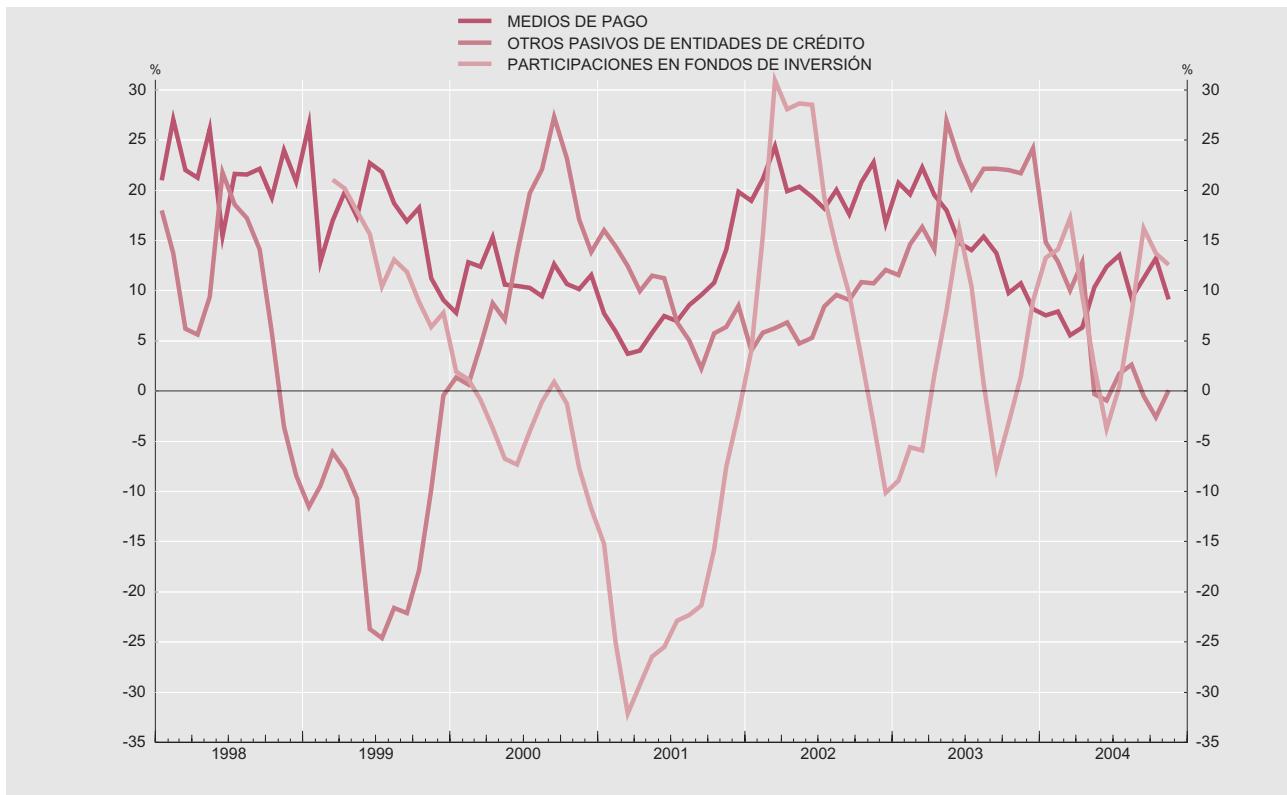
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
01	66 520	19,9	20,2	10,7	42 731	8,5	16,7	4,4	15 282	-2,2	86,1	14,1	-21,8	
02	77 652	16,7	16,0	39,5	47 902	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	59 475	24,2	39,2	14,9	14 954	8,9	10,3	14,5	5,3	
03 Ago	79 338	15,4	15,3	18,1	53 734	22,1	46,3	6,9	15 490	0,7	9,8	17,9	-11,9	
Sep	80 995	13,7	13,3	24,7	53 822	22,1	47,5	6,3	13 959	-7,6	5,4	0,6	-19,5	
Oct	77 904	9,8	9,5	17,8	55 103	22,0	38,8	11,3	14 347	-3,2	6,6	3,7	-12,5	
Nov	82 859	10,7	10,0	28,3	55 616	21,7	39,8	9,9	14 646	1,4	8,2	9,0	-6,3	
Dic	84 021	8,2	7,9	15,6	59 475	24,2	39,2	14,9	14 954	8,9	10,3	14,5	5,3	
04 Ene	81 479	7,6	6,8	27,0	54 438	14,8	39,9	0,2	15 543	13,3	13,6	12,4	13,5	
Feb	82 354	7,9	8,4	-4,6	54 801	12,9	30,4	1,9	16 118	14,1	17,4	-0,2	20,0	
Mar	84 464	5,6	5,9	-2,5	55 100	10,0	33,8	-4,3	16 824	17,2	24,2	0,8	21,9	
Abr	82 928	6,4	6,4	5,5	55 318	12,9	34,4	-0,8	17 105	9,5	27,4	-9,5	8,7	
May	86 699	10,3	10,7	1,7	54 373	-0,3	11,7	-9,8	17 281	2,4	31,4	-19,5	-2,9	
Jun	92 286	12,4	12,7	2,1	52 892	-1,0	9,8	-9,8	17 498	-3,8	35,0	-27,3	-12,7	
Jul	89 826	13,5	13,6	10,1	52 812	1,7	10,6	-6,1	17 009	0,5	31,1	-19,5	-7,6	
Ago	86 663	9,2	9,3	7,4	55 138	2,6	10,7	-4,3	16 692	7,8	31,3	-9,1	0,5	
Sep	90 114	11,3	11,4	8,1	53 571	-0,5	12,9	-12,0	16 225	16,2	31,5	0,3	13,0	
Oct	P 88 201	13,2	13,6	4,0	53 675	-2,6	17,8	-18,7	16 318	13,7	31,6	0,4	7,5	
Nov	P 90 430	9,1	9,6	-2,3	55 653	0,1	19,7	-16,1	16 490	12,6	31,7	1,0	4,8	

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.

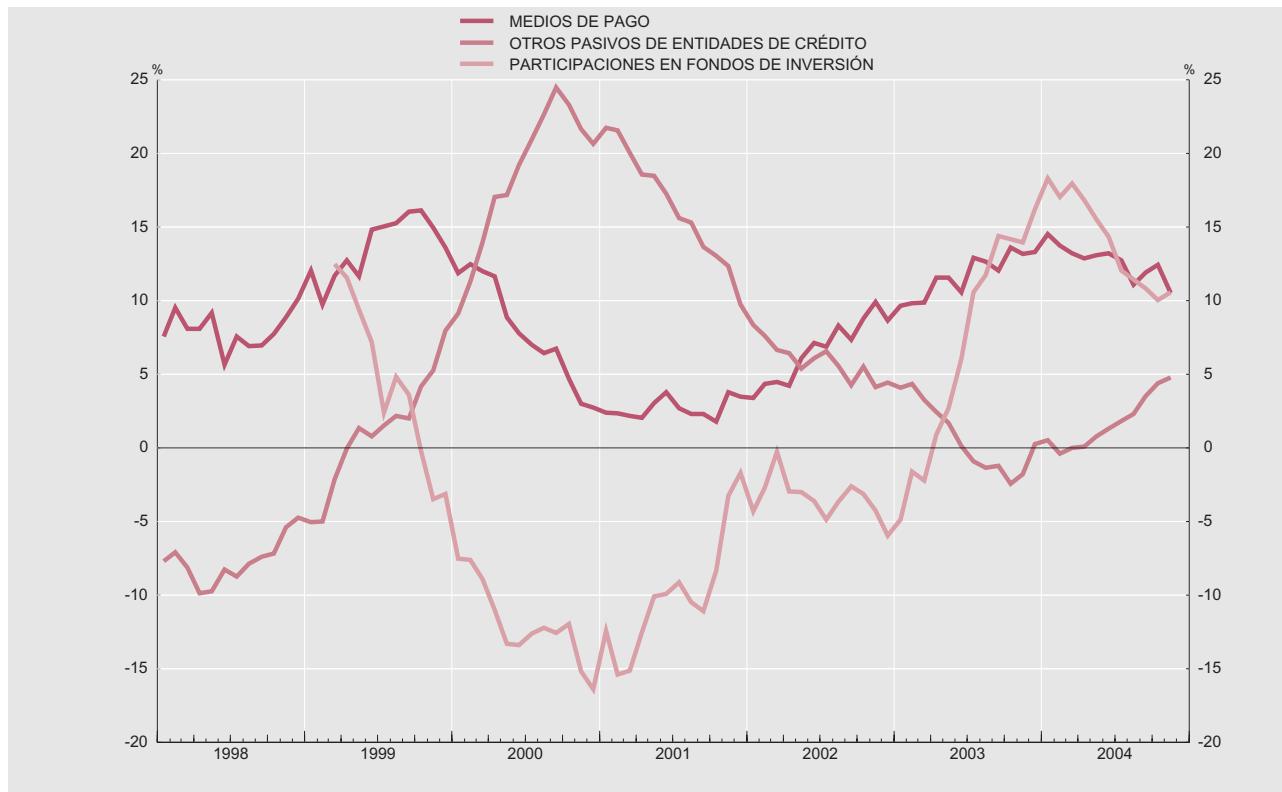
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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
01	224 789	3,5	-22,6	12,1	11,8	208 301	9,8	12,7	-3,1	140 381	-1,7	30,2	21,2	-16,9
02	244 260	8,7	19,4	6,9	5,9	217 537	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	218 077	0,2	-1,4	9,5	153 452	16,2	10,1	25,9	15,8
03 Ago	264 245	12,7	21,5	9,6	11,2	216 813	-1,4	-2,2	2,8	148 057	11,8	16,3	33,4	-0,3
Sep	265 452	12,1	20,9	7,5	11,4	214 819	-1,2	-1,7	1,3	148 981	14,4	15,7	31,8	5,5
Oct	265 741	13,6	21,4	10,3	12,5	215 396	-2,4	-3,2	1,8	151 113	14,2	13,5	28,3	8,2
Nov	271 821	13,2	21,8	8,4	12,7	215 864	-1,8	-3,3	6,2	152 295	13,9	11,7	27,3	9,4
Dic	276 732	13,3	21,3	8,2	13,0	218 077	0,2	-1,4	9,5	153 452	16,2	10,1	25,9	15,8
04 Ene	273 940	14,5	21,5	11,4	13,5	221 702	0,5	-1,5	11,2	155 473	18,3	5,3	23,8	25,1
Feb	276 397	13,8	20,9	9,2	13,5	220 060	-0,4	-0,8	1,6	157 683	17,1	2,0	10,2	32,4
Mar	278 890	13,2	20,4	9,4	12,6	219 509	0,0	-0,1	0,7	160 719	18,0	1,0	11,4	34,9
Apr	280 360	12,9	20,5	8,5	12,3	219 836	0,1	0,4	-1,4	162 242	16,8	0,3	10,5	32,8
May	284 098	13,1	19,9	10,0	12,1	219 556	0,8	1,2	-1,2	162 518	15,5	0,5	8,4	30,8
Jun	295 914	13,2	19,3	12,5	11,2	219 674	1,3	2,5	-4,7	163 360	14,4	0,5	7,1	28,6
Jul	299 338	12,8	19,7	11,4	10,7	219 965	1,8	3,3	-5,5	163 600	12,0	-3,4	9,0	25,0
Ago	293 575	11,1	18,1	9,4	9,2	221 845	2,3	4,0	-5,9	165 005	11,4	-4,4	11,3	23,1
Sep	297 093	11,9	18,4	11,3	9,7	222 390	3,5	4,5	-1,3	165 091	10,8	-5,2	9,4	23,3
Oct	P 298 821	12,4	17,7	12,8	10,1	224 904	4,4	6,0	-3,6	166 284	10,0	-5,1	11,8	19,6
Nov	P 300 469	10,5	16,6	11,1	7,8	226 225	4,8	6,5	-3,4	168 400	10,6	-4,8	14,5	18,9

