

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

octubre 2001

boletín económico

octubre 2001

BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España difunde sus informes más importantes
y la mayoría de sus publicaciones a través de la red
INTERNET en la dirección <http://www.bde.es>

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IPC	Índice de Precios de Consumo
AIE	Agencia Industrial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IPRI	Índice de Precios Industriales
BCE	Banco Central Europeo	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
BCN	Bancos Centrales Nacionales	ISFAS	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
BE	Banco de España	ISFLSH	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hombres
BOE	Boletín Oficial del Estado	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
BPI	Banco de Pagos Internacionales	LGP	Ley General Presupuestaria
CBA	Central de Balances. Datos anuales	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CBE	Circular del Banco de España	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CBT	Central de Balances. Datos trimestrales	MCT	Ministerio de Ciencia y Tecnología
CCAA	Comunidades Autónomas	ME	Ministerio de Economía
CCLL	Corporaciones Locales	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	MH	Ministerio de Hacienda
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	MTAS	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	MUFACE	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
CNE	Contabilidad Nacional de España	MUGEJU	Mutualidad General Judicial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	NAP	Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DEG	Derechos Especiales de Giro	OFICEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGA	Dirección General de Aduanas	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DGT	Dirección General de Tráfico	OM	Orden Ministerial
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OOAA	Organismos Autónomos
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
EERR	Entidades Registradas	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EEUU	Estados Unidos de América	PER	Plan de Empleo Rural
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PGE	Presupuestos Generales del Estado
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad, S.A.	PIB	Producto Interior Bruto
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EONIA	Euro Overnight Index Average	PNB	Producto Nacional Bruto
EPA	Encuesta de Población Activa	RD	Real Decreto
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	REE	Red Eléctrica de España
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SEC	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales
FGD	Fondos de Garantía de Depósitos	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo
FMI	Fondo Monetario Internacional	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SMI	Salario Mínimo Interprofesional
FSE	Fondo Social Europeo	TAE	Tasa Anual Equivalente
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	TCE	Tipo de Cambio Efectivo
ICO	Instituto de Crédito Oficial	TCEN	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
ICONA	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	TCER	Tipo de Cambio Efectivo Real
IDA	Asociación Internacional de Desarrollo	TEAS	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UE	Unión Europea
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UEM	Unión Económica y Monetaria
IMRSERO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
INE	Instituto Nacional de Estadística	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas
INEM	Instituto Nacional de Empleo	VNA	Variación Neta de Activos
INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos	VNP	Variación Neta de Pasivos
INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias		
INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social		

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo:

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

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

Abreviaturas y signos más utilizados

- M1 Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M2 M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
- M3 M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
- 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^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
- m_j Tasa de crecimiento básico de período j.
- 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.

Índice

	<i>Páginas</i>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior del área del euro	15
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	19
4. La economía española	29
5. Los flujos financieros de la economía española	47
Implicaciones de la conversión de precios a euros para la inflación	59
La contribución de las ramas de las tecnologías de la información y las comunicaciones al crecimiento de la economía española	67
La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes	77
Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea	87
Regulación financiera: tercer trimestre de 2001	101
Información del Banco de España	117
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 30 de septiembre de 2001	119
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España	123
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 18 de octubre de 2001	124
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 18 de octubre de 2001	126
Publicaciones recientes del Banco de España	127
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	63*

Informe trimestral de la economía española

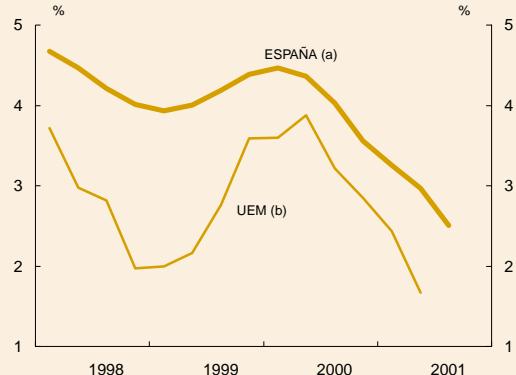
1. Rasgos básicos

En un contexto de creciente incertidumbre, se estima que la economía española redujo la tasa de crecimiento interanual de su producto interior bruto (PIB) real durante el tercer trimestre del año 2001 hasta valores próximos al 2,5%, tras el 3% alcanzado en el trimestre precedente y el 4% que se registraba, por esas mismas fechas, hace un año. Estos resultados se enmarcan dentro del proceso de desaceleración de la actividad económica mundial que se inició a partir de la crisis de la economía de Estados Unidos y que se fue propagando a través de los diferentes mercados —de bienes y financieros—, poniendo en serias dificultades a numerosas economías emergentes y agudizando la crítica situación de la economía japonesa. La zona del euro ha acusado también este deterioro del entorno exterior, mostrando una capacidad menor de la esperada para desarrollar un proceso de crecimiento autónomo y diferenciado de Estados Unidos.

Los dramáticos acontecimientos del pasado 11 de septiembre han incidido, por tanto, sobre una situación económica internacional que se encontraba ya considerablemente deprimida, agudizando aún más la incertidumbre sobre la intensidad y duración de la desaceleración y, en general, sobre las condiciones en que se desenvolverá el contexto económico internacional y la economía española en los próximos trimestres. Aunque el *shock* causado por los atentados terroristas tendrá efectos transitorios sobre la actividad, el comienzo y la intensidad de la recuperación dependerán, en cierta medida, de la duración y el desarrollo de la respuesta bélica al ataque terrorista, así como de la reacción de los agentes económicos —consumidores y empresas— a esta situación de incertidumbre. La rápida respuesta de las autoridades económicas ha contribuido a superar los momentos iniciales de mayor tensión y, desde una perspectiva a medio plazo, la caída experimentada por los precios de los productos petrolíferos y de otras materias primas y la mejora consiguiente en las expectativas inflacionistas son una nota positiva en esta tesitura.

