

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2004
Y HASTA EL TERCER TRIMESTRE DE 2005

Resultados de las empresas no financieras en 2004 y hasta el tercer trimestre de 2005

Introducción¹

Al igual que en años anteriores, el Banco de España difunde en el *Boletín Económico* de noviembre los resultados de las empresas que han colaborado con la Central de Balances Anual (CBA), hasta el último año concluido, en esta ocasión 2004, así como los de aquellas que han colaborado con la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el tercer trimestre del año en curso. Estos últimos constituyen un primer avance de los resultados del año 2005.

El cuadro 1 y el gráfico 1 permiten analizar la evolución de la actividad empresarial en los períodos antes mencionados y ponen de manifiesto que los resultados anuales de 2004 se ajustan, en sus principales rasgos, a los perfiles y tendencias adelantados por la CBT para ese mismo ejercicio. Concretamente, se observa que en 2004 las empresas mantuvieron un ritmo de crecimiento del Valor Añadido Bruto (VAB) similar al del año 2003, mientras que en los tres primeros trimestres de 2005 se ha puesto de manifiesto una suave desaceleración de la actividad en el conjunto de empresas colaboradoras con la CBT. Como es sabido, las empresas de la CBT (al igual que las de la CBA) no se han seleccionado mediante un muestreo estadístico, por lo que en esta base están representadas, principalmente, grandes empresas del comercio, el transporte y las telecomunicaciones, y la industria. Como quiera que las actividades más dinámicas de la economía española en el período más reciente son la construcción y los otros servicios, que están poco presentes en las muestras, especialmente en la trimestral, los perfiles resultantes no son plenamente coincidentes con la evolución de la actividad que refleja la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR).

Por sectores, el transporte y las comunicaciones, y el comercio siguieron siendo, durante 2004, los motores del crecimiento, impulsados por la fortaleza de la demanda interna. No obstante, a lo largo de 2005 el crecimiento de estos sectores está siendo algo inferior (véase cuadro 2.A). En el caso del transporte, la desaceleración se debe al incremento del precio de los carburantes, mientras que la evolución del comercio refleja la desaceleración de las ventas minoristas, que recogen fuentes alternativas. El sector industrial también contribuyó a los buenos resultados de 2004, al verse favorecido por la reactivación de la inversión en bienes de equipo, pero esta tendencia no se ha mantenido en 2005. En conjunto, el panorama reciente de la actividad empresarial está muy influido por las subidas de los precios del crudo, que ha alcanzando niveles máximos históricos durante el presente ejercicio, lo que está afectando especialmente a las empresas de refino y a las comercializadoras de carburantes y, también, a las de transporte, a las eléctricas y a la industria en general. Una vez excluidas del agregado las empresas de refino y las comercializadoras de carburantes, se observa que, para el resto de empresas, el VAB aumentó en 2004 al mismo ritmo que en 2003, con una tasa de crecimiento del 6,3%, mientras que en los nueve primeros meses de 2005 el crecimiento del VAB, según la CBT, ha sido del 2,8%, frente al 4,9% del año anterior, mostrando la tendencia de desaceleración ya comentada. No obstante, los datos también reflejan un empeoramiento del saldo neto de la actividad exterior de las empresas de la muestra, tanto en 2004 como en el período transcurrido de 2005. En resumen, se confirma el crecimiento sostenido de la activi-

1. La información referida a 2004 que se ha utilizado para la elaboración de este artículo es una síntesis de la que aparece en la publicación *Banco de España. Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras 2004*, presentada el 29 de noviembre de 2005. Los datos con los que se ha elaborado esta publicación provienen de las 6.535 empresas no financieras que han colaborado con la Central de Balances hasta finales de octubre de 2005. Las series trimestrales proceden de la colaboración de las 706 empresas que, por término medio, habían enviado sus datos a la Central de Balances Trimestral hasta mediados de noviembre de 2005. La muestra de CBA representa un 25,6% del total de la actividad del sector de sociedades no financieras (medida por el valor añadido bruto a precios básicos), mientras que la cobertura en el caso de la CBT se sitúa alrededor del 12,2%.

EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA CUENTA DE RESULTADOS. RENTABILIDADES
Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 1

	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
		2004	2003	2004	I a IV 04/ I a IV 03	I a III 04/ I a III 03
BASES						
Número de empresas		8.569	6.535	816	827	706
Cobertura total nacional		30,5%	25,6%	15,0%	15,3%	12,2%
CUENTA DE RESULTADOS						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	6,1	7,7	7,9	6,7	12,6
<i>De ella:</i>						
— <i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	134,2	5,5	8,3	8,1	6,8	15,3
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	67,0	5,8	8,0	9,0	7,6	17,2
<i>De ellos:</i>						
— <i>Compras netas</i>	39,5	4,3	12,5	10,1	8,5	21,9
— <i>Otros gastos de explotación</i>	27,3	7,6	2,7	7,2	7,4	8,0
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	33,0	6,5	7,0	5,9	5,2	4,5
3. Gastos de personal	16,0	4,7	4,1	3,2	3,0	3,7
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	16,9	8,6	10,0	8,0	6,9	5,0
4. Ingresos financieros	3,3	4,8	15,2	3,0	0,8	12,1
5. Gastos financieros	2,8	-2,6	-3,8	-6,9	-7,0	8,4
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,8	4,3	2,3	-0,8	-1,5	-1,8
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	10,7	15,4	22,2	17,4	15,7	9,7
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	3,6	6,7	-35,1	-33,4	-58,1	81,3
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	3,3	-26,9	-5,5	-26,3	-40,3	81,7
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	4,1	-35,6	-15,8	0,6	-29,7	-19,9
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8 – 9]	6,9	(b)	15,8	7,9	10,5	21,7
RESULTADO NETO / VAB (S.4 / S.1)		17,9	20,9	24,2	24,8	27,9
RENTABILIDADES						
	Fórmulas (c)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3+5.1)/AN	7,8	8,1	8,4	7,7	8,5
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	3,9	3,6	4,0	4,0	3,9
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	11,0	11,8	12,1	10,8	12,5
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1–R.2	3,9	4,5	4,4	3,7	4,6

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

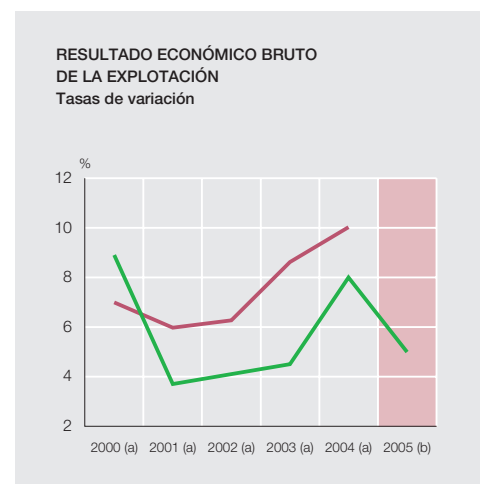
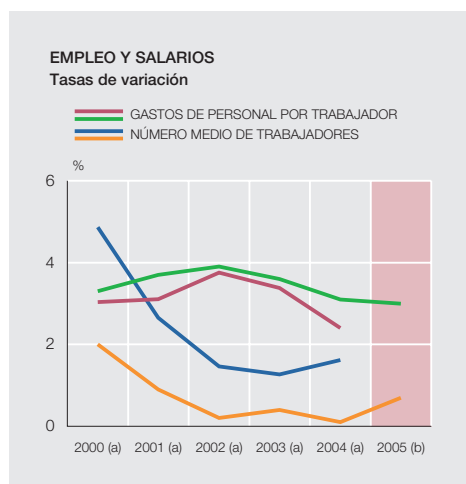
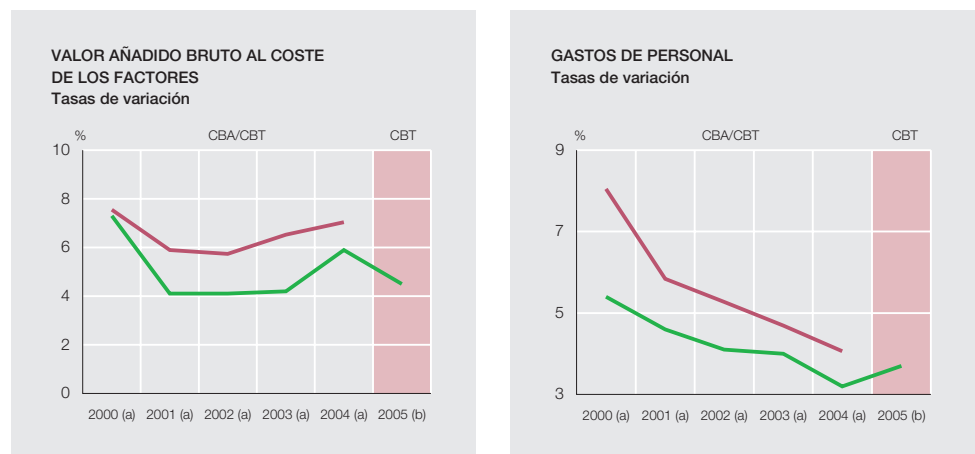
b. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

c. Los conceptos de las fórmulas están expresados en valores absolutos. AN = Activo Neto de recursos ajenos sin coste; RP = Recursos Propios; RAC = Recursos Ajenos con Coste; AN = RP + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de los ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1) y no las comisiones y descuentos (5.2).

Nota: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5 y 9 se han depurado de movimientos contables internos.

dad en 2004, gracias, fundamentalmente, a la aportación positiva de las actividades relacionadas con el consumo privado y la inversión en bienes de equipo, mientras que en 2005 se han detectado algunos síntomas de ralentización en el grupo de empresas que componen la CBT, muy influidas por el encarecimiento de los carburantes y por el deterioro de la actividad exterior en un marco de debilidad de la demanda de las economías de la zona del euro.