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)

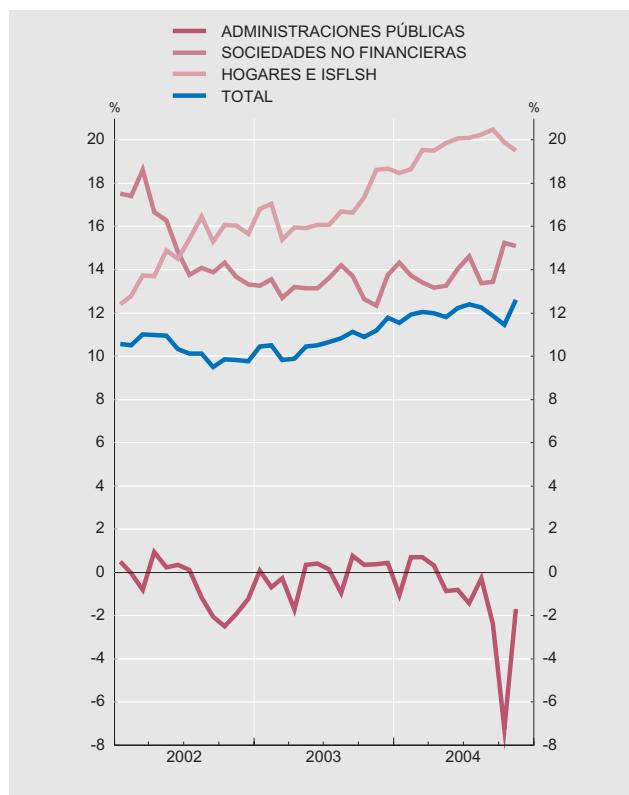
■ Serie representada gráficamente

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 ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18					
01	1 092 889	110 387	11,2	2,0	15,6	18,0	12,3	13,8	2,1	28,4	0,7	10,6	7,0	3,6	7,9	0,0	2,7	24 568					
02	1 198 655	106 562	9,8	-1,2	14,3	13,3	15,6	14,4	-16,6	17,4	-0,4	10,1	5,5	4,6	8,4	-0,2	1,9	38 989					
03	1 347 440	141 151	11,8	0,4	15,8	13,8	18,7	16,5	-7,1	14,6	0,1	11,7	5,9	10,0	-0,1	1,7	56 246						
03 Ago	1 283 051	-1 311	10,8	-0,9	15,3	14,2	16,7	15,8	-9,7	14,9	-0,3	11,1	5,9	5,1	9,5	-0,1	1,7	44 978					
Sep	1 293 869	12 684	11,1	0,8	14,9	13,7	16,6	15,5	-9,0	14,2	0,2	10,9	5,8	5,1	9,3	-0,1	1,7	49 887					
Oct	1 301 992	5 993	10,9	0,3	14,6	12,6	17,4	15,6	-7,4	11,9	0,1	10,8	5,4	5,4	9,5	-0,1	1,4	51 373					
Nov	1 319 691	16 477	11,2	0,4	15,0	12,3	18,6	16,4	-6,0	9,6	0,1	11,1	5,3	5,8	10,0	-0,1	1,1	52 546					
Dic	1 347 440	26 687	11,8	0,4	15,8	13,8	18,7	16,5	-7,1	14,6	0,1	11,7	5,9	10,0	-0,1	1,7	56 246						
04 Ene	1 357 955	10 222	11,5	-1,1	16,1	14,3	18,5	16,3	-6,7	16,8	-0,3	11,8	6,1	5,7	9,9	-0,1	2,0	56 660					
Feb	1 361 188	4 248	11,9	0,7	15,8	13,7	18,7	16,5	-3,7	13,9	0,2	11,7	5,9	5,9	10,1	-0,0	1,7	56 921					
Mar	1 382 895	19 921	12,1	0,7	16,0	13,4	19,5	17,0	1,4	12,2	0,2	11,9	5,7	6,1	10,4	0,0	1,5	58 249					
Apr	1 384 873	1 888	12,0	0,3	15,9	13,2	19,5	16,8	2,8	11,9	0,1	11,9	5,7	6,2	10,5	0,0	1,4	59 437					
May	1 402 916	15 901	11,8	-0,9	16,1	13,2	19,9	17,2	-1,5	11,5	-0,2	12,0	5,7	6,3	10,7	-0,0	1,4	60 193					
Jun	1 432 681	29 914	12,2	-0,8	16,6	14,0	20,1	17,7	2,0	11,8	-0,2	12,4	6,0	6,4	11,0	0,0	1,4	64 901					
Jul	1 449 329	16 238	12,4	-1,4	17,0	14,6	20,1	18,4	-0,1	11,0	-0,4	12,8	6,3	6,5	11,4	-0,0	1,3	69 368					
Ago	1 446 164	-2 840	12,3	-0,3	16,3	13,4	20,2	18,0	-2,6	9,2	-0,1	12,3	5,8	6,5	11,2	-0,0	1,1	69 982					
Sep	1 455 698	8 841	11,9	-2,4	16,5	13,4	20,5	18,4	0,7	7,7	-0,6	12,4	5,8	6,6	11,5	0,0	0,9	69 072					
Oct	P 1 457 157	1 516	11,4	-7,2	17,2	15,2	19,9	19,0	-1,7	9,6	-1,7	13,2	6,6	6,5	12,0	-0,0	1,2	72 146					
Nov	P 1 490 988	33 949	12,6	-1,7	17,0	15,1	19,5	18,3	-2,4	11,4	-0,4	13,0	6,6	6,5	11,6	-0,0	1,4	74 687					

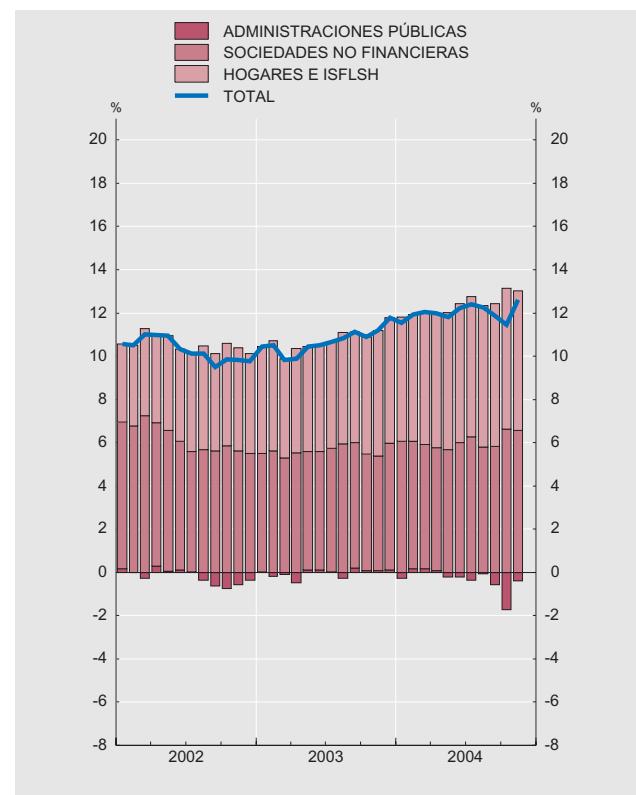
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS

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 SEC/95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

(véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico)

(b) Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Pùblicas.