La reacción de las autoridades monetarias estuvo encaminada, en un primer momento, a asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros, ofreciendo toda la liquidez que fuera necesaria para ello. En este sentido, el día 12 el Eurosistema convocó una operación de ajuste para la inyección de liquidez en los mercados monetarios a muy corto plazo, operación que tuvo continuidad al día siguiente. Además, el Banco Central Europeo (BCE) realizó una operación *swap* con la Reserva Federal por importe de 50 mm de dólares para asegurar la disponibilidad de esta moneda en los mercados financieros europeos, que en todo momen-

GRÁFICO 1

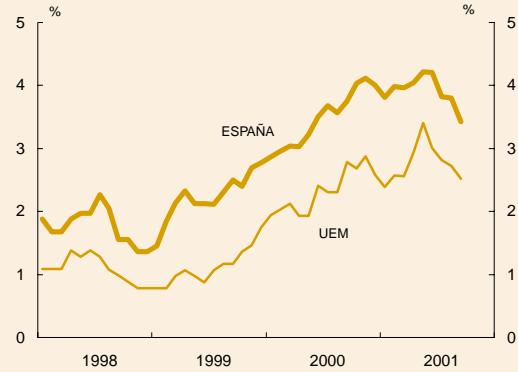
Producto interior bruto

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

(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.

(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo

Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

to siguieron funcionando con plena normalidad. Unos días después, el 17 de septiembre, un Consejo de Gobierno extraordinario del BCE acordó, en coherencia con una acción similar de la Reserva Federal, una reducción de los tipos oficiales de medio punto porcentual, hasta el 3,75%, donde se encuentran situados en este momento. Esta decisión tuvo un carácter excepcional, encaminada a proporcionar un entorno de seguridad que mitigara, en la medida de lo posible, el deterioro en las expectativas de los agentes económicos. Se encuadra, por tanto, dentro de la aplicación, en una coyuntura tan singular, de los criterios de estabilidad a medio plazo que rigen las decisiones de política monetaria del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la política fiscal, la reacción de las autoridades americanas fue también rápida, proporcionando un apoyo complementario a la economía a través de un incremento del gasto público, que ha reforzado la acción de la Reserva Federal, que recortó de nuevo el tipo de interés objetivo de los bonos federales el pasado 2 de octubre, hasta situarlo en el 2,5%. En Europa, con unas finanzas públicas menos saneadas en algunos países, los márgenes de actuación de que dispone la política fiscal se encuadran dentro de los postulados establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que permiten el juego de los estabilizadores automáticos en aquellas economías que han alcanzado un saldo presupuestario, al menos, cercano al equilibrio, mientras que en los demás casos, se deberán manejar las finanzas públicas de manera que se asegure la continuidad en el proceso de consolidación fiscal.

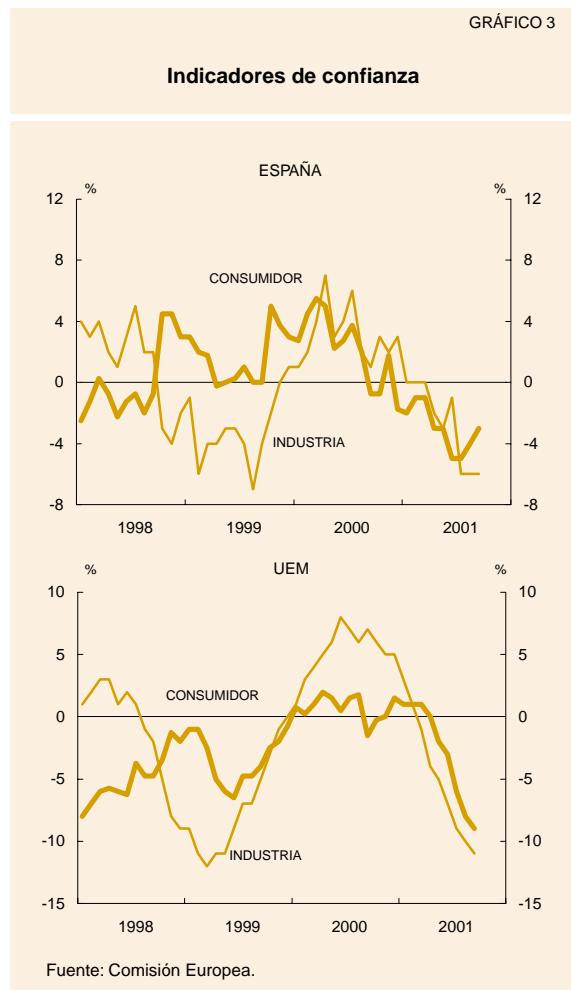
En el momento actual no se dispone aún de las cifras de cierre del tercer trimestre para las distintas economías y es escasa la información sobre indicadores posteriores al ataque del 11 de septiembre. En Estados Unidos, los datos publicados sobre los índices de confianza avanzan una drástica desaceleración del gasto de los consumidores en los próximos meses; este era el único componente de la demanda que mantenía —junto con el gasto público y la compra de viviendas— ritmos de crecimiento positivos, aunque descendentes, compatibles con un aumento en las tasas de ahorro. La previsible caída de este agregado, junto con el prolongado deterioro de la inversión privada y de las exportaciones —y, en general, de toda la actividad industrial—, acentúa los riesgos depresivos de la economía norteamericana. En cuanto al conjunto de las economías de la zona del euro, la mayoría de los indicadores muestran que se alcanzó un máximo cíclico a mediados del pasado año. Desde entonces, y de acuerdo con la información de las cuentas nacionales, ha sido el consumo privado —junto con el consumo público— la variable que ha mantenido un ritmo de crecimiento relativamente más sostenido, frente al progresivo empeoramiento de la inversión privada y las exportaciones; un patrón, por tanto, similar al de la economía norteamericana, aunque se ha desarrollado, lógicamente, con algún retraso y menor intensidad. Los primeros datos que empiezan a conocerse sobre opiniones de consumidores y clima empresarial en alguna de las grandes economías del área, tras los ataques terroristas, auguran una continuidad, al menos a corto plazo, de estas tendencias.