En este contexto, los gastos de personal han presentado una evolución contenida, tanto en 2004, período en el que crecieron un 4,1%, como en los meses transcurridos de 2005, en los cuales esta rúbrica aumentó un 3,7%, debido, fundamentalmente, a la moderación de los salarios. Así, los datos de la CBA para 2004 muestran una tasa de variación de los costes salariales del 2,4%, un punto menos que el año anterior, mientras que la CBT ha reflejado un crecimiento de los gastos de personal por trabajador del 3%, para los tres primeros trimestres de 2005, tasa similar a la obtenida en el mismo período de 2004. El otro componente que



EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN		2000	2001	2002	2003	2004	2005
Número de empresas	CBA	8.489	8.417	8.420	8.569	6.535	—
	CBT	883	859	848	832	816	706
% del PIB del sector sociedades no financieras	CBA	30,7	30,1	30,2	30,5	25,6	—
	CBT	16,5	15,7	15,8	15,3	15,0	12,2

FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2000, 2001, 2002, 2003 y 2004 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b. Media de los tres primeros trimestres de 2005 sobre igual período de 2004.

explica el comportamiento de los gastos de personal, es decir, el empleo, ha experimentado una evolución positiva tanto en 2004 (año en el que, según los datos de la CBA, creció un 1,6%, tres décimas por encima del dato de 2003) como en los meses transcurridos de 2005, en los que el empleo medio aumentó un 0,7%. Este dato está en línea con el buen comportamiento de esta variable a nivel global, sobre todo si se tiene en cuenta la composición de la muestra trimestral y si se compara con la tasa obtenida para el mismo período de 2004 (-0,1%). Además, en 2004 y el período transcurrido de 2005 ha tenido lugar un fuerte proceso de ajuste en una gran empresa del sector de comunicaciones, sobre el que se viene informando en artículos precedentes. Sin el efecto que introduce este ajuste, las tasas de variación en el resto de las



FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2000, 2001, 2002, 2003 y 2004 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b. Media de los tres primeros trimestres de 2005 sobre igual período de 2004.

empresas de la muestra presentan un comportamiento más expansivo, con un crecimiento del empleo del 2,1% en 2004, y del 1,2% en los nueve primeros meses de 2005.

La conjunción de la evolución de la actividad con los moderados crecimientos de los gastos de personal permitió que el resultado económico bruto de explotación mostrara también un comportamiento expansivo en 2004, período en el que creció un 10%, la mayor tasa registrada por esta rúbrica en la serie anual desde 1998. Durante los tres primeros trimestres de 2005 se ha observado un incremento del excedente del 5%, ligeramente inferior al 6,9% obtenido en idéntico período del año anterior. Por su parte, los gastos financieros siguieron

VALOR AÑADIDO, TRABAJADORES, GASTOS DE PERSONAL Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR.
DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS
 Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 2.A

	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES				TRABAJADORES (MEDIA DEL PERÍODO)				GASTOS DE PERSONAL				GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05
Total	7,0	5,9	5,2	4,5	1,6	0,1	-0,1	0,7	4,1	3,2	3,0	3,7	2,4	3,1	3,1	3,0
TAMAÑOS																
Pequeñas	6,4	—	—	—	-0,1	—	—	—	3,7	—	—	—	3,8	—	—	—
Medianas	6,8	4,0	2,9	3,1	2,4	-0,5	-0,6	0,9	5,2	3,2	3,0	5,0	2,8	3,7	3,6	4,1
Grandes	7,1	6,0	5,3	4,5	1,6	0,1	-0,1	0,7	3,9	3,2	3,0	3,6	2,3	3,1	3,1	2,9
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	6,2	6,0	3,9	10,2	-1,4	-1,1	-1,2	-0,6	2,0	2,9	2,7	3,0	3,5	4,0	3,9	3,6
Industria	4,7	6,1	4,6	2,1	0,0	-0,7	-1,2	-0,1	2,9	2,2	1,7	3,3	2,9	2,9	2,9	3,4
Comercio y reparación	10,2	6,9	6,5	3,7	5,4	4,3	4,6	2,3	8,1	6,7	6,8	4,5	2,6	2,3	2,1	2,2
Transportes y comunicaciones	6,0	4,4	4,7	2,7	-1,4	-1,7	-2,0	-0,3	1,9	1,5	1,7	2,7	3,4	3,3	3,8	3,0

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

presentando una tasa de variación negativa en 2004 (-3,8%), como consecuencia, fundamentalmente, de reducciones adicionales de los tipos de interés. Sin embargo, en 2005 los datos trimestrales muestran una interrupción en esta tendencia, debido, fundamentalmente, al aumento de la financiación ajena, y a que los tipos de interés, que se encuentran en unos niveles muy reducidos, parecen haber agotado su recorrido a la baja. Así, durante el período transcurrido de 2005, los gastos financieros se han incrementado, lo que no se producía desde 2001. Por su parte, los ingresos financieros aumentaron sustancialmente, tanto en 2004 como en los meses transcurridos de 2005, como consecuencia de importantes entradas de dividendos provenientes de filiales en el extranjero de multinacionales españolas, al haberse recuperado las economías donde estas empresas localizan sus inversiones. Todo ello ha permitido que el resultado ordinario neto creciera un 22,2% en 2004, y un 9,7% en los tres trimestres de 2005, crecimientos que han contribuido a mantener elevados niveles de rentabilidad ordinaria, incluso ligeramente superiores a los de los períodos inmediatamente precedentes. Así, en 2004, las empresas de la CBA alcanzaron una rentabilidad del activo neto del 8,1%, tres décimas por encima de la del año anterior, mientras que esta ratio alcanzó un 8,5% en los meses transcurridos de 2005, para las empresas de la CBT. Como, por otra parte, el coste de la financiación ajena se mantuvo en valores mínimos, tanto en 2004 (3,6%) como en los tres primeros trimestres de 2005 (3,9%), la diferencia entre la rentabilidad y el coste financiero alcanzó valores positivos y crecientes en comparación con los períodos anteriores. En cuanto a los resultados extraordinarios, se observa que en 2004 se produjo una reducción tanto de los gastos como, sobre todo, de los ingresos extraordinarios, cuyo efecto neto, unido al que se deriva de una disminución de las provisiones extraordinarias, ocasionó un crecimiento del resultado neto del 15,8%. Por su parte, en los tres primeros trimestres de 2005, se ha producido el efecto inverso, al compensarse los elevados crecimientos de ingresos y gastos extraordinarios, mientras que las provisiones (fundamentalmente las que se dotan por depreciación de la cartera de valores) se han reducido notablemente, en gran medida por la recuperación de las cotizaciones de empresas participadas por multinacionales espa-

	TOTAL EMPRESAS CBT I a III 2005	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARIAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	706	418	288
GASTOS DE PERSONAL			
Situación inicial I a III 04 (millones de euros)	15.597,8	9.017,0	6.580,8
Tasa I a III 05 / I a III 04	3,7	7,1	-1,0
REMUNERACIONES MEDIAS			
Situación inicial I a III 04 (euros)	29.534,0	26.569,1	34.865,4
Tasa I a III 05 / I a III 04	3,0	3,1	4,0
NÚMERO DE TRABAJADORES			
Situación inicial I a III 04 (miles)	528	339	189
Tasa I a III 05 / I a III 04	0,7	3,9	-4,9
Fijos			
Situación inicial I a III 04 (miles)	438	275	163
Tasa I a III 05 / I a III 04	0,8	3,6	-3,7
No fijos			
Situación inicial I a III 04 (miles)	90	64	26
Tasa I a III 05 / I a III 04	0,3	5,2	-11,8

FUENTE: Banco de España.

ñolas. De esta forma, la tasa de variación del resultado neto ha ascendido hasta el 21,7% en el citado período. En cualquier caso, si se expresa este saldo final de la cuenta de resultados en relación con el VAB, se observa que tanto en 2004 como durante los tres primeros trimestres de 2005 los beneficios generados por las empresas han alcanzado niveles máximos en la serie anual y trimestral, respectivamente.

En resumen, las empresas de las bases de la Central de Balances presentan una evolución dinámica de la actividad en 2004 y en los tres primeros trimestres de 2005, aunque han comenzado a mostrar ciertos síntomas de ralentización en 2005, que están en relación con la coyuntura del sector industrial y con el deterioro de la actividad exterior. Al margen del reducido tamaño de estas muestras, fundamentalmente de la CBT, debe tenerse en cuenta la escasa representación de las empresas de los sectores más dinámicos en la coyuntura actual —construcción y otros servicios—. Por otra parte, la información disponible sobre intercambios exteriores pone en evidencia que las importaciones ganaron importancia relativa sobre el total de compras, mientras que las exportaciones solo consiguieron mantener su peso con relación al total de ventas. Los procesos de creación de empleo se mantienen en tasas positivas, en un entorno de incrementos moderados de los costes salariales. A ello hay que añadir entradas de dividendos recibidos de las multinacionales españolas, como consecuencia de la mejoría económica en las zonas en las que han concentrado sus inversiones. Todo ello ha impulsado la generación de excedentes ordinarios, dando lugar a elevadas rentabilidades, favorecidas por la moderación de los costes financieros, y a la estabilización de los ratios de endeudamiento. Los resultados extraordinarios han contribuido a moderar el resultado neto, respecto a los resultados ordinarios de 2004, y a incrementarlos de forma notable en los tres primeros trimestres de 2005. En este escenario se perciben riesgos, que han afectado de forma desigual a los sectores analizados. Por un lado, la tendencia fuertemente alcista de los precios del petróleo ha comenzado a transmitirse en forma de mayores costes a algunos sectores, y, de mantenerse en los niveles actuales, puede contribuir a generar presiones inflacionistas y salariales, dando lugar a pérdidas adicionales de competitividad. Además, la atonía de la zona del

**ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y LA CIFRA DE NEGOCIOS
DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN SOBRE
LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y EL DESTINO DE SUS VENTAS
Estructura y tasas de variación**

CUADRO 3

		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)	
		2003	2004	I a III 04	I a III 05
Total empresas		6.535	6.535	706	706
Empresas que informan sobre procedencia/destino		6.535	6.535	681	681
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	69,3	68,0	77,8	79,8
	Total exterior	30,7	32,0	22,2	20,2
	<i>Países de la UE</i>	17,5	17,3	15,6	13,6
	<i>Terceros países</i>	13,3	14,7	6,6	6,6
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	83,6	84,0	87,1	87,7
	Total exterior	16,4	16,0	12,9	12,3
	<i>Países de la UE</i>	11,8	11,5	9,5	8,7
	<i>Terceros países</i>	4,6	4,4	3,4	3,6
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al ex- terior menos compras al exterior), tasas de variación (b)	<i>Industria</i>	9,9	-3,6	8,8	-5,6
	<i>Resto de empresas</i>	-9,3	-32,1	-34,7	-3,8

FUENTE: Banco de España.