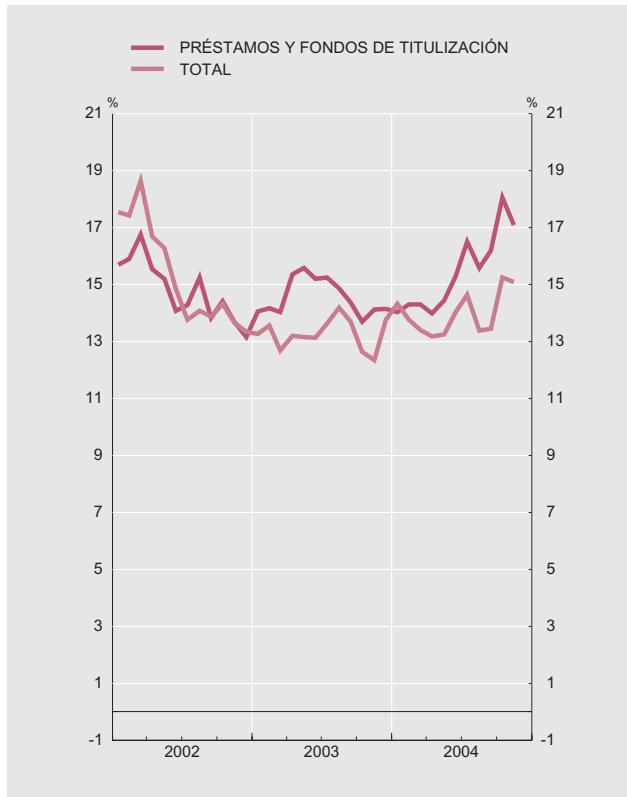
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

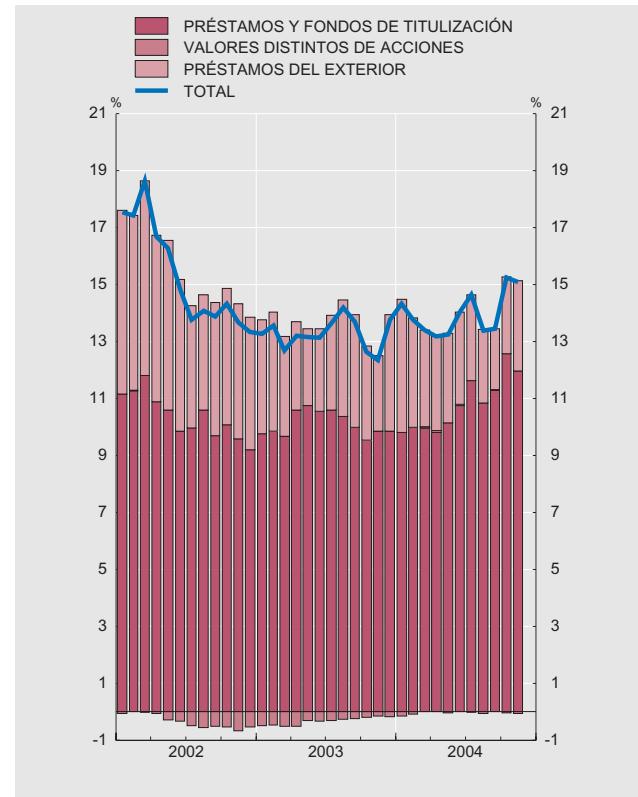
Millones de euros y porcentajes

	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
01	450 324	68 516	18,0	315 161	15,3	11,0	14 367	2,1	0,1	120 797	28,5	6,9	14 395
02	510 236	60 026	13,3	355 787	13,1	9,2	11 987	-16,6	-0,5	142 462	17,4	4,7	20 949
03	588 603	70 239	13,8	405 444	14,1	9,9	11 131	-7,1	-0,2	172 028	14,6	4,1	24 351
03 Ago	555 623	2 495	14,2	386 920	14,9	10,4	11 859	-9,7	-0,3	156 845	14,9	4,1	21 638
Sep	559 295	5 494	13,7	390 094	14,4	10,0	11 871	-9,0	-0,2	157 331	14,2	4,0	23 576
Oct	567 002	5 541	12,6	394 857	13,7	9,5	11 906	-7,4	-0,2	160 239	11,8	3,3	23 466
Nov	573 415	5 141	12,3	401 139	14,1	9,8	11 561	-6,0	-0,1	160 715	9,5	2,7	23 584
Dic	588 603	14 000	13,8	405 444	14,1	9,9	11 131	-7,1	-0,2	172 028	14,6	4,1	24 351
04 Ene	594 802	5 869	14,3	408 059	14,0	9,8	11 228	-6,7	-0,2	175 516	16,8	4,7	24 048
Feb	595 471	1 661	13,7	411 272	14,3	10,0	11 801	-3,7	-0,1	172 398	13,8	3,9	24 064
Mar	604 523	7 224	13,4	417 930	14,3	10,0	12 153	1,4	0,0	174 440	12,2	3,4	23 975
Abr	611 237	6 597	13,2	424 210	14,0	9,8	12 015	2,8	0,1	175 012	11,9	3,3	24 407
May	616 747	3 332	13,2	428 964	14,4	10,1	11 846	-1,5	-0,0	175 937	11,4	3,1	23 997
Jun	628 178	11 527	14,0	438 843	15,3	10,7	12 056	2,0	0,0	177 279	11,8	3,2	24 349
Jul	640 197	11 588	14,6	450 001	16,5	11,6	11 768	-0,1	-0,0	178 428	11,0	3,0	24 505
Ago	636 225	-3 685	13,4	446 442	15,6	10,8	11 546	-2,6	-0,1	178 238	9,1	2,6	25 107
Sep	643 399	6 418	13,4	452 496	16,2	11,3	11 949	0,7	0,0	178 954	7,6	2,1	24 943
Oct	P 660 058	16 689	15,2	465 468	18,1	12,6	11 706	-1,7	-0,0	182 884	9,5	2,7	27 503
Nov	P 665 228	5 256	15,1	468 970	17,1	12,0	11 281	-2,4	-0,0	184 978	11,3	3,2	29 423

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 SEC/95 (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 periodo / saldo al principio del periodo. 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.

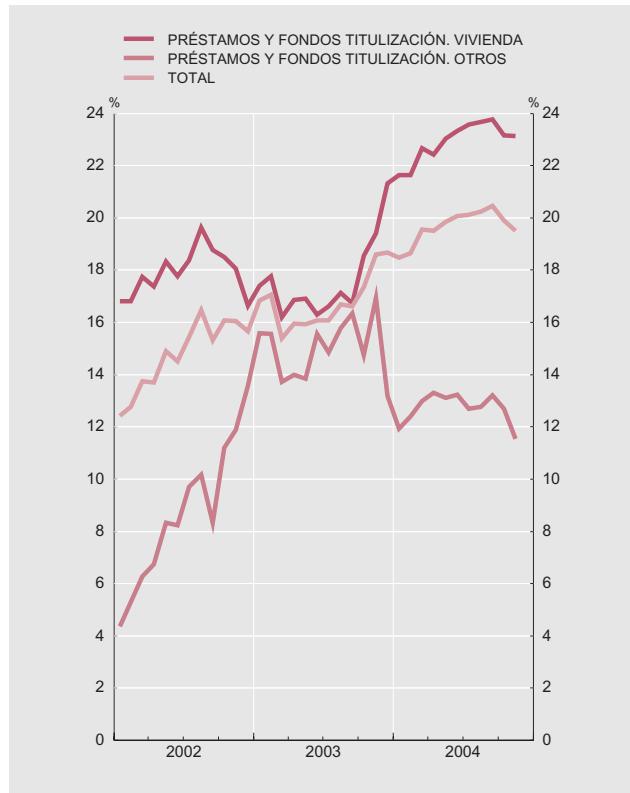
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