La tasa de crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en el conjunto de la zona euro se ha desacelerado en seis

décimas porcentuales a lo largo del tercer trimestre del año, quedando situada, el pasado mes de septiembre, en el 2,5%. Aunque esta desaceleración se ha concentrado, por el momento, en los componentes energético y de alimentos elaborados —sin que hayan flexionado todavía las tasas de los servicios y de los bienes industriales no energéticos—, el cambio en el panorama económico interno y la favorable evolución de los mercados de materias primas permiten pronosticar una progresiva aproximación a las cotas de estabilidad establecidas para el conjunto de la zona. En esta situación, y en un contexto de desaceleración en el ritmo de crecimiento de los agregados crediticios significativo, el tono de la política monetaria del Eurosistema fue haciéndose paulatinamente más laxo, con independencia de las acciones en respuesta al *shock* provocado por las acciones terroristas, ya mencionadas. De hecho, con anterioridad a esas acciones, el Consejo de Gobierno del BCE había acordado descensos de los tipos de interés de referencia de 25 puntos básicos en los meses de mayo y agosto pasados.

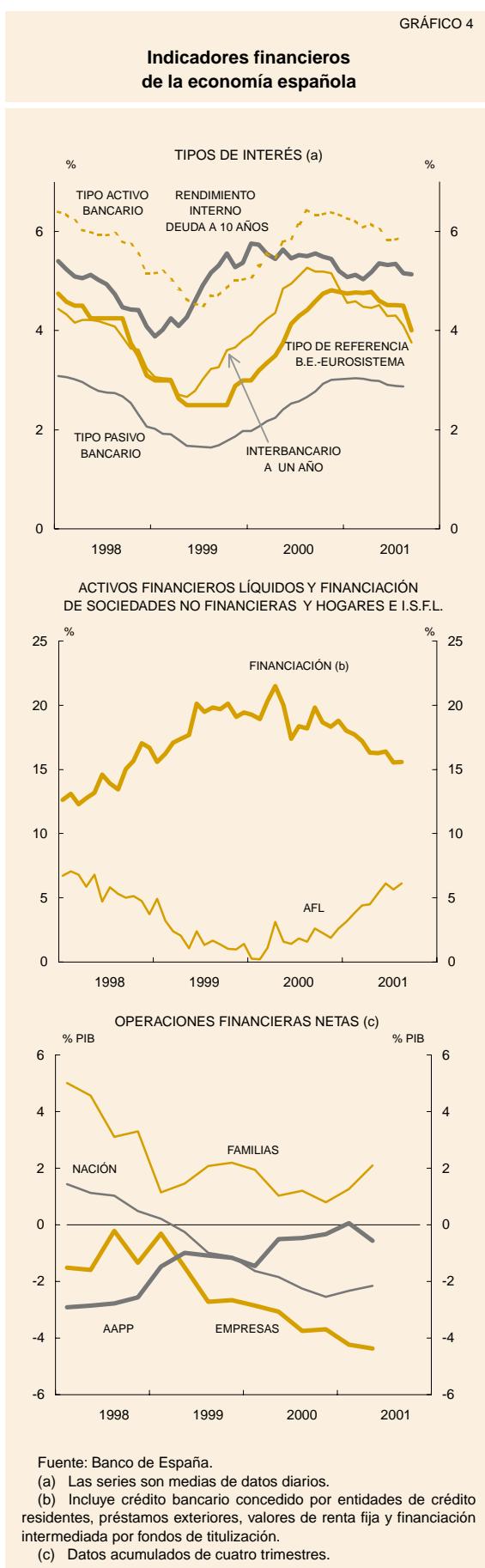
La economía española comparte las mismas tendencias en cuanto a desaceleración del crecimiento e inflexión de la tasa de inflación que la zona del euro, pero mantiene diferencias de nivel positivas en ambas tasas de variación. De esta forma, su ritmo de crecimiento sigue siendo superior al de la UEM, avanzando en el proceso de convergencia real, incluso en esta fase de desaceleración. El mantenimiento de un diferencial de crecimiento positivo con Europa es un hecho que no había tenido lugar en otras fases de desaceleración cíclica más recientes, que se caracterizaban, como es bien conocido, por drásticos ajustes a la baja para restaurar los desequilibrios que se habían generado durante la fase de auge. Este hecho diferencial hay que atribuirlo, en gran medida, a la integración en la Unión Monetaria, que ha protegido a la economía de ciertos elementos —aumentos de las primas de riesgo a largo plazo y movimientos de tipo de cambio— que hubieran contribuido a intensificar la desaceleración. Pero el hecho de pertenencia a un área monetaria común tiene también sus exigencias y, en este sentido, la persistencia de diferenciales de inflación positivos con los países de la zona puede terminar representando riesgos para la competitividad, para la creación de empleo y, en fin, para el propio proceso de convergencia.

Las exportaciones y la inversión en bienes de equipo son los dos agregados macroeconómicos que, como en otras áreas ya analizadas, han mostrado una mayor sensibilidad al deterioro del panorama económico general. Las exportaciones mantuvieron tasas de crecimiento



relativamente elevadas hasta que la desaceleración de los mercados abarcó el área comunitaria, después han registrado una creciente debilidad, que se extiende, aunque con menor intensidad, por el momento, al sector turístico. Se ha estimado que la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones de bienes y servicios durante el tercer trimestre se encontrará ligeramente por encima del 3%. En cuanto a la inversión en equipo, su pérdida de dinamismo comenzó mucho antes, y se agravó tan pronto como el cambio en el contexto internacional afectó a las expectativas empresariales. Es previsible que durante el tercer trimestre sigan registrándose tasas de variación negativas en este componente de la demanda.

El consumo y la inversión en construcción son, por tanto, las dos variables que sustentan, básicamente, el crecimiento de la economía española en el momento actual, pero mientras la primera está atenuando también su ritmo de aumento interanual, la segunda no, ya que el menor dinamismo de la demanda de viviendas se está viendo compensado por la fortaleza de la obra civil. En el promedio del tercer trimestre es posible que la tasa de crecimiento del con-



sumo privado se encuentre ligeramente por debajo del 2,5%, mientras que la de la inversión en construcción no diferirá, significativamente, de la del trimestre precedente (5,8%); tampoco se esperan cambios importantes en la modesta tasa de aumento que registró el consumo de las Administraciones Públicas en la primera mitad del año.