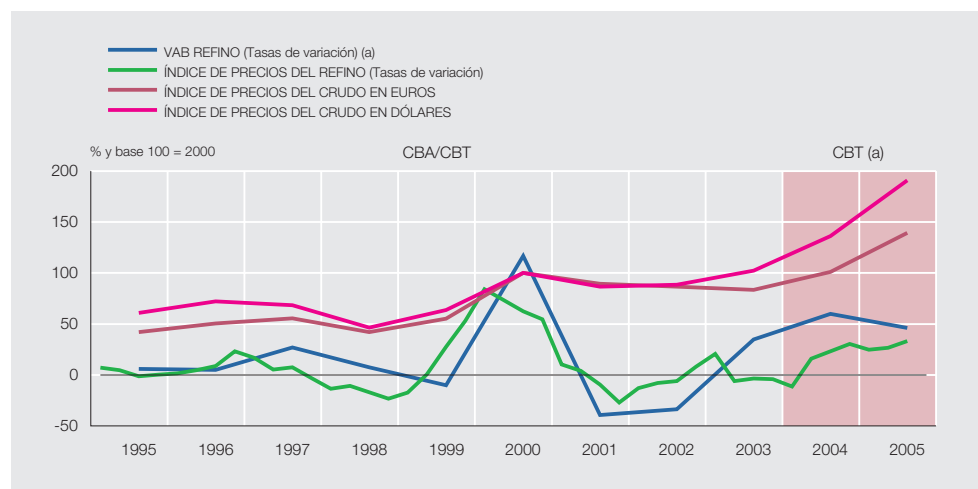
a. Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

b. Las tasas de variación de 2003 van referidas a las 8.569 empresas colaboradoras de la CBA en ese año.

euro, junto con las pérdidas de competitividad, ha restado intensidad al crecimiento de algunos sectores, como el industrial, que tiene una mayor exposición externa.

Actividad

La actividad empresarial, medida a partir de la evolución del VAB, registró en 2004 un incremento, en términos nominales, del 7%, tasa ligeramente superior a la del año anterior, prolongando así la tendencia de crecimientos sostenidos mostrados en los últimos años. Este crecimiento se fundamentó, un año más, en la solidez del comercio y los transportes y comunicaciones, que presentaron incrementos de su VAB del 10,2% y 6% respectivamente, confirmando que el consumo privado siguió siendo el principal impulsor de la actividad productiva en 2004. No obstante, en este ejercicio también la industria presentó una evolución expansiva de su actividad, gracias al mayor dinamismo mostrado por la inversión en bienes de equipo en 2004, lo que ya se había comenzado a percibir desde la segunda mitad del año anterior, que permitió que este sector registrara, por segundo año consecutivo, tasas de variación del VAB cercanas al 5%, tras dos años de crecimientos prácticamente nulos. Por su parte, los datos del cuadro 3 confirman que la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras al exterior) en 2004 continuó contribuyendo de forma negativa al crecimiento del producto, pues su saldo evolucionó a tasas negativas tanto en 2004 como en el período transcurrido de 2005, lo que pone en evidencia un deterioro de la competitividad. Hay que tener en cuenta, no obstante, que la clara mejoría experimentada en el contexto internacional y en el comercio mundial no se tradujo en un mayor dinamismo de los países de la zona del euro, lo que ha restado intensidad en el crecimiento y ha afectado negativamente a las expectativas de algunos sectores que, como el industrial, presentan una mayor dependencia del comercio con estos países. Por último, cabe resaltar el fuerte incremento nominal registrado por el VAB

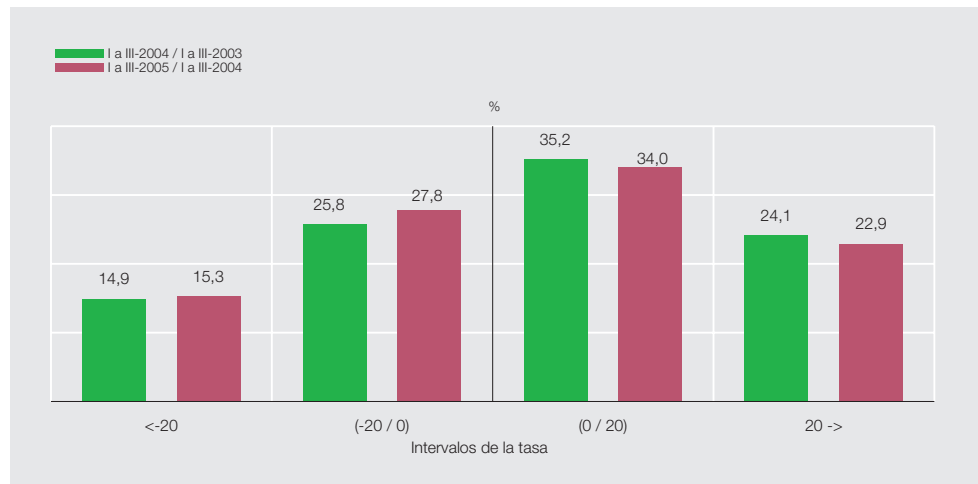


FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (*Informe mensual de precios*).

a. Los datos de 2004 y 2005 se refieren a la CBT.

en las empresas de refino de petróleo, que, como consecuencia del alza de los precios del crudo, elevaron sus márgenes y con ellos su VAB, que creció alrededor del 60% en 2004 (véase gráfico 2). También se vieron afectadas, aunque en sentido contrario, las empresas comercializadoras de carburantes, que vieron encarecerse sus costes, sin poder trasladarlos totalmente a los precios de venta, lo que llevó a un estrechamiento de sus márgenes comerciales. Si se eliminan de la muestra ambos agregados, el crecimiento del VAB se sitúa tanto para 2004 como para 2003 en el 6,3%, confirmando la tendencia de crecimientos sólidos y estables que se registró en la mayoría de los sectores analizados. Se configuró así un panorama, para 2004, de crecimientos sostenidos de la actividad productiva, en un entorno internacional de mayor estabilidad y dinamismo, que no se había traducido todavía en una reactivación de la actividad de los países de la zona del euro, lo que, junto con la evolución alcista de los precios del crudo y las pérdidas de competitividad antes aludidas, constituye el principal factor de riesgo para la continuidad de la tendencia expansiva de la actividad empresarial.

En este contexto, la información disponible hasta el tercer trimestre de 2005 muestra que se ha mantenido un crecimiento moderado de la actividad productiva, con una ligera desaceleración con respecto al incremento registrado el año anterior en las empresas colaboradoras, entre las que no están bien representadas las empresas de construcción y algunas actividades de servicios. Esto explicaría la diferencia entre la evolución que muestra la CBT y la que se deduce de la CNTR, que estima una evolución más positiva para el período transcurrido de 2005. Concretamente, en la CBT el VAB aumentó en los meses transcurridos de 2005 un 4,5%, casi un punto menos que la tasa registrada por la muestra trimestral para el mismo período del año anterior (5,2%). Además, esta evolución se vio fuertemente afectada por la subida de los precios del crudo, durante 2005. Ello llevó a que el VAB del refino de petróleo creciera de nuevo con una tasa elevada (46,2%), y que el sector energético en su conjunto presentara aumentos de su VAB del 10,2%. Si, al igual que se ha hecho al analizar 2004, se elimina de la muestra tanto a las empresas de refino como a las comercializadoras de carburantes, se obtienen unos incrementos más moderados del VAB tanto en 2005 (2,8%) como en el año precedente (4,9%), que muestran con mayor claridad la tendencia de desaceleración en las empresas de la muestra, en la que están bien representadas las empresas de transporte y eléctricas, muy afectadas por la subida de los



FUENTE: Banco de España.

costes energéticos, evolución que, como queda reseñado, no se corresponde con la que muestran indicadores alternativos. Por su parte, el comercio fue, después del sector energético, el que experimentó mayores aumentos del VAB, registrando en los tres primeros trimestres de 2005 un crecimiento del 3,7%, que, no obstante, fue sensiblemente inferior al de 2004 (6,5%), lo que es coherente con la reducción del crecimiento del consumo. También el sector transporte y comunicaciones experimentó crecimientos más moderados en los tres primeros trimestres de 2005 (2,7%) con respecto a los obtenidos un año antes (4,7%), debido tanto al fuerte impacto de la subida del precio de los carburantes en las empresas de transporte como al incremento experimentado por los costes de publicidad en algunas grandes empresas del sector de telecomunicaciones. Asimismo, las empresas industriales registraron durante los tres primeros trimestres de 2005 menores crecimientos del VAB (2,1%), en comparación con los obtenidos en el mismo período de 2004 (4,6%), apreciándose esta desaceleración en todos los agregados que componen el sector, según se explica en el recuadro 1. Por otro lado, las empresas de producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua, que es el otro agregado que, junto con el refino, conforma el sector energético, presentó un incremento del 2,6%, durante los tres primeros meses de 2005, superando en este caso el 0,4% obtenido un año antes. Este favorable comportamiento se debe, principalmente, al crecimiento de la demanda eléctrica (que aumentó el 4% en lo que va transcurrido de 2005), en un año en el que los costes de producción se elevaron como consecuencia de la sequía, que ha hecho aumentar la generación de electricidad por centrales térmicas, en detrimento de la generada por centrales hidroeléctricas². En cuanto a la actividad exterior, cabe destacar que, como se observa en el cuadro 3, se produce una caída de las exportaciones netas de la industria, que, en todo caso, es inferior, tanto en el año 2004 como en los tres primeros trimestres de 2005, a la caída experimentada por el agregado total de empre-