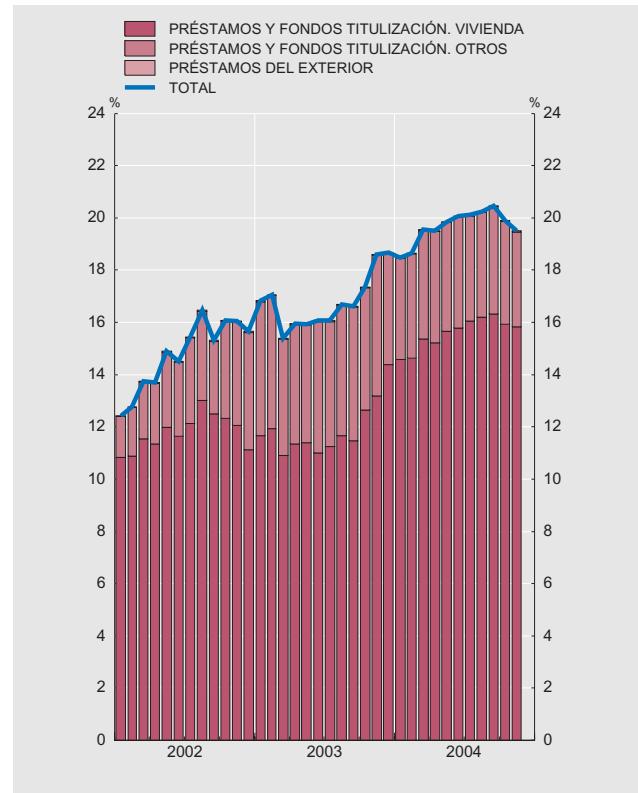
Millones de euros y porcentajes

	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
01	322 472	35 487	12,3	215 775	17,1	11,0	106 237	3,9	1,4	460	13,9	0,0	9 985	188
02	372 251	50 461	15,6	251 195	16,6	11,1	120 443	13,6	4,5	613	33,3	0,0	16 109	1 931
03	441 298	69 540	18,7	304 729	21,3	14,4	135 850	13,2	4,3	719	17,3	0,0	28 771	3 124
03 Ago	414 649	2 168	16,7	283 510	17,1	11,7	130 463	15,8	5,0	676	22,3	0,0	20 153	3 187
Sep	419 118	4 515	16,6	287 606	16,7	11,5	130 821	16,4	5,1	692	24,0	0,0	23 153	3 157
Oct	426 691	7 608	17,4	293 668	18,6	12,6	132 319	14,8	4,7	705	23,1	0,0	24 749	3 157
Nov	437 240	10 599	18,6	299 288	19,4	13,2	137 240	16,9	5,4	712	18,4	0,0	25 804	3 157
Dic	441 298	4 183	18,7	304 729	21,3	14,4	135 850	13,2	4,3	719	17,3	0,0	28 771	3 124
04 Ene	445 300	4 040	18,5	308 272	21,6	14,6	136 290	11,9	3,9	738	19,1	0,0	29 488	3 124
Feb	451 060	5 783	18,7	312 657	21,6	14,6	137 656	12,4	4,0	747	18,8	0,0	29 733	3 124
Mar	459 488	8 470	19,5	319 914	22,7	15,4	138 819	13,0	4,2	756	20,4	0,0	31 178	3 095
Abr	467 610	8 148	19,5	325 516	22,4	15,2	141 331	13,3	4,3	763	20,1	0,0	31 935	3 095
May	475 332	7 757	19,9	331 959	23,0	15,7	142 595	13,1	4,2	778	20,3	0,0	33 101	3 095
Jun	487 523	12 245	20,1	339 021	23,3	15,8	147 707	13,2	4,3	796	21,2	0,0	37 484	3 068
Jul	494 951	7 450	20,1	346 916	23,6	16,0	147 223	12,7	4,0	812	20,7	0,0	41 795	3 068
Ago	498 056	3 143	20,2	350 630	23,7	16,2	146 605	12,8	4,0	821	21,5	0,0	41 612	3 263
Sep	504 360	6 366	20,5	355 950	23,8	16,3	147 578	13,2	4,1	832	20,3	0,0	40 928	3 201
Oct	P 511 067	6 734	19,9	361 631	23,2	15,9	148 593	12,7	3,9	844	19,7	0,0	40 480	4 163
Nov	P 521 950	10 915	19,5	368 511	23,1	15,8	152 584	11,5	3,6	855	20,1	0,0	41 101	4 163

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 SEC/95 (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 periodo / saldo al principio del periodo. 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. FINANCIACION NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

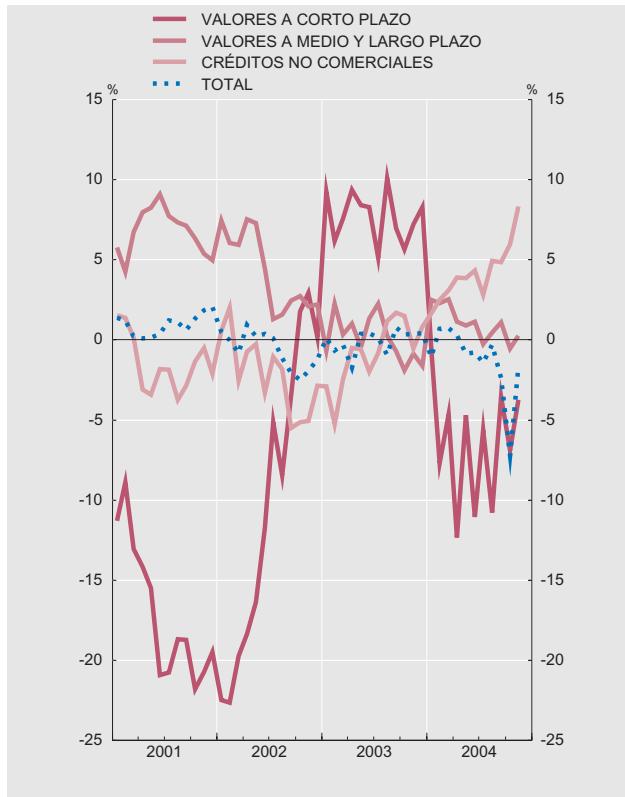
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T 1/12 Total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos				Pasivos				
	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	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores		Credito no comerciales y resto (a)	Activos
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
01	320 093	6 384	2,0	3 425	-8 901	13 518	-1 193	-17 060	14 101	0,9	-19,5	5,0	-2,1	-4,9	-2,8	4,3	-0,4	0,9
02	316 168	-3 925	-1,2	4 810	59	6 322	-1 571	1 785	6 950	1,3	0,2	2,2	-2,8	15,2	0,0	2,0	-0,5	-2,7
03	P 317 539	1 372	0,4	-1 225	3 049	-4 710	437	1 767	-4 363	-0,3	8,3	-1,6	0,8	-3,9	1,0	-1,5	0,1	0,8
03 Jun	P 319 523	5 974	0,4	2 118	-342	2 745	-285	-144	-3 712	1,5	8,3	1,3	-2,0	7,1	1,0	1,2	-0,3	-1,4
Jul	P 318 753	-770	0,1	-2 639	853	-4 332	840	-1 631	-237	2,1	5,1	2,3	-0,8	12,8	0,6	2,0	-0,1	-2,3
Ago	P 312 779	-5 974	-0,9	-5 709	-840	-3 871	-998	224	41	1,3	10,1	0,3	1,2	13,8	1,1	0,2	0,2	-2,5
Sep	P 315 455	2 676	0,8	1 749	-5	2 053	-300	-13	-914	0,4	7,0	-0,7	1,7	-1,6	0,8	-0,7	0,3	0,3
Oct	P 308 299	-7 156	0,3	-2 236	-194	-1 662	-381	-459	5 380	-0,7	5,7	-1,9	1,5	-5,1	0,7	-1,8	0,3	1,2
Nov	P 309 036	737	0,4	1 465	813	1 773	-1 121	64	664	0,0	7,2	-0,9	-0,5	-1,8	0,9	-0,8	-0,1	0,4
Dic	P 317 539	8 504	0,4	1 070	-242	-1 037	2 349	275	-7 709	-0,3	8,3	-1,6	0,8	-3,9	1,0	-1,5	0,1	0,8
04 Ene	P 317 853	313	-1,1	4 234	-236	3 676	795	-1 730	5 651	2,1	-0,6	2,5	1,6	19,8	-0,1	2,2	0,3	-3,5
Feb	P 314 657	-3 196	0,7	-839	-3 632	2 968	-175	-11	2 367	1,3	-7,7	2,3	2,5	4,1	-1,0	2,1	0,4	-0,9
Mar	P 318 884	4 227	0,7	2 476	1 618	629	229	499	-2 250	1,9	-4,6	2,5	3,1	7,6	-0,6	2,3	0,5	-1,5
Abr	A 306 026	-12 858	0,3	451	-2 315	1 452	1 314	3 306	10 003	0,1	-12,3	1,1	3,9	-0,5	-1,6	1,1	0,7	0,1
May	A 310 838	4 811	-0,9	690	2 654	-1 781	-183	-61	-4 061	0,7	-4,7	0,9	3,9	7,7	-0,6	0,8	0,7	-1,8
Jun	A 316 980	6 142	-0,8	523	-2 846	3 418	-49	-70	-5 550	0,3	-11,1	1,1	4,3	5,6	-1,4	1,0	0,7	-1,2
Jul	A 314 181	-2 799	-1,4	-5 362	2 966	-8 373	45	-2 007	-556	-0,4	-5,6	-0,3	2,8	4,7	-0,7	-0,2	0,5	-1,0
Ago	A 311 882	-2 299	-0,3	-4 536	-2 834	-1 820	118	55	-2 292	-0,1	-10,8	0,5	4,9	0,9	-1,4	0,4	0,8	-0,2
Sep	A 307 939	-3 943	-2,4	6 369	2 854	3 878	-363	-43	10 355	1,1	-3,5	1,1	4,9	18,1	-0,4	1,0	0,8	-3,7
Oct	A 286 031	-21 908	-7,2	-7 673	-1 516	-6 344	188	13 315	920	-0,3	-6,9	-0,5	6,0	30,1	-0,9	-0,5	1,0	-6,9
Nov	A 303 809	17 778	-1,7	6 091	2 031	4 018	42	-16 792	5 105	0,9	-3,7	0,2	8,3	12,3	-0,5	0,2	1,4	-2,8

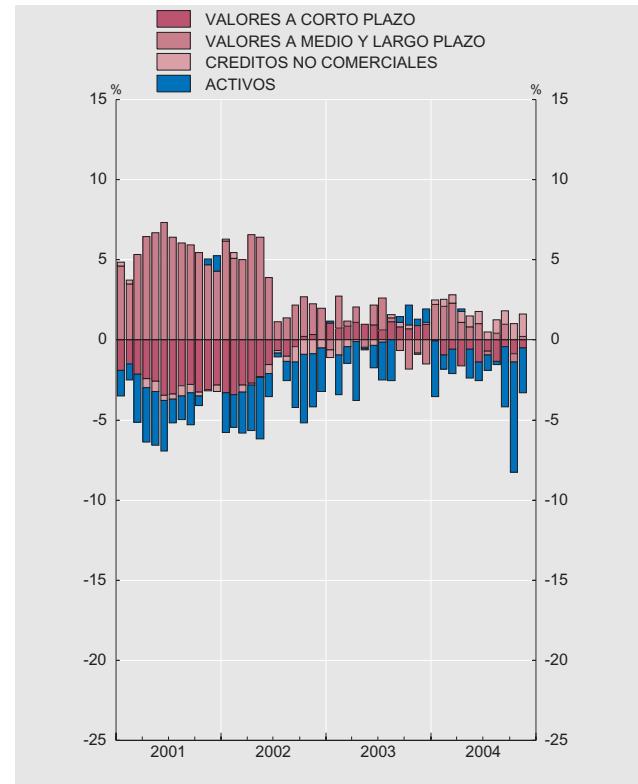
FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

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.