Los factores que determinan las decisiones de gasto de las familias —de consumo y de inversión— están teniendo un comportamiento diferenciado. La variable más relevante, la renta disponible, registra tasas de crecimiento real notables, aunque con tendencia a la desaceleración. Otros factores, como las pérdidas de riqueza o el empeoramiento en los niveles de confianza de los hogares, han incidido negativamente en la evolución del consumo real, mientras que la compra de viviendas se ha visto impulsada por su alta rentabilidad frente a otras inversiones, de carácter financiero, alternativas; y todo ello en un contexto de bajos tipos de interés reales que favorece el endeudamiento.

Como es bien sabido, el principal componente de la renta disponible de las familias es la remuneración de los asalariados y, dentro de ella, cobra una relevancia especial el aumento del empleo. El mantenimiento de un ritmo de crecimiento elevado de creación de nuevos puestos de trabajo ha sido, por tanto, un elemento fundamental en el sostenimiento de las rentas de los hogares, que tiende a ir moderándose a medida que se va atenuando el dinamismo del empleo. Pero, adicionalmente, los consumidores están tratando de recomponer sus tasas de ahorro, ante el descenso del valor de su riqueza financiera y la mayor incertidumbre sobre el comportamiento de sus ingresos en el futuro; este hecho, unido al comienzo de un cierto retramiento en la inversión en viviendas, ha determinado una mejora de la capacidad de financiación de las familias, que había alcanzado valores particularmente reducidos durante el pasado año. Los datos de avance de las Cuentas Financieras Trimestrales del segundo trimestre de 2001 muestran un aumento en el ahorro financiero de las familias que confirma estas apreciaciones y que, junto con la tendencia creciente del ahorro de las Administraciones Públicas, hacen que disminuyan las necesidades de financiación de la nación (véase gráfico 4).

Como resultado de todos estos factores, la economía española ha seguido moderando su ritmo de crecimiento real durante el tercer trimestre del año actual. Se estima que la tasa de aumento de la demanda nacional se habrá situado en valores del orden del 2,6%, siendo de mayor entidad la desaceleración de la deman-

da final —como consecuencia de la evolución de las exportaciones—, lo que, a su vez, explíca el menor dinamismo de la importación, cuya tasa de aumento real puede que supere solo muy ligeramente el 3,5%. Se habría producido, por tanto, un cambio en el patrón de crecimiento de la economía española con respecto al de los trimestres precedentes, ya que la demanda exterior neta dejaría de ser un factor impulsor del crecimiento y restaría un par de décimas porcentuales al aumento interanual del PIB real, cuya tasa de variación, como ya se anticipó, se habrá aproximado al 2,5%. No se dispone en el momento actual, prácticamente, de datos que recojan información posterior al 11 de septiembre, por lo que es aventurado anticipar las consecuencias que pueden haber tenido esos acontecimientos sobre el comportamiento de los agentes económicos; parece razonable esperar que, igual que en otras economías, se resientan los niveles de confianza de consumidores y empresarios; sin embargo, el comportamiento relativamente favorable de los mercados de valores en estas últimas semanas podría ser el indicio de una cierta serenidad, dentro de la inevitable incertidumbre en las decisiones de los mencionados agentes.

Los datos disponibles sobre la evolución del empleo en los meses del verano se corresponden con el comportamiento de las distintas ramas productivas, que prolongan las tendencias observadas en los dos trimestres precedentes: persistencia de la desaceleración de la actividad (y el empleo) en la industria y en los servicios y mayor firmeza en el sector de la construcción. Se aprecia una ligera recuperación en la productividad aparente del trabajo, que es especialmente relevante en la rama industrial.

Es importante, para que los efectos desaceleradores procedentes del exterior no se acentúen, que la economía española mantenga la intensidad relativa en la generación de empleo que ha puesto de manifiesto a lo largo de la reciente etapa expansiva, aunque esta se vaya acomodando, lógicamente, a una coyuntura menos favorable. Para ello, los salarios deben ajustar su ritmo de crecimiento a la situación de las empresas y dejar de incorporar aumentos transitorios de la tasa de inflación, pauta de comportamiento que tiende a ampliar los diferenciales de costes y precios de la economía española con respecto a los de los países de nuestro entorno, con la consiguiente contracción de márgenes en los sectores más expuestos a la competencia. La desaceleración que está teniendo lugar en la tasa de variación del índice de precios de consumo (IPC) y el cambio que se aprecia en las expectativas inflacionistas deben reflejarse, por tanto, en las negociaciones salariales, que han de enmarcarse en los niveles de estabilidad de precios a los que se

encaminan de nuevo las economías de la zona euro.

En el mes de septiembre, la tasa de crecimiento interanual del IPC se situó en el 3,4%, que contrasta con el 4,2% que se registraba en junio, al finalizar el trimestre precedente. La desaceleración abarca a la mayoría de los grupos, con las excepciones de los alimentos elaborados —que han acentuado su tasa de avance— y de los bienes industriales no energéticos —que no han variado su ritmo de crecimiento entre los meses de referencia—. La desaceleración experimentada por el índice energético es la de mayor entidad y está previsto, además, que continúe; pero es igualmente reseñable la que ha tenido lugar en los servicios, donde los cambios metodológicos en la cobertura de algunas de las partidas que lo componen hacen que haya aumentado su variabilidad. El diferencial entre las tasas de crecimiento de los precios de consumo en España y en el conjunto de la UEM fluctúa, desde hace más de dos años, en torno al punto porcentual, con cambios entre sus distintos componentes. En los últimos datos se aprecia que el diferencial tiende a reducirse en el componente de servicios, mientras que aumenta, ligeramente, en los bienes.

En cualquier caso, el hecho más relevante es que se ha producido un giro favorable en las expectativas inflacionistas mundiales que se encuentra asociado, en parte, a la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas, pero al que también contribuye la desaceleración de las tasas de crecimiento de las distintas economías. Ya se ha visto cómo las autoridades monetarias han reaccionado a este cambio de escenario a través del establecimiento de unas condiciones monetarias más holgadas, sobre todo tras el desencadenamiento de los dramáticos acontecimientos, cuya influencia todavía persiste. La economía española participa de esta situación, pero manteniendo diferenciales positivos en su ritmo de crecimiento y en su tasa de inflación con los países de nuestro entorno. Eso hace que las condiciones monetarias vigentes para los países de la zona del euro puedan seguir siendo holgadas para la economía española, donde el ritmo de crecimiento de los agregados crediticios, aunque tiende a flexionar claramente, sigue siendo relativamente elevado. Aunque los riesgos que suscita la holgura monetaria son menores en un contexto de desaceleración de la demanda y de reducción de la inflación, sigue siendo necesario que las restantes políticas económicas contribuyan a crear el entorno adecuado para el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y de la competitividad de la economía.