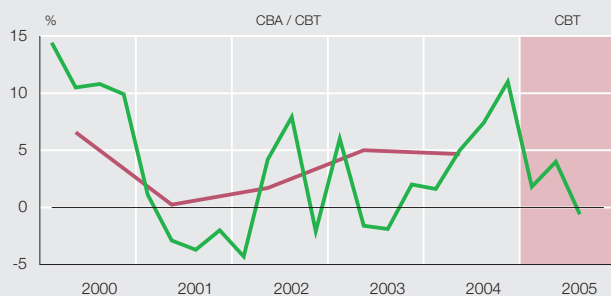
2. Como se ha comentado en artículos anteriores, desde comienzos de 2005, las empresas se han visto afectadas por la normativa que regula la emisión de gases con efecto invernadero, que ha establecido un límite máximo que, en caso de ser superado, les obliga a adquirir derechos de emisión suplementarios en el mercado. Situados en este nuevo marco legal, las empresas del sector eléctrico, que emiten gases en sus procesos productivos, han tenido que adquirir derechos de emisión, adicionales a los que les habían sido asignados, por un importe aproximado de 170 millones de euros en los tres primeros trimestres de 2005. Estas adquisiciones han sido registradas por las empresas como un mayor consumo intermedio, contabilización que implica que reducen su VAB por el importe de las adquisiciones. Por el contrario, la Central de Balances ha reclasificado estos gastos como extraordinarios (en concepto de adquisición de derechos), lo que está en consonancia con la naturaleza que se asigna a estas operaciones en la Contabilidad Nacional. En resumen, en los resultados que muestra la Central de Balances la adquisición de derechos suplementarios no ha afectado a la evolución del VAB generado por estas empresas.

Los datos recopilados por la Central de Balances muestran que durante 2004 la industria española consolidó la tendencia moderadamente expansiva que había comenzado a dejarse notar el año anterior, presentando una tasa de variación del VAB del 4,7%, muy similar a la de 2003. Sin embargo, la información trimestral que cubre los nueve primeros meses de 2005 parece reflejar una desaceleración de la actividad, con un crecimiento del VAB del 2,1%, tasa sensiblemente inferior al 4,6% alcanzado por la CBT en el mismo período del año anterior. La ralentización registrada en este agregado se aprecia de forma generalizada en todos los subsectores que lo componen, y está en línea con la pérdida de vigor que la producción industrial ha venido mostrando de forma progresiva a lo largo de 2005, en consonancia con lo que apuntan otras fuentes. A ello también ha contribuido la inestabilidad que siguen mostrando las principales economías de la zona del euro, y que afecta especialmente a un agregado como el industrial, con mayor dependencia por su relación comercial con los países de esta zona. De todos los sectores analizados, los que experimentaron una evolución más negativa fueron los de transformación del vidrio, cerámica y metales,

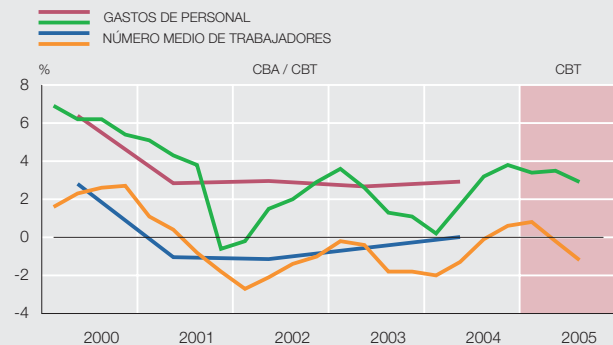
en el que el VAB, aunque aumentó un 4,8%, lo hizo a un ritmo muy inferior (la mitad) al del mismo período de 2004, y sobre todo los de industria de material y equipo eléctrico, electrónico y óptico, y de fabricación de material de transporte, que experimentaron reducciones del VAB en 2005 de un -0,4% y -4,9%, respectivamente. Por su parte, el empleo mantuvo en los dos períodos analizados una evolución muy moderada, que, no obstante, supone una mejoría si se compara con los períodos inmediatamente anteriores. Así, los datos de CBA registran una tasa de variación del empleo nula para 2004, frente al -0,7% de 2003, y la información compilada por la CBT para los tres primeros trimestres de 2005 muestra una leve reducción, del -0,1%, frente a la caída del -1,2% que registraba este agregado para el mismo período del año anterior, lo que podría indicar que las expectativas de negocio siguen siendo positivas. En cualquier caso, el perfil trimestral refleja un empeoramiento de la evolución del empleo a medida que avanzaba el año, en consonancia con la desaceleración detectada en la actividad productiva en este agregado. Las remuneraciones medias, por su parte, reflejaron en 2004 la misma evolución de moderación que se observó en el total de la muestra

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS DE INDUSTRIA QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES

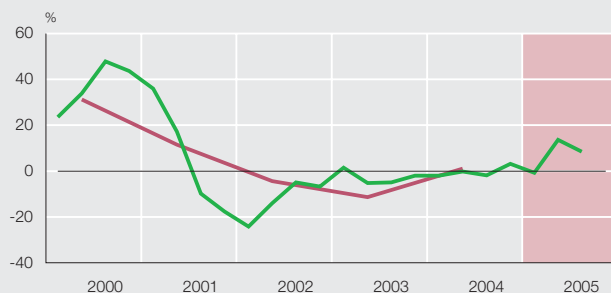
VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES
Tasas de variación



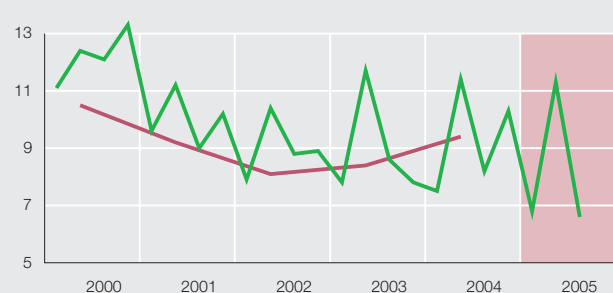
EMPLEO Y SALARIOS
Tasas de variación



GASTOS FINANCIEROS
Tasas de variación



RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO
Ratios



EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN

		2000				2001				2002				2003				2004				2005			
Número de empresas	CBA	2.974				2.814				2.715				2.551				1.990				-			
	CBT	431	411	390	378	402	392	380	363	389	375	365	354	366	361	352	345	353	344	336	326	322	292	202	-
% del PIB del subsector sociedades del sector industria	CBA	31,4				28,2				27,9				27,4				21,1				-			
	CBT	26,6	26,6	25,2	25,4	22,2	21,7	20,6	21,0	21,0	21,1	20,3	19,3	20,1	19,9	18,7	18,6	20,9	20,9	19,1	19,4	19,3	18,6	11,2	-

FUENTE: Banco de España.

anual. Los datos disponibles hasta septiembre de 2005 reflejan un crecimiento del 3,4%, superior al de la media de la muestra, y que pone de manifiesto un ligero cambio de tendencia, como consecuencia del progresivo aumento registrado por esta partida a medida que avanzaba el año. No obstante, aquellos subsectores en los que se había dado una evolución menos expansiva de la actividad fueron también en los que los incrementos salariales fueron más reducidos. La evolución descrita hasta este punto hace que en 2004 las empresas industriales aumentaran sus excedentes ordinarios y que en los nueve primeros meses de 2005 se dejara notar la desaceleración en la actividad productiva. En cualquier caso, los niveles de rentabilidad alcanzados en ambos períodos han sido elevados, aunque, por las razones ya citadas, ligeramente inferiores en 2005 (8%) si se comparan con los alcanzados un año antes (8,7%). Por otra parte, los costes financieros permanecieron en cotas mínimas, propiciando que la ratio que mide la diferencia entre la rentabilidad ordinaria del activo y el coste financiero se mantuviera en valores

claramente positivos (5,7 en 2004 y 4,3 en los tres primeros trimestres de 2005). Así pues, la industria española mostró en 2004 una consolidación de la tendencia expansiva ya registrada el año anterior, como consecuencia del mayor dinamismo mostrado por la inversión en bienes de equipo. Esta evolución no ha tenido continuidad en los meses transcurridos de 2005, período en el que se ha producido una progresiva desaceleración de la actividad y un ligero deterioro de los procesos de creación de empleo, que, no obstante, aún no se ha traducido en una merma significativa de los niveles de rentabilidad. Adicionalmente, se aprecian factores de riesgo que amenazan la continuidad de la recuperación de la actividad productiva que la industria había mostrado en 2003 y 2004. Entre ellos, cabe destacar, además de los derivados de la evolución alcista de los precios del petróleo y la falta de dinamismo en la que continúan inmersos los países de la zona del euro, otros cuyo impacto se ha comenzado a apreciar más recientemente y que ponen de manifiesto problemas de competitividad en la industria española.

sas, lo que está en línea con lo que adelantan otras fuentes, sobre traslación vía precios de los mayores costes de los carburantes.

Por último, en el gráfico 3, que agrupa las empresas en función del incremento del VAB, e independientemente de su tamaño o sector de actividad, se observa que durante los tres primeros trimestres de 2005 se ha reducido en algo más de 2 puntos el porcentaje de empresas que en este período tuvieron incrementos de VAB, en comparación con el que se registró en el mismo período de 2004. Además, se constata que el desplazamiento se ha realizado fundamentalmente hacia el segmento de empresas con reducciones más moderadas de VAB, lo que confirma que la tendencia de suave desaceleración que muestran los datos agregados es independiente del tamaño y/o la actividad de las empresas.

Gastos de personal y empleo

Los gastos de personal registraron incrementos moderados, tanto en 2004 (4,1%) como en los primeros nueve meses de 2005 (3,7%), confirmando la tendencia de años anteriores. El crecimiento de 2004 fue inferior en algo más de medio punto al de 2003. Aunque los datos trimestrales de 2005 muestran un ligero repunte con respecto a la tasa del año anterior, esta evolución se debió, exclusivamente, al mayor crecimiento del empleo en 2005.