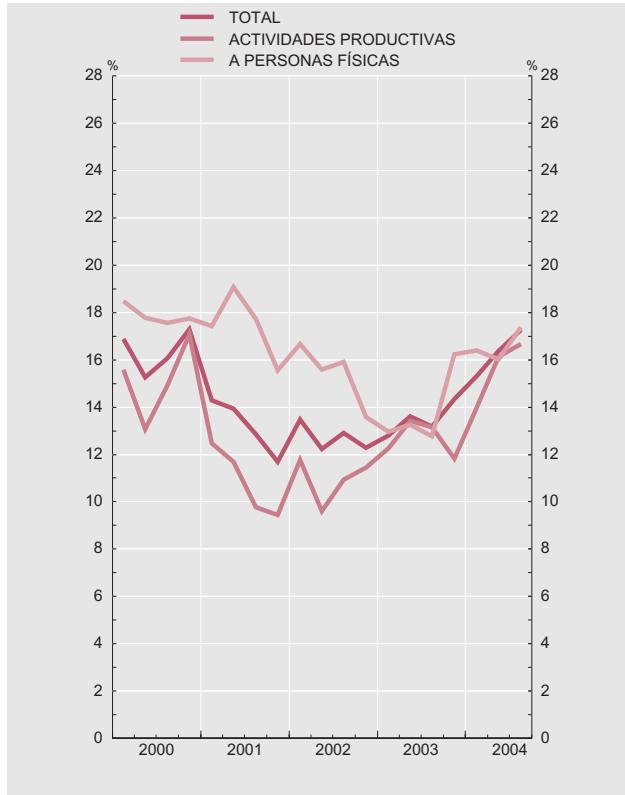
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES.

■ Serie representada gráficamente.

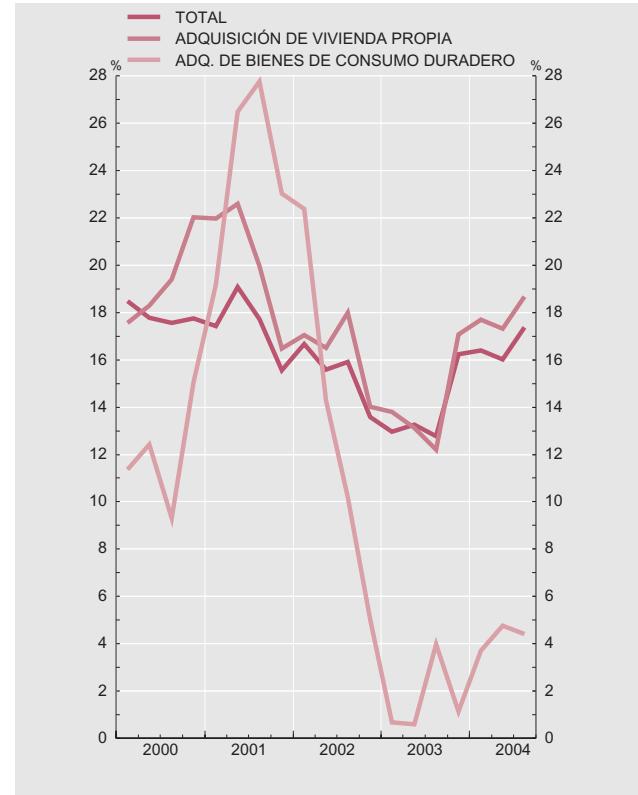
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto						Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car
		Total	Agricul- tura, ganade- ria y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios	Total	Adquisición y Rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero	Resto (b)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 III /IV	603 049	317 262	13 215	81 899	44 957	177 191	273 224	198 747	190 559	8 188	31 826	42 651	2 282	10 280
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 I /II	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
III	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
IV	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
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 I /II	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
III	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
IV	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
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 I /II	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
III	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	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	419 230	315 021	299 447	15 574	38 075	66 134	3 426	16 355	

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 al 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

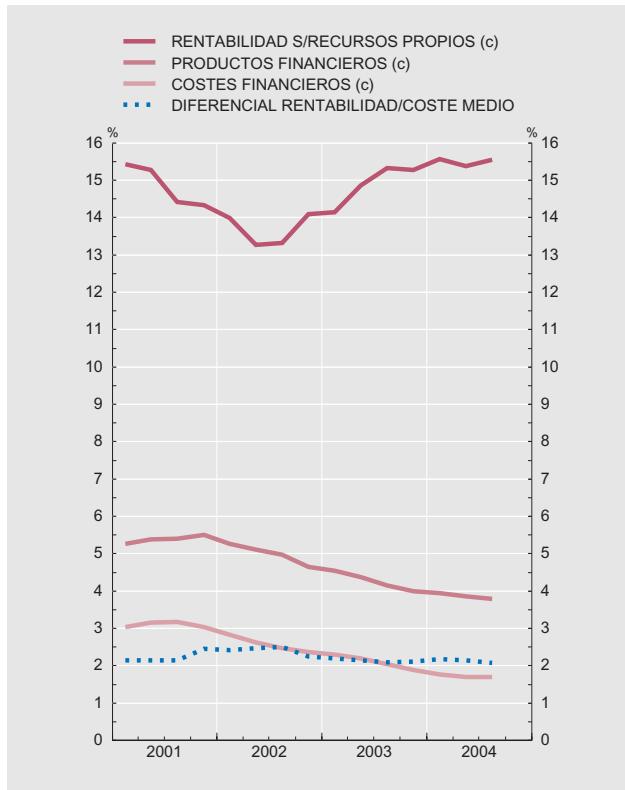
(b) Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CREDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

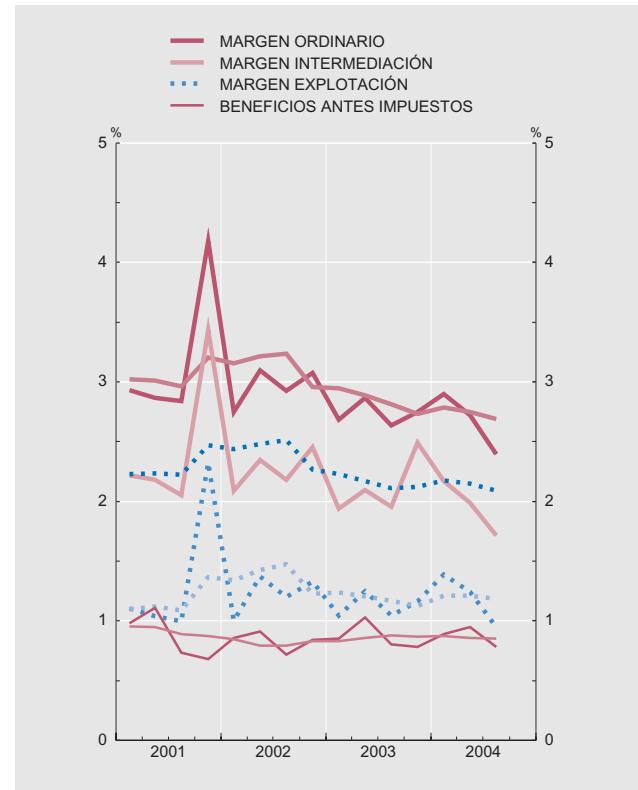
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margin de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margin ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margin de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. 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 III	5,1	3,0	2,1	0,8	2,8	1,8	1,1	1,0	-0,3	0,7	12,0	5,8	3,7	2,1
IV	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
II	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
III	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
IV	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
II	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
III	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
IV	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
II	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
III	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

CUENTA DE RESULTADOS
Ratio s/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 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.

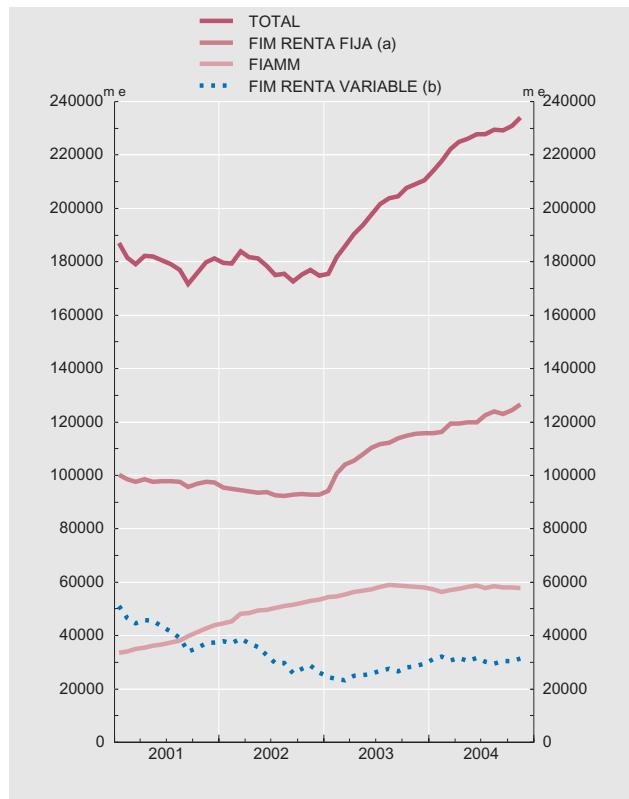
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