En este sentido, los datos más recientes sobre la evolución de las cuentas públicas —que

cubren ya tres trimestres del año— confirman que se alcanzará el equilibrio presupuestario programado para el cierre del ejercicio, aunque con algunas diferencias en su distribución por agentes: mayor déficit en las cuentas del Estado, donde el cambio en el entorno macroeconómico ha afectado a algunas figuras tributarias, y mayor superávit de la Seguridad Social.

Los Presupuestos Generales del Estado para el año 2002 prolongan la estrategia de política fiscal desarrollada en los últimos años, que ha permitido situar las finanzas públicas en la posición de equilibrio a medio plazo, tal como se entiende en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y recuperar el margen de maniobra necesario para que puedan actuar los estabiliza-

dores automáticos, ante un eventual deterioro de la situación económica. Pero todo ello preservando el tono neutral de la política fiscal, sin adoptar medidas discrecionales que aumenten el déficit estructural y que vendrían a sumarse al impulso monetario expansivo que se deriva de los últimos descensos de los tipos de interés. Esta pauta de comportamiento cobra una relevancia especial en el caso de la economía española, dada la elevada inercia que han mostrado en el pasado determinadas partidas del gasto público en momentos de desaceleración económica y el elevado coste que supone recuperar posteriormente una posición fiscal saneada, que resulta imprescindible para preservar un entorno de estabilidad macroeconómica y de crecimiento sostenido.

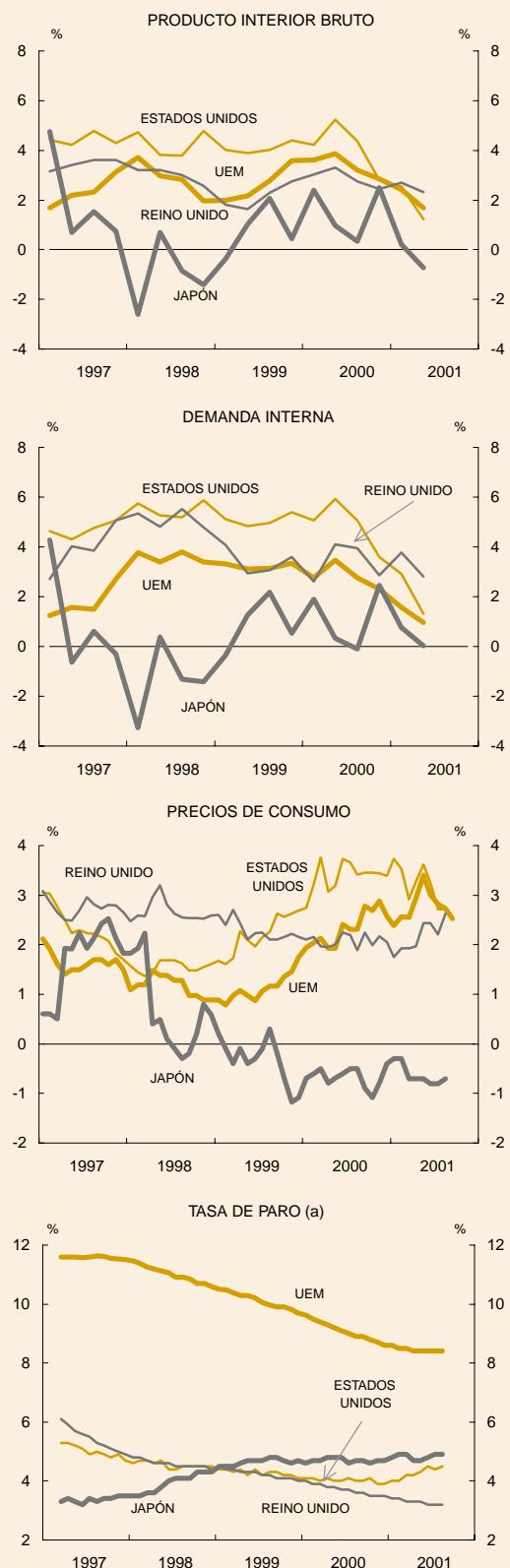
2. El entorno exterior del área del euro

La información disponible para el tercer trimestre de 2001 indica que las condiciones económicas en el entorno exterior del área euro han empeorado significativamente en el tercer trimestre, de manera especial después del atentado terrorista del 11 de septiembre. Este atentado y sus secuelas —todavía desconocidas— han aumentado considerablemente la incertidumbre y han generado una retracción general de las posiciones de riesgo por parte de los agentes. Esto se ha dejado notar en una menor propensión al gasto y en el aumento general de las primas de riesgo de los títulos privados y del riesgo país. Los últimos indicadores dan señales claramente recesivas en EEUU y aún más en Japón. En este clima de mayor aversión al riesgo y ralentización del comercio mundial las expectativas de crecimiento de los países emergentes han empeorado de forma sustancial, especialmente en Latinoamérica pero también en Asia.

Los datos definitivos del segundo trimestre en EEUU mostraron un avance del PIB positivo (0,3% trimestral anualizado), en gran parte gracias al dinamismo del gasto de las familias en consumo e inversión en viviendas, que son las partidas que han demostrado cierta sensibilidad a la fuerte bajada de los tipos de interés, pues los gastos en inversión productiva evolucionaron muy negativamente. Esta tónica se mantuvo en el mes de agosto, en el que además aparecieron signos (como el repunte de la producción industrial y la mejora del NAPM) de que la recesión de las manufacturas podría estar tocando fondo. Sin embargo, los indicadores posteriores, especialmente los que empiezan a reflejar parcialmente los efectos del atentado, mostraron un panorama muy distinto: las empresas están recortando gastos en plantilla (caída del empleo y fuerte subida de la tasa de paro hasta el 4,9%) y en capital (caída de bienes duraderos) y los consumidores empiezan a recomponer sus posiciones financieras hacia un mayor ahorro, pese a las devoluciones impositivas programadas. En cuanto a las empresas, su todavía precaria posición financiera y el exceso de capital instalado hacen pensar en que la recuperación de la inversión productiva será lenta.