Las remuneraciones medias (gastos de personal por trabajador) crecieron en 2004 un 2,4%, un punto menos que en 2003, mientras que los datos trimestrales recogidos hasta septiembre de 2005 muestran incrementos salariales del 3%, similares a los obtenidos un año antes (3,1%). Como se puede observar, tanto CBA como CBT describen tendencias similares, con un perfil de progresiva contención en el crecimiento de estos costes, que se estabilizan en el tercer trimestre de 2005 en torno a una tasa cercana al 3%. Este comportamiento se ha dado de modo generalizando, con la excepción del sector industrial, único agregado en el que repuntaron ligeramente las remuneraciones medias, lo que probablemente está ligado a la negativa evolución que sus datos de empleo han mostrado a lo largo de 2005, y especialmente en el tercer trimestre. Del resto de sectores destaca el comercio, por ser en el que, como ya es habitual, las remuneraciones medias aumentaron de forma más moderada, tanto en 2004 (2,6%) como en los tres primeros trimestres de 2005 (2,2%). Si, finalmente, se analizan los

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
	2003	2004	I a IV 03	I a IV 04	I a III 04	I a III 05
Número de empresas	8.569	6.535	832	816	827	706
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	25,5	28,8	31,3	32,2	32,7	28,3
Se mantienen o suben	74,5	71,2	68,7	67,8	67,3	71,7
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	31,6	31,6	45,2	44,4	45,0	40,7
Se mantienen o suben	68,4	68,4	54,8	55,6	55,0	59,3
GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	37,2	45,6	43,9	46,6	46,3	49,2
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	62,8	54,4	56,1	53,4	53,7	50,8

FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

b. T (1,12) del IPC.

datos del cuadro 4, se observa que en los meses transcurridos de 2005 ha aumentado hasta el 49,2% el porcentaje de empresas cuyos incrementos salariales se han mantenido por debajo de la tasa de inflación, en comparación con el 46,3% del año anterior, a pesar del repunte experimentado en los últimos meses, como consecuencia de las subidas de los precios energéticos.

Los datos de empleo presentaron una evolución netamente expansiva, tanto en 2004, año en el que el número medio de empleados creció un 1,6%, como durante los tres primeros trimestres de 2005, período para el que la CBT registró incrementos netos de empleo del 0,7%. La tasa registrada por la CBA para 2004 supone un aumento tres décimas superior al alcanzado el año anterior, mejoría que se hace extensiva a todos los sectores de actividad, con excepción de los transportes y comunicaciones. Los datos de este sector se encuentran influenciados por un fuerte ajuste de plantillas en una gran empresa de comunicaciones, que se extiende a lo largo de los años 2004 y 2005. Sin ese ajuste, la tasa de variación del empleo del sector pasaría a ser de un 1% en 2004, frente a un -0,4% del año anterior, tendencia más acorde con lo ocurrido en el conjunto del sector y de la muestra. También los datos trimestrales de 2005 se ven afectados por el citado ajuste de plantillas. Si se elimina su efecto, el empleo en los tres primeros trimestres del año en curso aumentaría un 1,2%, que vuelve a mostrar una evolución más positiva que la tasa para el mismo período de 2004, que sería del 0,9%. Por sectores, el sector comercio fue en el que el empleo aumentó con mayor claridad en 2005 (2,3%), aunque este crecimiento es casi la mitad del alcanzado un año antes (4,6%), evolución que está en línea con la desaceleración experimentada por su actividad productiva durante 2005. El resto de sectores, aun reflejando tasas de variación en 2005 menos positivas que las del comercio, experimentaron una notable mejoría, en comparación con las tasas correspondientes a los tres primeros trimestres del año anterior, confirmando lo que se deduce de fuentes alternativas. Una confirmación adicional de esta evolución es la que muestra el cuadro 4, del que se deduce que, durante los meses transcurridos de 2005, el 59,3% tuvo incrementos netos de empleo, frente al 55% en los tres primeros trimestres del año anterior.

Resultados, rentabilidades y endeudamiento

La evolución de la actividad productiva, junto con el más moderado crecimiento contenido de los gastos de personal, permitió que el Resultado Económico Bruto (REB) creciera un

A partir de la información de las cuentas depositadas en los Registros Mercantiles, la Central de Balances ha construido una base de datos (CBBE/RM, o CBB) que permite estudiar la evolución de las empresas de tamaño mediano y pequeño (PYMES). A pesar de que la información de la CBB está disponible con mayor retraso que la de la CBA, y de que su detalle es menor, es posible encontrar los principales rasgos que definen la evolución de este agregado de empresas complementario al de la base de datos de la CBA, que, como es sabido, presenta un sesgo hacia la gran empresa. La CBB se ha construido de forma que no comprende ninguna empresa incorporada a la CBA. En su monografía anual, la Central de Balances incluye un anejo que ofrece un resumen con los aspectos más relevantes que se extraen de este agregado de empresas medianas y pequeñas, y en función del cual se desarrolla este recuadro. Así, los datos de la CBB para 2003 vienen referidos a un total de 375.080 empresas, que representa, en términos de VAB, el 15,4% sobre el total del sector de sociedades no financieras. Para 2004, en la fecha de

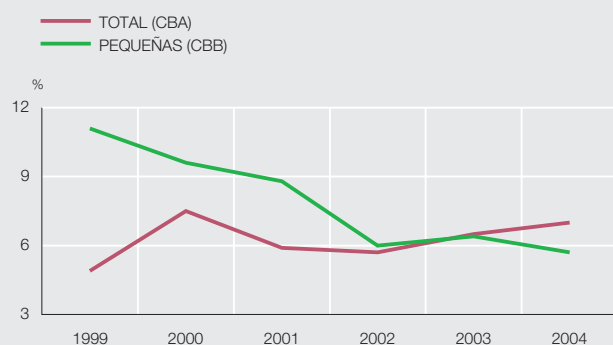
la publicación de la monografía, se había recibido información de 69.913 empresas, que suponen un 2,6% sobre el total nacional.

Con la información recogida por la CBB se pone de manifiesto que la actividad de las empresas pequeñas y medianas aumentó en 2004 de forma moderada, registrando un incremento en el VAB del 5,7%, tasa que supone una suave desaceleración en comparación con el 6,4% de 2003. Esta evolución hacia ritmos de crecimiento menos intensos se apreció de forma generalizada en prácticamente todos los sectores analizados, con la excepción del de construcción, inmobiliarias y hostelería, únicos que registraron en 2004 tasas de variación del VAB similares, o ligeramente superiores, a las de 2003. En este contexto, los gastos de personal experimentaron en 2004 un incremento del 6,6%, más de un punto por debajo de lo que habían crecido un año antes (7,8%), debido a la mayor moderación con la que aumentaron los costes salariales por trabajador, lo que se ha verificado sin excepción para todos los sectores de la muestra. En

RESULTADOS DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS

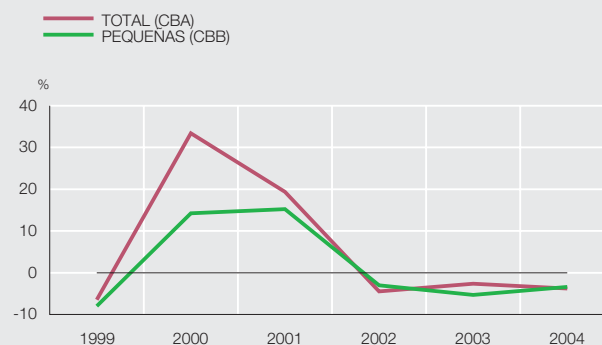
VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES

Tasas de variación



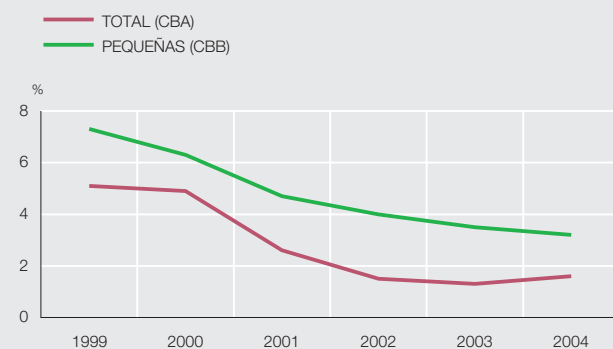
GASTOS FINANCIEROS

Tasas de variación



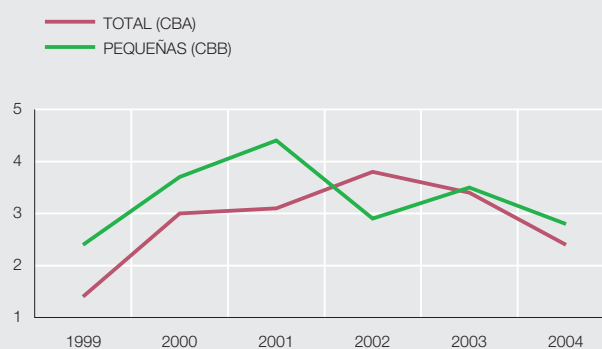
EMPLEO

Tasas de variación



GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR

Tasas de variación



		1999	2000	2001	2002	2003	2004
Número de empresas	CBA	8.245	8.489	8.417	8.420	8.569	6.535
	CBB (a)	211.753	231.792	245.732	320.115	375.080	69.913
% del PIB del sector sociedades no financieras	CBA	31,8	30,7	30,1	30,2	30,5	25,6
	CBB (a)	10,6	10,8	11,0	13,5	15,4	2,6

FUENTE: Banco de España.

a. En el caso de los gráficos de Empleo y Gastos de personal por trabajador, los datos corresponden al subconjunto de empresas con datos coherentes en empleo (el 65% del total de CBB).

cuanto a los datos de empleo, las PYMES incluidas en la CBB aumentaron sus plantillas en 2004 un 3,2%, tasa similar, aunque ligeramente inferior, a la de 2003, que fue del 3,5%. Esta tasa confirma, un año más, el mayor dinamismo en la capacidad de generación de empleo de las empresas de tamaño mediano y pequeño, respecto de las grandes empresas recogidas en la CBA. Al analizar la evolución por sectores se observa que fue fundamentalmente en las PYMES industriales en las que se produjo en 2004 mayor desaceleración de los procesos de creación de empleo, presentando en ese año un incremento prácticamente nulo en el número medio de empleados, frente al aumento del 1,6% registrado en 2003, continuando la tendencia decreciente que, desde 1998, se registra en la evolución del empleo en las PYMES industriales. Por su parte, los servicios de mercado mantuvieron en 2004 un ritmo de crecimiento del empleo idéntico al del año anterior, mientras que la construcción fue, como cabía esperar, el sector en el que se dieron aumentos más intensos de empleo, superiores incluso a los de 2003, en línea con la evolución de su actividad productiva.