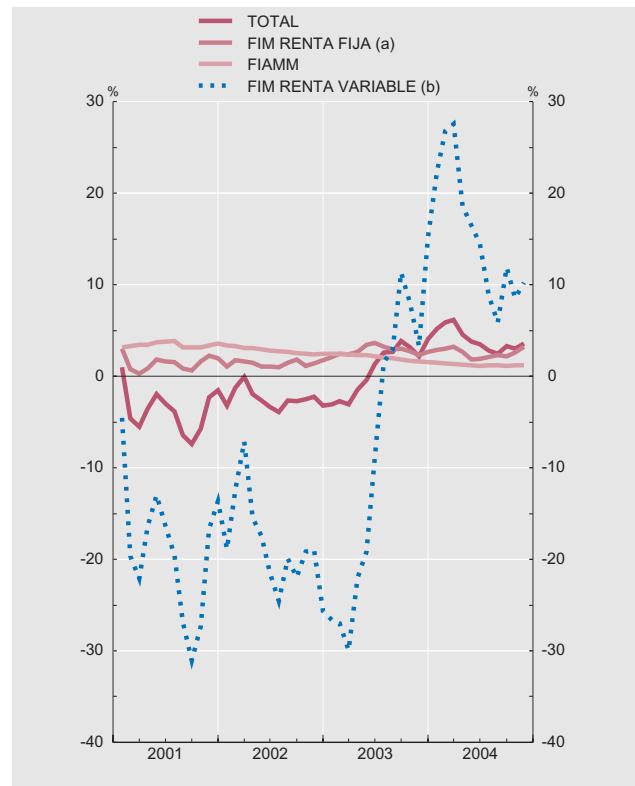
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)	
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	FIAMM		Patri- monio	De la cual		Patri- monio	FIM renta fija (a)		Patri- monio	De la cual		Patri- monio	
			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		Varia- ción mensual	Sus- crip- ción neta		Renta- bilidad últimos 12 meses	Varia- ción mensual		Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses	Varia- ción mensual	Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
01	181 323	-4 746	-194	-1,5	43 830	10 462	9 798	3,5	97 246	-3 944	-47	1,9	37 494	-11 756	-5 053	-13,7	2 753	
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	
03 Ago	203 769	2 232	1 832	2,6	58 977	834	784	1,9	112 157	464	733	3,0	27 642	694	180	3,0	4 993	
Sep	204 588	819	1 160	3,9	58 627	-350	-426	1,8	113 841	1 684	806	3,0	26 718	-924	334	11,3	5 402	
Oct	207 521	2 933	1 531	3,1	58 461	-166	-204	1,7	114 870	1 029	1 117	2,7	28 050	1 332	-8	8,0	6 140	
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	
Apr	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	P	233 932	3 015	...	57 888	-93	...	1,2	126 651	2 251	...	3,2	31 323	850	...	10,2	18 069	

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

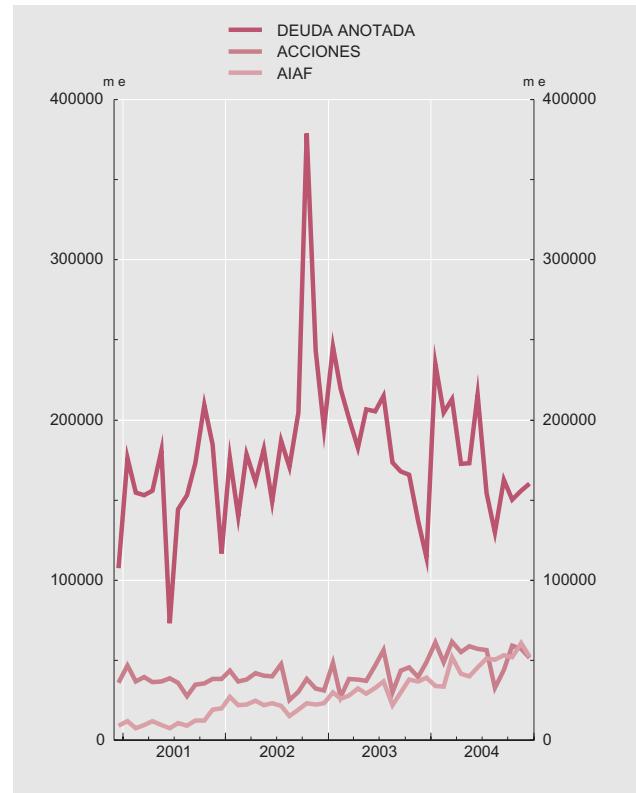
	Índices de cotización de acciones					Contratación de mercados (importes en millones de euros)						
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX 35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
02	723,05	7 029,55	258,10	3 027,83	445 071	69 820	2 365 859	265 754	-	19 151	55	3 955
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	P 863,25	8 195,58	251,25	2 800,48	643 542	82 790	2 127 396	566 600	-	8 495	0	4 473
03	Sep 713,22	6 703,60	214,34	2 395,87	43 490	6 203	167 990	30 007	-	1 080	0	327
	Oct 755,09	7 129,50	230,69	2 575,04	45 571	7 582	165 674	37 844	-	740	0	328
	Nov 768,38	7 252,50	235,26	2 630,47	39 690	6 965	137 049	36 962	-	473	0	308
	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 P 959,06	9 080,80	267,38	2 951,24	51 572	6 405	160 429	52 341	...	1 101	...	358

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

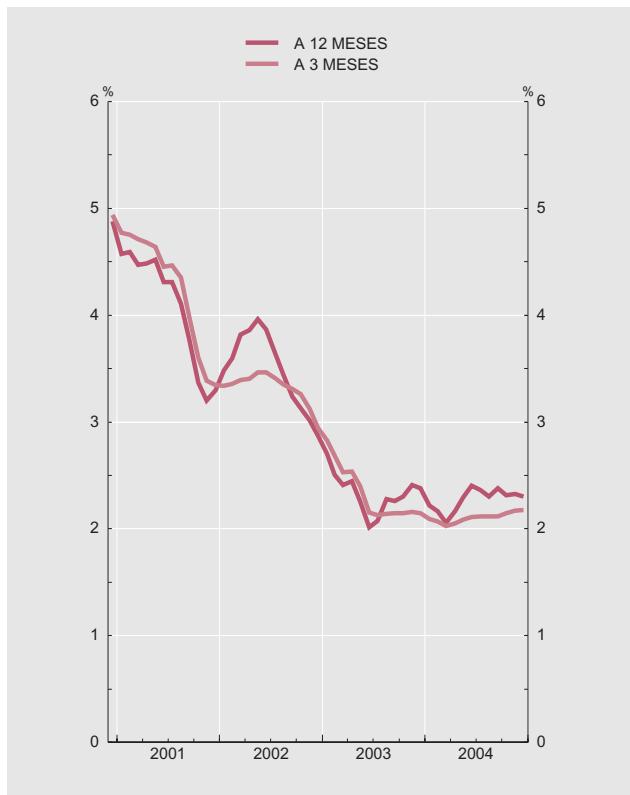
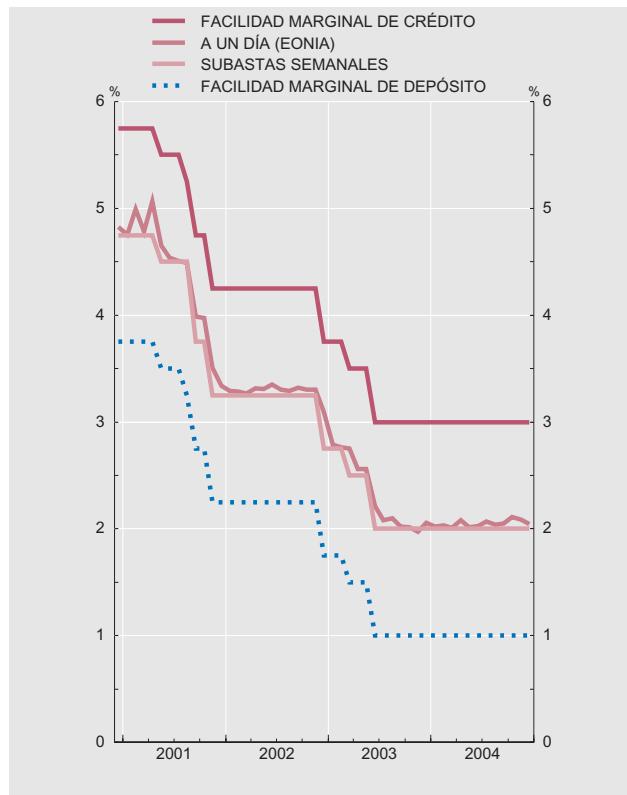
■ Serie representada gráficamente.

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
02	2,75	2,93	3,75	1,75	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	3,28	3,29	3,31	3,49	3,21	3,21	3,20	3,38
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
03 Sep	2,00	2,10	3,00	1,00	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	2,02	2,12	2,14	2,26	2,02	2,04	2,03	2,25
Oct	2,00	2,13	3,00	1,00	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	2,01	2,08	2,14	2,28	2,00	2,02	2,02	2,16
Nov	2,00	2,12	3,00	1,00	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,98	2,07	2,15	2,43	1,96	2,01	2,04	2,30
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	2,04	2,17	2,17	2,21	2,30	2,05	2,15	2,17	2,30	2,02	2,05	2,06	-

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.

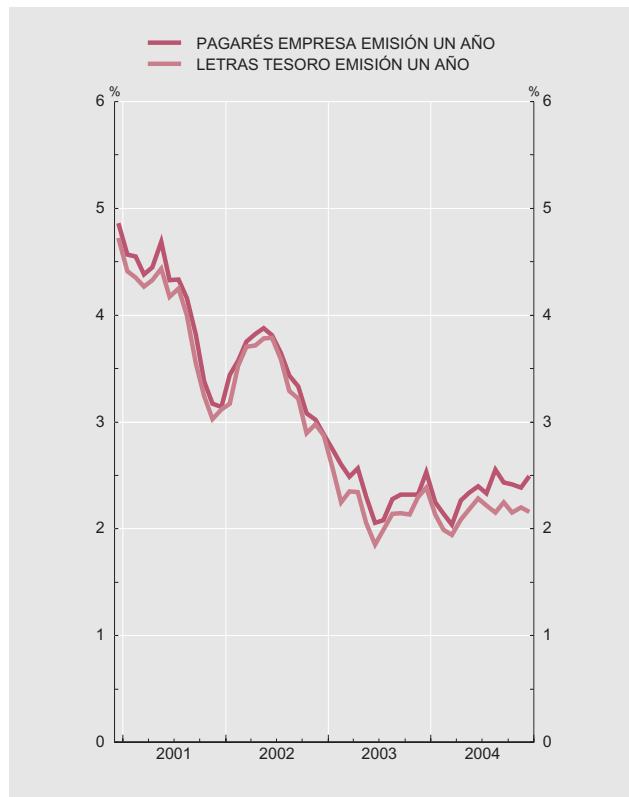
9.2. TIPOS DE INTERÉS: MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