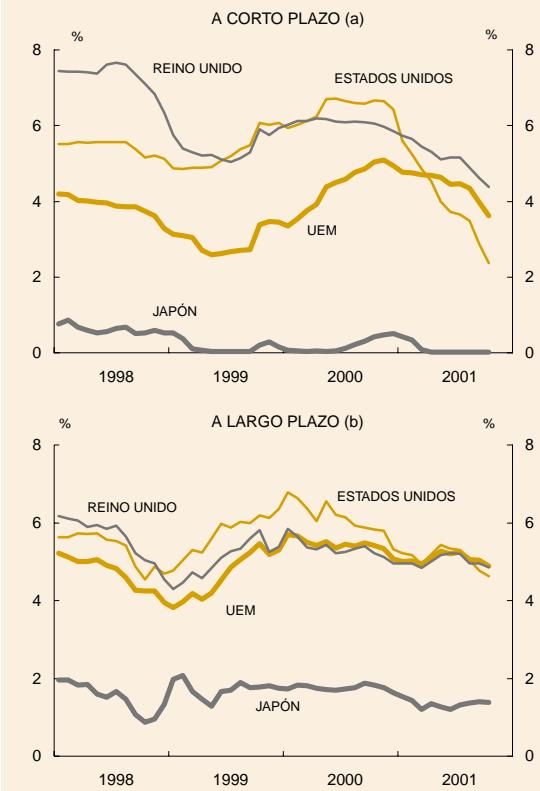
En un contexto como este, de debilidad de la demanda interna y externa, las tensiones inflacionistas se han moderado, como muestra la disminución del deflactor del consumo privado, que ha pasado del 2,6% al 2,2% en los dos primeros trimestres del año y, sobre todo, la desaceleración de los precios de producción, que han reducido su tasa interanual de crecimiento desde cotas cercanas al 5% a principios de año a un 1,6% en septiembre; además, algunos componentes del índice, como son las tasas

GRÁFICO 5

**Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales**


Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.
(a) Porcentaje de la población activa.

GRÁFICO 6

Tipos de interés

Fuente: Banco de España.

(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. A partir de 1999: EURIBOR a tres meses.

(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

subyacentes de los bienes intermedios y las materias primas llevan 4 meses en tasas negativas. También el IPC ha mostrado una mayor moderación, del 3,7% interanual de enero al 2,6% de septiembre, aunque la tasa subyacente se ha mantenido en el entorno del 2,5% desde enero.

La desaceleración de precios ha concedido un margen adicional a la Reserva Federal para seguir actuando contra las tendencias recesivas y el aumento de la incertidumbre, margen que la autoridad monetaria norteamericana ha aprovechado: el tipo de los fondos federales bajó 0,25 puntos en agosto y dos veces, en 0,50 puntos, tras los atentados, hasta situarse en el 2,5%. Este no solo es el nivel más bajo desde 1964, sino que también se trata de la bajada más agresiva, ya que a principios de año los tipos estaban en el 6%. En los días posteriores al atentado la Reserva Federal, de manera coordinada con los principales bancos centrales, acudió al mercado para suministrar la liquidez suficiente para evitar tensiones. La ac-

tución expansiva de la política monetaria se ha acompañado por un paquete fiscal de estímulo a la demanda que muy probablemente rondará el 1,5% del PIB en 2002, lo que, junto con el empeoramiento de las perspectivas económicas para el año que viene, eliminaría el superávit fiscal previsto. Los rendimientos de los títulos públicos americanos a más largo plazo han caído, pero mucho menos que proporcionalmente, por lo que la pendiente de la curva de rendimientos se ha empinado de forma sustancial.

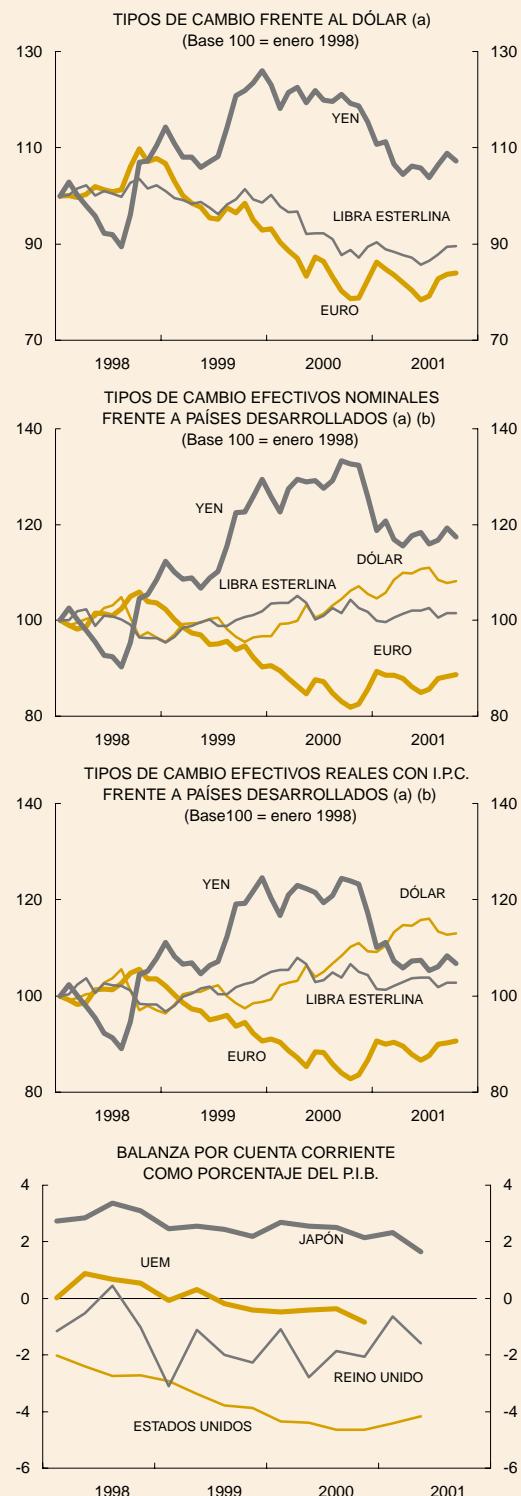
La reducción de tipos de interés y el paquete fiscal que se espera se apruebe en breve han tenido un efecto positivo sobre las expectativas de los mercados financieros y han contribuido a estabilizar las bolsas, tras las fuertes caídas después del 11 de septiembre. También el dólar, tras una fuerte depreciación frente a las principales monedas, debido a la incertidumbre extendida por el atentado, se ha recuperado posteriormente con relación al euro, situándose en cotas próximas a 0,90 dólares/euro.