El crecimiento de la actividad, junto con la evolución más moderada de los gastos de personal, permitió que las PYMES experimentaran una moderada evolución del resultado económico bruto en el año 2004 (del 3,4%), superior a la tasa obtenida por este mismo excedente el año anterior (2,8%). Por otro lado, los gastos financieros, al igual que en la CBA, siguieron disminuyendo por tercer año consecutivo, mientras que los ingresos financieros experimentaron un fuerte crecimiento en 2004 (10,7%). Todo ello, unido a una evolución

sostenida de las amortizaciones, permitió que el Resultado Ordinario Neto (RON) creciera en 2004 un 4,4%, algo más del doble de lo que lo había hecho el año anterior (2%). Esta mejoría llevó a que aumentaran los elevados niveles de rentabilidad en los que se sitúan las PYMES españolas, especialmente en las dedicadas a la construcción. Así, la ratio que mide la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, única que es posible calcular con la información disponible en la CBB, se situó, para el total de la muestra, en un 8,7% en 2004, dos décimas más que el año anterior; las PYMES de la construcción, por su parte, alcanzaron una rentabilidad del 16,1%, en un punto superior a la del año anterior.

En síntesis, las PYMES mantuvieron en 2004 un crecimiento sostenido para el agregado total y para la mayoría de los sectores de actividad, si bien fueron el de construcción y el de servicios de mercado los que tanto en términos de actividad como de creación de empleo presentaron un comportamiento más expansivo. A esta evolución hay que añadir la moderación salarial del período y la positiva evolución de los resultados financieros, lo que permitió que este agregado, en su conjunto, continuara con un buen ritmo de generación de resultados ordinarios y, por tanto, elevados niveles de rentabilidad, incluso por encima de los alcanzados el año anterior. No obstante, al igual que ocurriera con las grandes empresas, las PYMES de la industria, que son las más sometidas a la competencia exterior, están mostrando síntomas de paulatina desaceleración, lo que nuevamente pone en evidencia la necesidad de adoptar medidas que mejoren la competitividad de la economía española.

10% en 2004. En los nueve primeros meses de 2005, el incremento de este saldo fue del 5%, ligeramente inferior al de un año antes, que se situó en el 6,9%. La moderación en la evolución de esta variable en 2005 es consecuencia de la desaceleración en la actividad productiva, fenómeno que se percibe en todos los sectores analizados, con la excepción de la energía, por las razones ya comentadas (véase cuadro 5). Por su parte, los ingresos financieros registraron crecimientos elevados, tanto en 2004 como en 2005, como consecuencia de las entradas de dividendos provenientes de filiales en el extranjero, con tasas de variación del 15,2% en 2004 y del 12,1% en los tres primeros trimestres de 2005. En los gastos financieros, se ha apreciado un significativo cambio de tendencia en 2005, como muestra el cuadro siguiente:

	<i>2004/2003</i>	<i>I a III 05/I a III 04</i>
Variación de los gastos financieros	-0,6%	+8,4%
<i>A. Intereses por financiación recibida</i>	<i>-5,6%</i>	<i>+8,2%</i>
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	-8,0%	-2,1%
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	+2,3%	+10,3%
<i>B. Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	<i>+1,8%</i>	<i>+0,2%</i>

Como se puede apreciar, las reducciones de los tipos de interés fueron la causa del descenso en los gastos financieros en el año 2004. En el período transcurrido de 2005, el coste de la

RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO Y DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2).

CUADRO 5

DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS

Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO				RESULTADO ORDINARIO NETO				RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)				DIFERENCIA RENTABILIDAD-COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2)			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05	2004	I a IV 04	I a III 04	I a III 05
Total	10,0	8,0	6,9	5,0	22,2	17,4	15,7	9,7	8,1	8,4	7,7	8,5	4,5	4,4	3,7	4,6
TAMAÑOS																
Pequeñas	11,0	—	—	—	17,9	—	—	—	7,0	—	—	—	3,2	—	—	—
Medianas	8,9	5,2	2,7	0,9	10,0	10,6	4,2	-1,3	8,2	8,4	8,6	7,7	4,7	4,8	5,1	4,5
Grandes	10,1	8,2	7,1	5,2	23,5	17,7	16,2	10,1	8,1	8,4	7,6	8,5	4,5	4,4	3,6	4,6
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	7,7	6,9	4,3	12,1	9,6	10,2	8,2	19,2	8,1	9,0	8,4	9,5	4,7	5,5	4,9	6,0
Industria	7,0	11,1	8,1	0,7	11,3	28,4	13,4	2,8	9,4	9,4	8,7	8,0	5,7	5,6	4,9	4,3
Comercio y reparación	13,0	7,1	6,1	2,6	19,4	6,7	4,0	5,1	12,7	10,0	9,7	8,7	9,0	5,8	5,5	4,7
Transportes y comunicaciones	9,0	6,3	6,8	2,6	27,9	15,8	17,5	7,5	9,5	14,6	14,3	16,4	5,3	10,1	9,9	11,8

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

ESTRUCTURA DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO Y DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS EMPRESAS COLABORADORAS

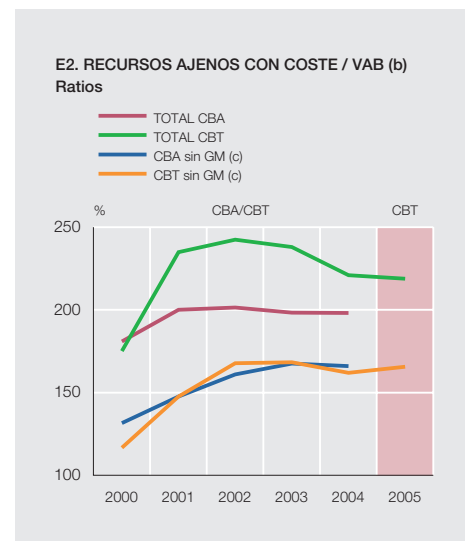
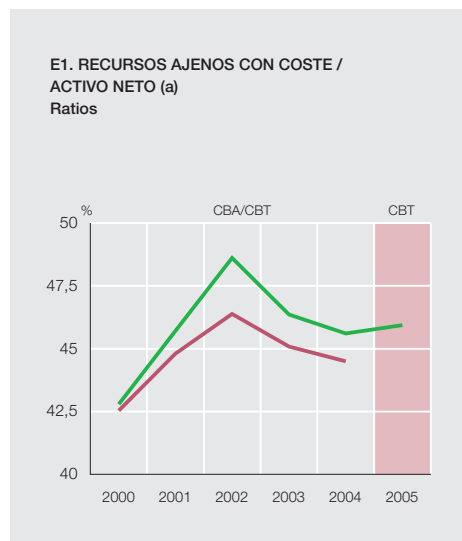
CUADRO 6

		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		I a III 04	I a III 05	I a III 04	I a III 05
Número de empresas		827	706	827	706
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R <= 0%	23,5	23,8	26,0	26,6
	0% < R <= 5%	21,7	20,5	16,5	15,8
	5% < R <= 10%	15,5	17,6	11,2	12,8
	10% < R <= 15%	10,9	10,9	8,8	10,5
	15% < R	28,4	27,2	37,5	34,3
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		7,7	8,5	10,8	12,5

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

financiación volvió a reducirse (-2,1%), aunque en menor medida, dados los bajos niveles en los que se encuentran los tipos de interés. Sin embargo, el aumento de la financiación en los primeros trimestres de 2005 absorbe la caída en los costes financieros y propicia que aumenten los gastos financieros. En cualquier caso, el aumento en la apelación a fuentes de financiación externa puede considerarse moderado, según muestran las ratios de endeudamiento E1 y E2 (véase gráfico 4). Los dos paneles del gráfico ponen de manifiesto que, tanto en 2004 como en los tres primeros trimestres de 2005, se han estabilizado las ratios de endeudamiento, calculadas tanto con respecto al total de activos (E1), como en relación al VAB (E2).



	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CBA	180,9	200,0	201,4	198,4	198,0	
CBT	175,1	234,9	242,4	238,0	220,9	218,7
CBA sin GM	131,6	147,6	161,0	167,5	166,0	
CBT sin GM	116,6	147,6	167,7	168,3	161,9	165,7

FUENTE: Banco de España.

a. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. Los fondos propios incorporan el ajuste a precios corrientes.

b. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. La partida de recursos ajeros con coste incorpora un ajuste para eliminar la deuda «intragrupo» (aproximación a deuda consolidada).

c. GM = Empresas de la muestra pertenecientes a los principales grupos multinacionales colaboradores.

El comportamiento descrito para los gastos e ingresos financieros permitió que el RON intensificara su crecimiento en relación con el que había registrado el REB. De este modo, el RON aumentó un 22,2% en 2004 y un 9,7% en los tres primeros trimestres de 2005, período en el que, como se ha expuesto en el párrafo anterior, los gastos financieros registraron tasas de variación positivas. En cualquier caso, en ambos períodos el aumento del RON fue más que suficiente para mantener, e incluso aumentar, los elevados niveles de rentabilidad ordinaria en el que están situadas las empresas. Así, la rentabilidad ordinaria del activo se situó en el 8,1% en 2004 (en tres décimas superior a la del año anterior), y en el 8,5% en los tres primeros trimestres de 2005 (superando el 7,7% del mismo período del año anterior). Como, por otra parte, los costes de financiación se han situado en niveles mínimos (entre el 3,6% y el 3,9%), la ratio que mide la diferencia entre la rentabilidad y el coste financiero se sitúa, una vez más, en valores claramente positivos, tanto en el total de la muestra como en todos los sectores que la componen.