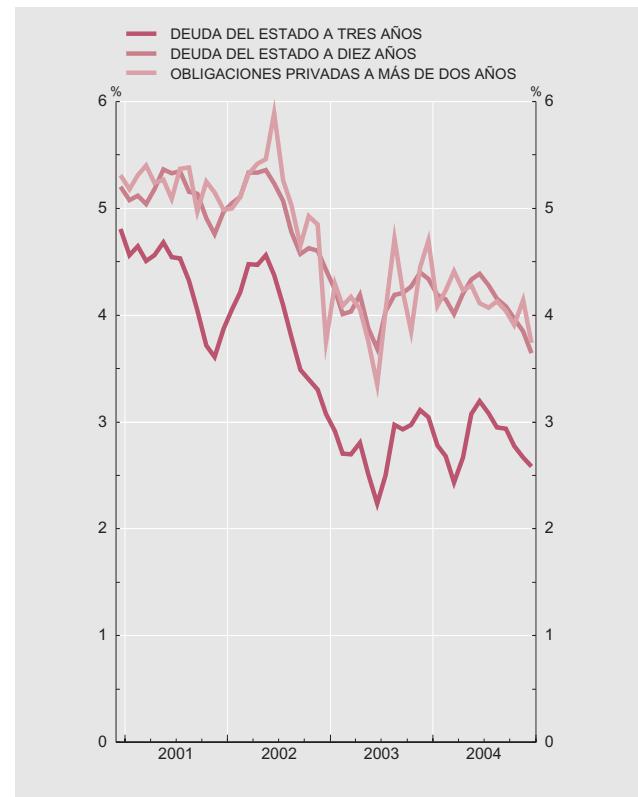
Porcentajes

Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	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	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				12	
02	3,37	3,34	3,47	3,45	4,06	4,40	4,98	5,32	5,22	3,94	4,96		5,05		
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		
03	Sep	2,15	2,22	2,32	2,33	-	3,54	4,39	-	5,07	2,93	4,21	4,22		
	Oct	2,14	2,23	2,32	2,28	2,40	-	-	4,41	-	2,97	4,27	3,85		
	Nov	2,30	2,32	2,32	2,42	-	-	4,40	-	5,05	3,11	4,40	4,45		
	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		
	Feb	1,99	2,05	2,14	2,15	2,46	-	4,19	-	4,90	2,68	4,15	4,23		
	Mar	1,95	2,08	2,04	1,97	-	3,29	-	4,24	-	2,43	4,01	4,41		
	Abr	2,09	2,08	2,26	2,16	-	3,03	-	4,91	-	2,67	4,20	4,23		
	May	2,18	2,14	2,34	2,30	2,93	-	-	4,63	-	3,08	4,33	4,28		
	Jun	2,29	2,30	2,40	2,26	3,15	-	4,44	-	-	3,20	4,39	4,11		
	Jul	2,22	2,24	2,33	2,28	-	3,53	-	4,51	-	-	3,08	4,28		
	Ago	2,15	2,16	2,56	2,38	-	-	-	-	-	2,95	4,15	4,13		
	Sep	2,25	2,17	2,44	2,36	2,78	-	4,13	-	4,71	2,94	4,08	4,04		
	Oct	2,15	2,17	2,41	2,31	-	3,19	-	4,10	-	2,78	3,97	3,91		
	Nov	2,20	2,25	2,39	2,38	2,63	-	3,79	-	4,41	2,67	3,85	4,14		
	Dic	2,16	2,20	2,50	2,29	-	2,86	3,57	3,71	-	2,58	3,64	3,74		

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



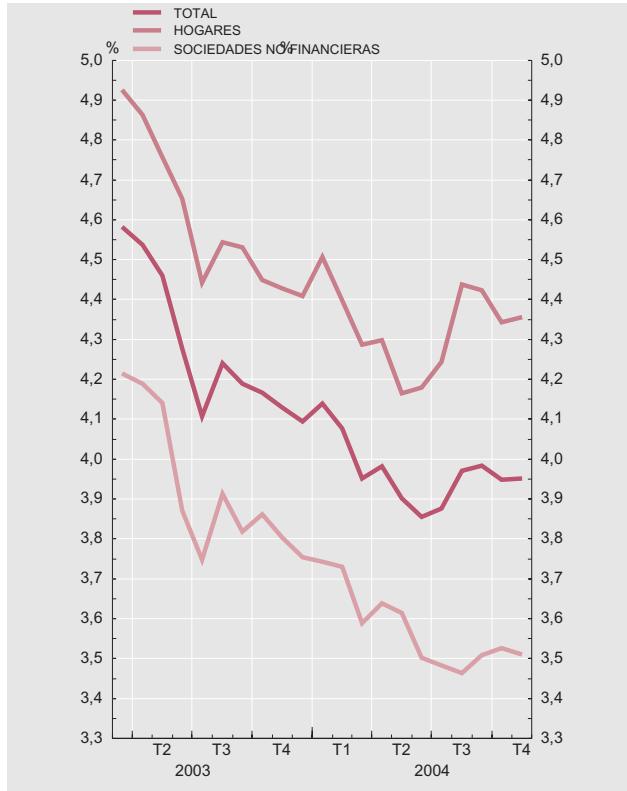
Fuentes: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

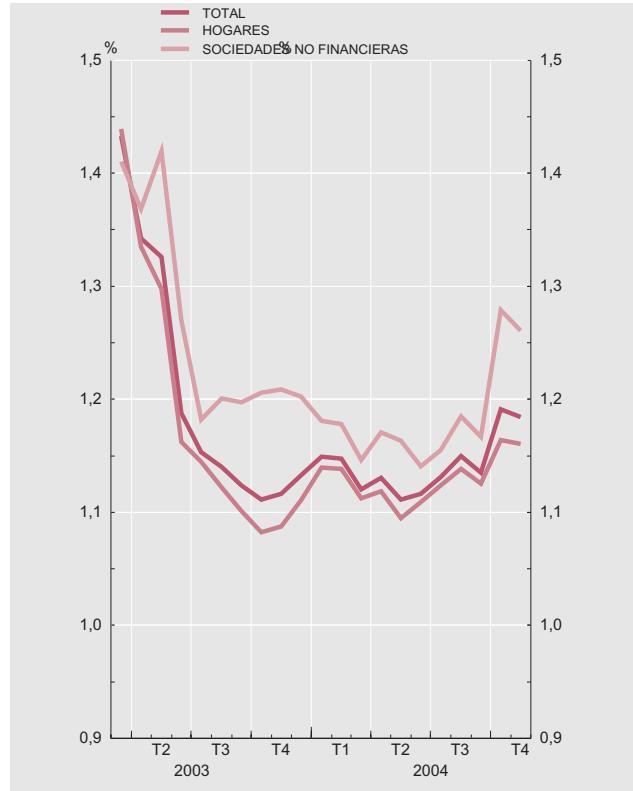
Porcentajes

Tipo sintético	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)									
	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras				Tipo sintético	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más de 1 millón de euro (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 Ene	4,86	5,24	4,33	7,05	4,44	5,07	3,90	1,58	1,61	0,53	2,66	2,66	1,50	0,82	2,62	2,69	
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	P	3,95	4,36	3,48	6,30	3,51	4,13	2,94	1,18	1,16	0,38	2,08	2,02	1,26	0,69	2,23	2,04

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.

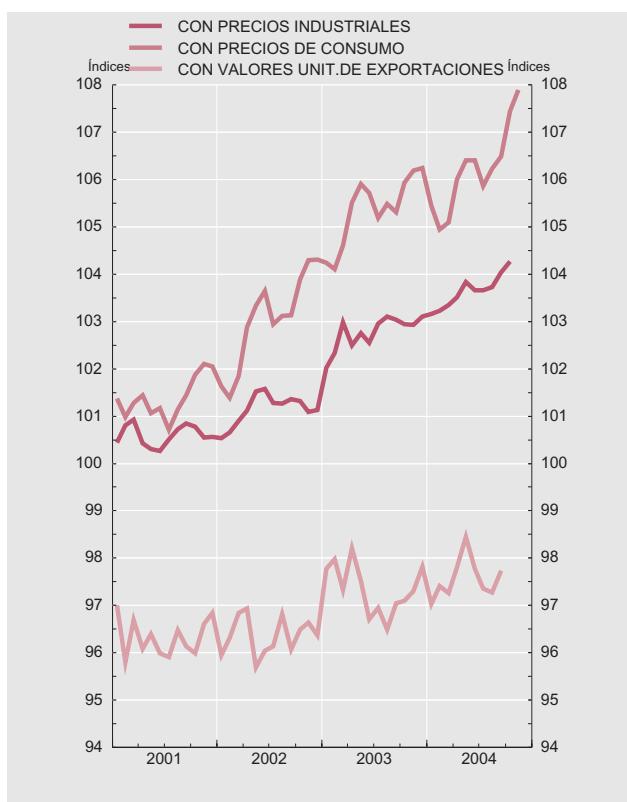
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