En Japón, el PIB real descendió en el segundo trimestre de 2001 —por primera vez en el año— un 0,8% trimestral no anualizado y un 0,7% interanual, empujado tanto por la demanda externa como por la interna. Los factores principales de descenso fueron las caídas trimestrales de la inversión privada (3,9%) y de las exportaciones (2,9%), en tanto que el consumo privado mantuvo su relativa atonía, con un pequeño aumento trimestral (0,5%). Los principales indicadores de actividad del tercer trimestre mostraron una evolución todavía más negativa, en conjunto, que en el trimestre anterior, lo que anticipa una nueva caída del PIB real. Hay que destacar el continuado descenso del índice sintético de actividad, de la producción industrial, de la capacidad productiva y de las carteras de pedidos de la industria. De igual modo, los índices de clima empresarial siguen cayendo (encuesta Tankan), especialmente en grandes empresas manufactureras. El paro ascendió al 5% en agosto, nivel muy alto para los niveles a los que está acostumbrado el país. Los precios de consumo registraron caídas interanuales del 0,8% y 0,7% en julio y agosto.

En cuanto a la política monetaria, la nueva estrategia introducida en marzo por el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés de mercado a corto plazo en niveles muy cercanos a cero y elevó ligeramente el crecimiento interanual de la oferta monetaria, pero no ha conseguido hacer salir a Japón de la deflación, que era su objetivo implícito, ni tampoco relanzar el crédito al sector privado, que ha seguido cayendo a tasas del 3%. La rentabilidad de la deuda a diez años ha aumentado ligeramente.

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.

(a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.

(b) La línea «euro» se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

Aunque los niveles son muy bajos, la deflación sitúa los tipos de interés reales en cotas excesivas para la recesión actual. Por su parte, el mercado de renta variable sufrió un empeoramiento de las expectativas que llevó al índice Nikkei a caer un 20% entre junio y octubre. El yen se apreció temporalmente en agosto y en la primera mitad de septiembre, en buena parte por el reflujo de capitales para cerrar balances semestrales de empresas y, tras el 11 de septiembre, por la debilidad del dólar, estabilizándose en torno a los 120 yenes/dólar en la primera quincena de octubre.

En el Reino Unido, la fortaleza del consumo privado, impulsada por los bajos tipos de interés, el aumento del precio de las viviendas y el bajo desempleo, ha mantenido el crecimiento del PIB británico no muy distante de su tendencia, a pesar de la desaceleración global y de la recesión del sector industrial. Sin embargo, empieza a haber signos de que la desaceleración se está extendiendo de la industria al resto de la economía. En particular, indicadores recientes del sector servicios muestran una clara ralentización, lo que llevaría a un crecimiento menor y a un aumento del desempleo. Por su parte, la inflación se ha desacelerado; aunque los precios al por menor registraron una ligera aceleración respecto a los primeros meses del año, se sitúan por debajo de la meta del Banco de Inglaterra, en un 2,3% en septiembre, excluyendo hipotecas, y en un 1,3% para la tasa armonizada. Además, los precios de producción, con un -0,2% interanual en septiembre, dan claras muestras de desaceleración. La amenaza inflacionista más grave es el dinamismo de los salarios, que sigue avanzando a tasas superiores al 4%. El Banco de Inglaterra ha sido prudente en su trayectoria de bajadas de tipos, con dos reducciones del *base rate* de 0,25 puntos en agosto y septiembre, hasta situarlo en un 4,75% (frente al 6% a finales de 2000).

En cuanto a los países en transición, el estancamiento de la economía mundial, junto con la rápida apreciación real de algunas monedas, ha frustrado las esperanzas de una recuperación basada en las exportaciones para este año. Los últimos datos de actividad han mostrado una ralentización generalizada en la región. Las condiciones monetarias y fiscales han sostenido la demanda interna en la zona, aunque al precio de unos mayores déficit fiscales y por cuenta corriente. Rusia muestra un crecimiento resistente, que podría superar el 5% para final de año, apoyado por amplios superávit públicos y por cuenta corriente y por elevadas reservas de divisas.

A lo largo del segundo y tercer trimestre de 2001 se intensificó la desaceleración de la demanda externa en las economías de los países del sudeste de Asia —excepto China—, lo que acentúa la evolución negativa que se había iniciado a finales del pasado año, como consecuencia de la progresiva caída del ritmo de crecimiento de Estados Unidos y Japón. Este proceso se ha acelerado a partir del 11 de septiembre, especialmente en las economías más abiertas —Hong Kong y Singapur, especialmente, aunque también Corea del Sur—, que ya registraron caídas trimestrales del PIB en términos reales durante el segundo trimestre del año. Todo ello ha forzado a los gobiernos de la gran mayoría de los países del área a relajar sus políticas económicas.