Lo más reseñable respecto a los resultados extraordinarios es su caída en 2004, debido, fundamentalmente, a la disminución de los ingresos extraordinarios. Durante los nueve primeros meses de 2005, se aprecia una fuerte reducción de las provisiones de carácter extraordinario, debido a la reversión de las provisiones que fueron dotadas en anteriores ejercicios por las inversiones en el exterior. Su recuperación ha llevado a que el resultado neto creció casi un 21,7% hasta septiembre de 2005. En porcentaje del VAB, el resulta-

La información recogida por la CBT constituye una importante herramienta analítica para conocer la coyuntura de la actividad empresarial y de sus costes, así como la evolución de los excedentes y rentabilidades. Por otra parte, la CBA permite realizar análisis más diversos, desde distintos enfoques y con mayor profundidad que la CBT, si bien su difusión se realiza con un desfase mucho mayor que en el caso de la encuesta trimestral. Las dos bases de datos pueden considerarse complementarias y, de hecho, es posible realizar un enlace entre ambas, construyendo una cuenta de resultados homogénea y compatible con las dos aproximaciones (el del formato en que se ha elaborado el cuadro 1 del artículo). Para poder hacerlo, y dado que la encuesta trimestral contiene menos información que la anual, se deben realizar aproximaciones y renunciar en algunos casos a conseguir

una identidad absoluta en todos los conceptos. Sin embargo, estas diferencias no afectan al análisis de las rúbricas fundamentales, quedando reducido el problema de falta de información a algunos conceptos residuales. Esto es lo que el siguiente cuadro pone de manifiesto, al presentar la estructura de la cuenta de resultados del año 2004, con todos los conceptos de la CBA. Se han destacado, precediéndolas de una letra, aquellas rúbricas que no están disponibles en la encuesta trimestral. Como se puede apreciar, estas rúbricas tienen una importancia muy reducida en relación con el conjunto de gastos e ingresos que conforman la cuenta de resultados¹.

1. Esta estructura aparece reproducida en la primera columna del cuadro 1 de este artículo.

BASES	CBA 2004
Número de empresas	6.535
Cobertura total nacional	25,6%
CUENTA DE RESULTADOS	
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0
De ella:	
1.1. Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	134,2
1.2. (-) Consumos (sector comercio e inmobiliario)	-36,3
1.a. Restantes conceptos (no disponibles en CBT)	2,1
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	67,0
De ellos:	
2.1. Compras netas	39,5
2.2. Otros gastos de explotación	26,7
2.b. Restantes conceptos (no disponibles en CBT)	0,8
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (1 - 2)	33,0
3. Gastos de personal	16,0
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (S.1 - 3)	16,9
4. Ingresos financieros	3,3
5. Gastos financieros	2,8
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,8
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO (S.2 + 4 - 5 - 6)	10,7
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	3,6
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	3,3
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	4,1
S.4. RESULTADO NETO (S.3 + 7 - 8 - 9)	6,9

FUENTE: Banco de España.

do neto alcanza niveles máximos en las series anual y trimestral, 20,9% y 27,9%, respectivamente.

Estos resultados muestran la positiva evolución de las empresas españolas durante el período más reciente. Durante los tres primeros trimestres de 2005 se observa una suave desaceleración de la actividad, que no ha impedido que se siga manteniendo un buen ritmo de generación de excedentes y creación de empleo, en un marco de moderación salarial. Por otra parte, la recuperación de un mayor dinamismo del comercio mundial también ha contribuido al aumento de las rentas y los excedentes empresariales, vía entrada de dividendos provenientes de fi-

Bases	Porcentaje sobre VABpb		
	2002	2003	2004
Número de empresas / Cobertura total nacional	8.420/30,2%	8.569/30,5%	6.535/25,6%
CUENTA DE CAPITAL			
1. Recursos de capital	29,6	33,0	39,7
1.1. Ahorro bruto	30,8	31,1	33,2
1.2. Transferencias netas de capital	-1,2	2,0	6,5
2. Empleos de capital	28,3	30,3	31,6
2.1. Formación bruta de capital	26,7	29,0	30,7
2.2. Otros empleos de capital	1,6	1,3	0,9
2.3. Discrepancia estadística	0	0	0
3. Capacidad (+), necesidad (-) neta de financiación (1 - 2 = 5)	1,3	2,7	8,1
CUENTA FINANCIERA			
4. Adquisiciones netas de activos financieros	27,6	8,4	31,0
4.1. Efectivo y depósitos	1,1	0,5	0,4
4.2. Valores distintos de acciones y participaciones	1,2	4,1	3,1
4.3. Préstamos	1,5	-3,6	13,9
4.4. Acciones y participaciones	23,9	7,5	13,7
5. Operaciones financieras netas más pasivos netos contraídos (6 + 7)	27,6	8,4	31,0
6. Operaciones financieras netas (4 - 7 = 3)	1,3	2,7	8,1
7. Pasivos netos contraídos	26,2	5,7	22,9
7.1. Valores distintos de acciones y participaciones	-2,8	-1,0	-0,3
7.2. Préstamos	17,9	4,8	15,5
7.2.1. Préstamos de instituciones financieras	7,4	0,3	6,9
7.2.2. Préstamos del resto del mundo	-6,7	11,4	-4,2
7.2.3. Préstamos de otros sectores residentes	17,2	-6,8	12,8
7.3. Acciones y participaciones	12,0	-0,1	3,4
7.4. Fondos de pensiones	-1,9	-0,1	0,0
7.5. Créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago (netos)	1,0	2,1	4,4
PRO MEMORIA: VABpb	104.506	111.851	100.349

FUENTE: Banco de España.

liales extranjeras; esto ha coadyuvado a la expansión de los resultados ordinarios (y extraordinarios, fundamentalmente en los tres primeros trimestres de 2005), lo que ha traído como consecuencia un aumento de las rentabilidades. En este escenario se mantienen, como principales riesgos, la evolución de la demanda exterior, la persistencia de elevados precios del crudo y las dificultades para el fortalecimiento de las economías de la zona del euro.

Flujos de inversión y financiación

El análisis de los flujos de financiación e inversión que se recogen en el cuadro 7 se basa en la CBA, ya que no existe en la CBT información con este detalle. Del cuadro 7 se deduce que las empresas de esta muestra han generado, a lo largo de estos tres ejercicios, un nivel creciente de recursos de capital, lo que ha propiciado que obtuvieran capacidad de financiación. Según esto, las empresas de la CBA (muestra que tiene un sesgo hacia la gran empresa y en la que prácticamente no se recoge el efecto de las empresas de nueva creación) pueden financiar con los recursos que generan y las transferencias de capital que reciben³ sus inversio-

3. Entre las que destaca la asunción por el Estado de la deuda de RENFE en el marco de la reorganización de las masas patrimoniales de RENFE/GIF a que se refiere el Real Decreto Ley 7/2004, de 27 de septiembre de 2004.

El recuadro 2 del artículo trimestral de la Central de Balances aparecido en el *Boletín Económico* de junio de 2005, relativo a los resultados del primer trimestre de 2005, informaba sobre la implantación de las Normas Internacionales de Información Financiera (en lo sucesivo, NIIF) en las cuentas consolidadas de los grupos españoles cotizados y hacía una primera evaluación del impacto contable por su aplicación¹. En síntesis, el recuadro concluía que:

Esta normativa no afectaba a los análisis que realiza la CBT, puesto que esta utiliza las cuentas anuales individuales, no sujetas a las NIIF.

El número de empresas (grupos) afectados por la nueva normativa era muy reducido en el conjunto de las sociedades no financieras. Solo el 0,02% de las sociedades no financieras (que generan el 10,7% del empleo del sector) está sujeto a las normas NIIF.

El impacto de la aplicación de las normas NIIF en la cuenta de resultados del primer trimestre de 2005 se concretaba en una caída en la cifra de negocios de en torno al 4% y en un aumento en el resultado neto del 3%.

Este recuadro actualiza ese análisis con los datos del primer semestre de 2005, y lo amplía con la información de reconciliación contable de los balances de cierre de 2004 y apertura de 2005, enviados a la CNMV por los grupos cotizados.

1. El Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y el Consejo determina que los grupos que tengan valores admitidos a cotización en bolsas de valores de la UE deben elaborar sus cuentas anuales consolidadas de acuerdo con las NIIF, para los ejercicios financieros que comiencen a partir del 1 de enero de 2005. Esta obligación, a nivel europeo, se ha plasmado en España mediante modificación del Código de Comercio y la emisión de la Circular 1/2005 de la CNMV, que regula la información pública periódica que deben presentar las empresas admitidas a cotización en mercados españoles. Entre la información solicitada para el primer semestre de 2005, se requiere un estado de conciliación entre las cuentas de 2004 calculadas con criterios NIIF y las calculadas con criterios del Plan General Contable de 1990, lo que permite evaluar en este recuadro el impacto del cambio.

La información semestral suministrada por los grupos cotizados a la CNMV permite hacer una aproximación a las desviaciones en algunas rúbricas de la cuenta de resultados por la aplicación de NIIF. El cuadro 1 recoge la incidencia en el agregado de empresas, que es limitada para el total de las 167 empresas analizadas, aunque no para determinados sectores de actividad². La cifra de negocios cae un 4,1% por la aplicación de las NIIF, el resultado del período aumenta un 5,6% y la dotación a la amortización cae un -1,4%. Por sectores de actividad, la aplicación de las NIIF implica una caída de las ventas más acusada en el sector de la energía, centrada en nuevos criterios de registro de ingresos consolidados. Concretamente, en el sector eléctrico, se compensan las operaciones de compraventa al *pool* de la electricidad, que se registran por el margen de las ventas al mercado regulado. El incremento reflejado en el resultado es provocado por la disminución de los impuestos diferidos y la desaparición de la obligación de amortización del fondo de comercio en las principales empresas del sector. El impacto en el sector industrial no puede ser analizado en detalle, debido a la heterogeneidad de las empresas que lo componen; no obstante, a nivel agregado es posible afirmar que el impacto de las NIIF es menor, tanto en la cifra de negocios como en el resultado neto. La disminución del resultado del ejercicio de las empresas constructoras responde a la mayor cuantía de los gastos financieros de sus filiales concesionarias, ya que las condiciones de activación de los intereses de préstamos son en las NIIF más restrictivas que bajo el ordenamiento contable español. Por último, dentro de los servicios de mercado, las mayores diferencias corresponden a las empresas inmobiliarias, que ven reducida su cifra de negocios por la diferente periodificación de las ventas, que se contabilizan una vez escriturados los inmuebles. Asimismo, la reducción de la cuantía de las amortizaciones refleja, por una parte, la diferente con-

2. En el cuadro 1 se comparan las diferencias entre la información suministrada en el año 2005 (cuando ya estaban vigentes las NIIF) de los datos del primer semestre de 2004 y la facilitada en 2004 de estos mismos datos. Se ha de tener en cuenta que las diferencias que aquí aparecen no se deben exclusivamente a la aplicación de la nueva normativa, ya que también se incluyen las revisiones contables que las empresas suelen llevar a cabo para subsanar errores materiales.