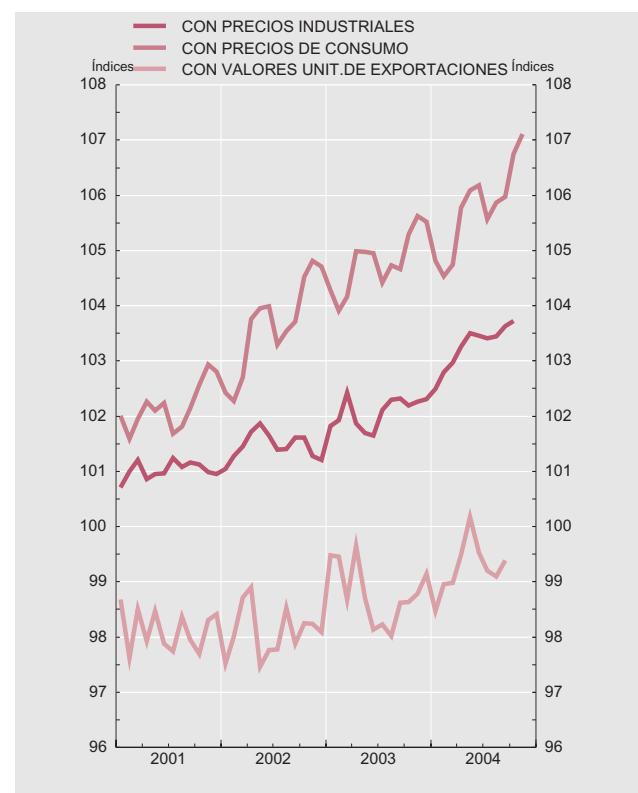
Base 1999 I = 100

	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 manufacturas	Con costes laborales unitarios de las exportaciones	
	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		6	7	8	9					
01	100,6	101,4	103,3	96,3	99,0	101,6	102,4	104,4	97,3	101,0	102,2	104,0	98,1	
02	101,1	103,0	105,4	96,4	99,1	102,1	104,0	106,4	97,3	101,5	103,6	106,0	98,1	
03	102,8	105,4	107,0	97,3	100,1	102,6	105,2	106,8	97,2	102,1	104,8	106,0	98,8	
02 /V	101,2	104,2	106,0	96,5	99,2	102,0	105,0	106,9	97,3	101,4	104,7	106,4	98,2	
03 /	102,5	104,3	106,6	97,7	99,8	102,7	104,5	106,8	97,9	102,1	104,1	106,2	99,2	
//	102,6	105,7	107,1	97,5	100,3	102,3	105,4	106,8	97,2	101,7	105,0	106,0	98,8	
///	103,0	105,3	107,0	96,8	100,3	102,7	105,0	106,7	96,6	102,2	104,6	105,8	98,3	
/V	103,0	106,1	107,3	97,4	100,2	102,8	105,9	107,0	97,2	102,3	105,5	106,2	98,9	
04 /	103,2	105,2	107,7	97,2	100,0	103,3	105,2	107,7	97,3	102,8	104,7	107,1	98,8	
//	103,7	106,3	108,3	98,0	99,7	103,9	106,5	108,6	98,3	103,4	106,0	107,9	99,7	
///	103,8	106,2	108,8	97,5	99,8	104,0	106,4	108,9	97,6	103,5	105,8	108,4	99,2	
04 Mar	103,3	105,1	...	97,3	99,8	103,5	105,3	...	97,4	103,0	104,7	...	99,0	
Abr	103,5	106,0	...	97,8	99,7	103,8	106,3	...	98,1	103,3	105,8	...	99,5	
May	103,8	106,4	...	98,5	99,8	104,0	106,6	...	98,6	103,5	106,1	...	100,2	
Jun	103,7	106,4	...	97,8	99,7	104,0	106,7	...	98,1	103,5	106,2	...	99,5	
Jul	103,7	105,9	...	97,4	99,7	103,9	106,2	...	97,6	103,4	105,6	...	99,2	
Ago	103,7	106,2	...	97,3	99,8	103,9	106,5	...	97,5	103,4	105,9	...	99,1	
Sep	104,0	106,5	...	97,7	100,0	104,1	106,5	...	97,8	103,6	106,0	...	99,4	
Oct	104,3	107,4	...	...	100,1	104,1	107,3	...	...	103,7	106,7	...	...
Nov	...	107,9	...	...	100,2	...	107,6	...	...	...	107,1	...	...
Dic	...	...	...	...	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.

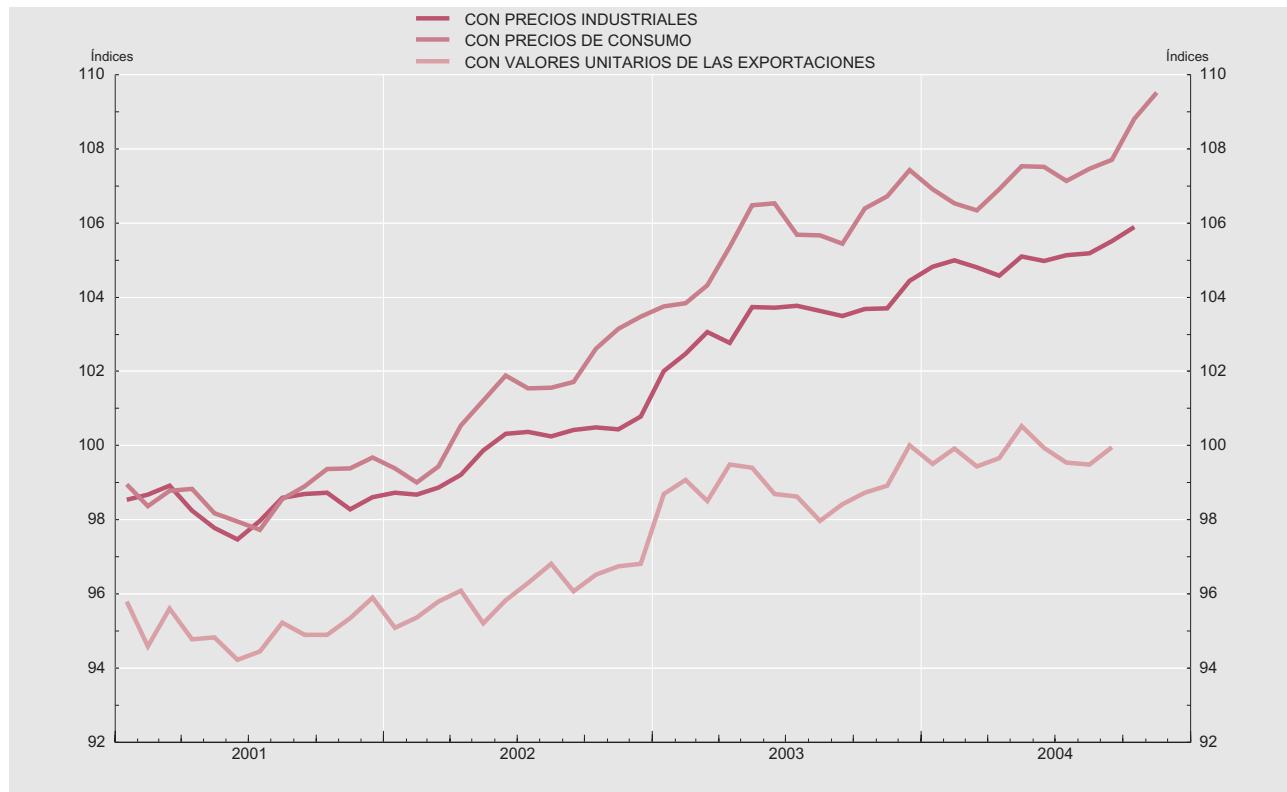
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAISES DESARROLLADOS

■ 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 las manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de las manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
01	98,4	98,7	101,0	95,1	96,3	102,2	102,5	105,0	98,7
02	99,9	101,3	104,4	96,1	97,1	102,9	104,3	107,6	98,9
03	103,4	105,6	108,1	98,9	100,0	103,4	105,6	108,0	98,9
02 IV	100,6	103,1	105,9	96,7	97,8	102,8	105,3	108,2	98,8
03 I	102,5	104,0	107,1	98,8	99,1	103,4	104,9	108,1	99,6
II	103,4	106,1	108,4	99,2	100,3	103,1	105,8	108,0	98,9
III	103,6	105,6	108,0	98,3	100,1	103,5	105,5	107,9	98,2
IV	103,9	106,8	108,6	99,2	100,4	103,5	106,4	108,2	98,8
04 I	104,9	106,6	109,8	99,6	100,9	104,0	105,7	108,9	98,8
II	104,9	107,3	109,9	100,0	100,3	104,6	107,0	109,6	99,8
III	105,3	107,4	110,6	99,7	100,5	104,7	106,9	110,0	99,1
04 Mar	104,8	106,3	...	99,4	100,6	104,2	105,8	...	98,9
Abr	104,6	106,9	...	99,7	100,1	104,5	106,8	...	99,6
May	105,1	107,5	...	100,5	100,4	104,7	107,1	...	100,1
Jun	105,0	107,5	...	99,9	100,3	104,7	107,2	...	99,6
Jul	105,1	107,1	...	99,5	100,5	104,6	106,6	...	99,1
Ago	105,2	107,5	...	99,5	100,5	104,7	107,0	...	99,0
Sep	105,5	107,7	...	100,0	100,7	104,8	107,0	...	99,3
Oct	105,9	108,8	...	...	101,0	104,8	107,7	...	...
Nov	...	109,5	...	...	101,4	...	108,0	...	...
Dic	...	...	...	...	101,7	...	...	...	...

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 PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

SEP 2003	Evolución reciente de la economía española 9 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2003 23 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2003 35 Informe semestral de economía latinoamericana 43 Encuesta sobre préstamos bancarios: segundo trimestre de 2003 59 El precio de la vivienda en España 65 Los factores determinantes de la competitividad y sus indicadores para la economía española 73 Las entidades de tasación: actividad en 2002 87 Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2002 99
OCT 2003	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 9 Informe trimestral de la economía española 15 La formación de precios en la UEM desde una perspectiva sectorial 67 Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda 73 Evolución reciente y perspectivas de la economía japonesa 83 Regulación financiera: tercer trimestre de 2003 93
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 <i>stock</i> 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 2004	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

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

- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 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

- 0421 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANA DEL RÍO: Household borrowing and consumption in Spain: a VECM approach.
- 0422 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data.
- 0423 JUAN CARLOS BERGANZA Y ALICIA GARCÍA-HERRERO: What makes balance sheet effects detrimental for the country risk premium?
- 0501 ÓSCAR J. ARCE: The fiscal theory of the price level: a narrow theory for non-fiat money.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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 e-mail: Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	---