IMPACTO DE LA APLICACIÓN DE LAS NIIF
Grupos no financieros cotizados (cuentas consolidadas).
Avance semestral de resultados del primer semestre de 2005

CUADRO 1

Agregado	Diferencia NIIF – PGC 90 (a)		
	Cifra neta de negocios	Resultado del período	Dotación amortización
	%	%	%
Total	-4,1	5,6	-1,4
1. Energía	-8,4	8,4	-3,0
2. Industria	-2,3	4,5	-9,1
3. Construcción	0,7	-13,0	19,5
4. Servicios de mercado	-2,4	9,4	-1,3

FUENTE: Banco de España, a partir de datos de la CNMV.

a. Impacto estimado: (valor II 04 declarado en 2005 – valor II 04 declarado en 2004) / valor II 04 declarado en 2004. Información disponible hasta mediados de noviembre de 2005. Las diferencias observadas incluyen las derivadas de la aplicación de las NIIF y otras causas.

sideración que se otorga en las NIIF a la vida útil de los activos intangibles, así como el hecho de que, como se ha indicado, no se amortice el fondo de comercio. Esta disminución de las amortizaciones puede explicar parcialmente el incremento del resultado neto.

El cuadro 2 muestra el impacto de las NIIF sobre las principales rúbricas de balance consolidado, tomando la información disponible en la conciliación entre balance de cierre de 2004 y balance de apertura de 2005 (estado obligatorio definido en la Circular de la CNMV 1/2005) sobre grupos consolidados. Se pueden apreciar los escasos efectos de la aplicación de la NIIF en los activos no corrientes (activos inmovilizados según la terminología del PGC 90), si bien se observan importantes reclasificaciones dentro del balance. La disminución del patrimonio neto se justifica, principalmente, por la consideración de

las acciones propias como menor patrimonio neto, y no como un activo, tal y como se ha venido realizando hasta ahora en el PGC, obligando, además, a reconocer todo ingreso o pérdida por operaciones con acciones propias en patrimonio neto. Por último, se aprecia que el montante total del balance ha disminuido en todos los sectores, salvo en la industria, en parte por la influencia de la disminución del patrimonio neto.

Hasta que no finalice el proceso de revisión de las normas de contabilidad actualmente en curso, que pretende adaptar el marco contable de las cuentas individuales al entorno de las normas NIIF (lo que, según los planes del ICAC, ocurrirá en 2007), no cabe esperar que se produzcan cambios directamente vinculados a la implantación de estas normas en las publicaciones de la Central de Balances.

IMPACTO DE LA APLICACIÓN DE LAS NIIF

CUADRO 2

Grupos no financieros cotizados (cuentas consolidadas).

Diferencias en balance de reconciliación NIIF (apertura 2005) – PGC 90 (cierre 2004)

Agregado	Diferencia NIIF – PGC 90 (a)		
	Activos no corrientes	Patrimonio neto	Total activos / pasivos
	%	%	%
Total	-0,6	-11,3	-2,9
1. Energía	1,2	-6,6	-0,6
2. Industria	5,3	2,5	2,0
3. Construcción	0,6	-9,9	-5,5
4. Servicios de mercado	-3,8	-20,9	-5,2

FUENTE: Banco de España, a partir de datos de la CNMV.

a. Impacto estimado: (valor apertura ejercicio 2005 según NIIF – valor cierre 2004 según PGC 90) / valor cierre 2004 según PGC 90. Información disponible hasta mediados de noviembre de 2005.

nes en capital y disponer, además, de un excedente con el que acometer algunas operaciones⁴.

En cuanto a las operaciones de carácter financiero, hay que destacar que 2004 presenta un incremento significativo del nivel de adquisiciones de activos y de pasivos netos contraídos. El cuadro 7 muestra que, una vez superado el período 1998-2002, en el que las grandes empresas multinacionales españolas acometieron fuertes procesos de expansión en el exterior (que implicaron compras de acciones, demanda de créditos y procesos de reorganización), en 2003 se atenuó el ritmo de las operaciones financieras y consolidó el saneamiento de los

4. En anteriores monografías de la Central de Balances, se ha hecho referencia a la aparente contradicción de que las empresas de la CBA tengan capacidad de financiación, cuando la Contabilidad Nacional de España y las Cuentas Financieras de la Economía Española muestran necesidad para el total del sector. Ambos resultados no son contradictorios, en la medida en que, por una parte, la CBA se compone de un número reducido de empresas y, por otra, las empresas de nueva creación, no registradas en la CBA, son las que explican, en gran medida, la necesidad de financiación del agregado de sociedades no financieras. Las nuevas empresas invierten y demandan fondos para financiar el inicio de sus actividades, sin que generen rentas suficientes en las primeras etapas de su existencia con que financiar esas actividades.

Bases	Porcentaje sobre VABpb		
	2002	2003	2004
CUENTA DE CAPITAL (CNE base 1995)			
1. Recursos de capital	22,0	21,2	22,4
1.1. Ahorro bruto	19,7	19,0	19,7
1.2. Transferencias netas de capital	2,4	2,2	2,7
2. Empleos de capital	29,6	29,7	32,2
2.1. Formación bruta de capital	29,4	29,6	32,1
2.2. Otros empleos de capital	0,2	0,2	0,1
3. Capacidad (+), necesidad (-) de financiación (1 - 2) (CNE base 1995)	-7,5	-8,6	-9,8
a. Ajuste (a)	2,4	1,2	0,9
3'. Capacidad (+), necesidad (-) de financiación ajustada (3 - a = 6)	-9,9	-9,8	-10,7
CUENTA FINANCIERA			
4. Adquisiciones netas de activos financieros	20,5	20,7	14,0
4.1. Efectivo y depósitos	5,6	2,9	3,0
4.2. Valores distintos de acciones y participaciones	1,2	2,0	0,9
4.3. Préstamos	-0,2	-0,1	1,0
4.4. Acciones y participaciones	13,8	15,8	9,1
5. Operaciones financieras netas más pasivos netos contraídos (6 + 7)	20,5	20,7	14,0
6. Operaciones financieras netas (4 - 7 = 3)	-9,9	-9,8	-10,7
7. Pasivos netos contraídos	30,4	30,4	24,6
7.1. Valores distintos de acciones y participaciones	-0,7	-0,4	0,0
7.2. Préstamos	17,5	19,8	19,5
7.2.1. Préstamos de instituciones financieras	11,4	13,6	18,2
7.2.2. Préstamos del resto del mundo	5,7	5,8	1,0
7.2.3. Préstamos de otros sectores residentes	0,4	0,4	0,3
7.3. Acciones y participaciones	12,5	11,0	5,8
7.4. Fondos de pensiones	-0,5	-0,1	-0,1
7.5. Créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago (netos)	1,6	0,1	-0,6
PRO MEMORIA: VABpb (CNE base 1995)	346.513	367.257	392.116

FUENTE: INE (Contabilidad Nacional de España) y Banco de España (*Cuentas Financieras de la Economía Española*).

a. Se recoge en esta rúbrica las diferencias entre el saldo de la cuenta de capital elaborada por el INE (rúbrica 3), y el saldo de la cuenta financiera elaborada por el Banco de España (rúbrica 6).

balances con los resultados obtenidos de las operaciones corrientes. En 2004, las empresas de la muestra anual reactivaron las operaciones financieras, aunque sin alcanzar los niveles previos a 2002. Entre los hechos más relevantes de 2004 están, dentro de los activos financieros, algunas concesiones de préstamos, resultado de operaciones con empresas filiales, y que, en parte, encuentran su contrapartida en el aumento registrado en «Préstamos contraídos de otros sectores residentes», dentro de los pasivos. Además, destacan ciertas operaciones de adquisición de acciones, como continuación del proceso de expansión en otros países y las cancelaciones de préstamos recibidos en años previos, a lo largo de 2004, aprovechando los excedentes de ahorro generado.

Por último, en el cuadro 8 se recogen los flujos de capital y financieros que para el sector de sociedades no financieras presenta la información de la Contabilidad Nacional de España, con el objetivo no tanto de explicar la evolución que ofrecen estos datos, analizados en otros trabajos del Banco de España, sino de introducir un elemento de contraste adicional, en este

caso relativo al total del sector de sociedades no financieras, que permita matizar algunas de las conclusiones que se extraen con la información de la CBA. En dicho cuadro los flujos están expresados en porcentaje sobre el VAB del sector de sociedades no financieras de la CNE base 95 (al cerrar la redacción de estas líneas el INE no ha publicado las cuentas del sector de sociedades no financieras en la CNE base 2000); se observa que en 2004 se incrementó ligeramente la necesidad de financiación en comparación con la del año anterior (-9,4%, frente a -9,2%). Al comparar este saldo con el que se obtiene de la CBA para estos mismo años, se aprecia una sustancial diferencia tanto en lo que respecta al nivel como a la evolución, ya que, como se ha mencionado anteriormente, los datos de la Central de Balances presentan tanto en 2003 como en 2004 un saldo positivo de la cuenta de capital (Capacidad de financiación), y además, creciente. En la nota a pie de página número 4 se ha hecho referencia a esta aparente incoherencia.

21.11.2005.