En Latinoamérica, el deterioro de la economía mundial y el ataque del 11 de septiembre han tenido una incidencia acusada, aunque diferente en cada país, en función del canal de transmisión dominante (comercial o financiero). En Argentina han persistido durante el trimestre los serios problemas internos, que llevaron a una fuerte caída de depósitos y reservas en julio y agosto. Tras el compromiso, sancionado por ley, de respetar el equilibrio presupuestario estrictamente y un paquete de rescate del FMI, la situación tendió a estabilizarse, aunque las dudas sobre el cumplimiento fiscal y la cercanía de las elecciones provocaron en octubre nuevos aumentos en los spreads, retiros de depósitos y pérdida de reservas. Adicionalmente, las principales agencias de calificación crediticia han vuelto a rebajar la calificación de la deuda argentina. En Brasil, el nuevo entorno mundial ha provocado una reducción de los flujos de capitales. El Banco Central de Brasil ha mantenido los tipos de interés y ha intentado combatir las presiones devaluatorias con intervenciones en los mercados de cambios y medidas de restricción de la liquidez. La economía mexicana se ha visto muy afectada por la desaceleración de EEUU a través del canal comercial. La actividad industrial, ligada estrechamente al sector exportador, continúa mostrando tasas negativas de crecimiento (-4,2% entre junio y agosto), situación que previsiblemente se agravará a raíz de los efectos del ataque terrorista sobre la actividad económica en los EEUU y el comercio internacional. La fuerte correlación entre exportaciones e importaciones (debido a la actividad de ensamblaje de materias primas importadas y exportadas a EEUU) ha hecho que la desaceleración estadounidense no se traduzca en un empeoramiento excesivo del desequilibrio comercial, ya que tanto las importaciones como las exportaciones se han moderado.

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

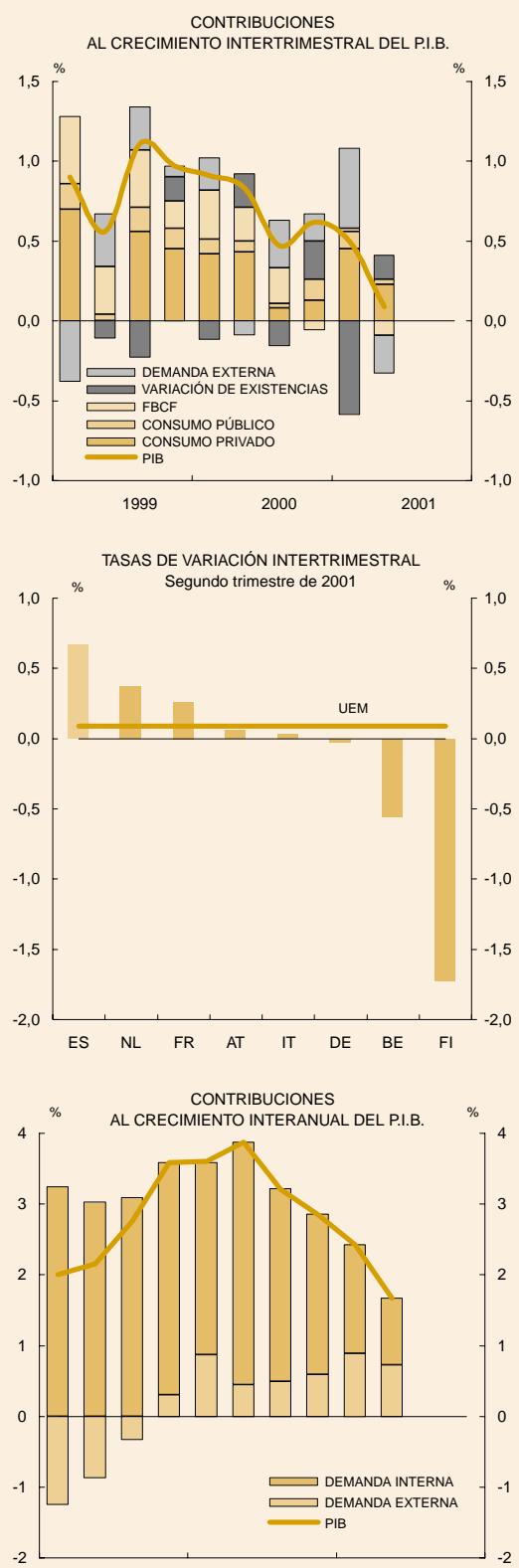
La información disponible sobre la evolución de la actividad económica en el área del euro referida al tercer trimestre señala un ritmo de avance débil en dicho período, junto con indicios de un deterioro significativo a partir de los ataques terroristas del 11 de septiembre. La intensa y prolongada desaceleración del comercio internacional está retrayendo las exportaciones y moderando las expectativas de demanda y, por lo tanto, de la inversión. A su vez, el empeoramiento de la confianza de los consumidores, el descenso acumulado por las cotizaciones de los activos bursátiles y el menor dinamismo del empleo parece estar incidiendo negativamente sobre el consumo, a pesar del estímulo que suponen las reducciones impositivas recientes y la disminución del precio del petróleo. Por lo tanto, la ausencia de datos que apuntaran a una significativa recuperación de la actividad con anterioridad al 11 de septiembre, junto con los efectos previsibles de los atentados y de sus secuelas bélicas, ha propiciado una revisión a la baja de las tasas de crecimiento del PIB previstas por numerosos organismos oficiales para este año y, sobre todo, para 2002. Sin embargo, si el conflicto evoluciona dentro del marco previsto, resulta improbable que estos sucesos tengan un efecto duradero sobre la actividad económica, dada la fortaleza de los fundamentos económicos del área del euro. En todo caso, la debilidad de la demanda y la progresiva atenuación de los efectos de los *shocks* de oferta derivados del encarecimiento del petróleo y de la crisis en el sector cárnico sobre los precios han repercutido en una mejora de las perspectivas inflacionistas. En este escenario, el BCE redujo en dos ocasiones los tipos de interés oficiales durante el tercer trimestre, en una cuantía acumulada de tres cuartos de punto, de manera que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en la actualidad en el 3,75%.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional de la UEM del segundo trimestre de 2001, el PIB creció un 0,1% en términos intertrimestrales, la tasa más baja observada desde la segunda mitad de 1995. En términos interanuales, la pérdida de impulso se tradujo en un aumento del producto del 1,7%, siete décimas menos que en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Detrás de este moderado crecimiento intertrimestral se encuentra una desaceleración del consumo, de la inversión y, especialmente, de la demanda exterior neta, consecuencia de una reducción más intensa de las exportaciones que de las importaciones. La mayor contribución de la variación

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

de existencias al producto compensó parcialmente los efectos anteriores.

En los datos de contabilidad nacional disponibles por países para el segundo trimestre de 2001 se constata, en general, la pauta de desaceleración del producto, visible en los datos agregados del área del euro. Entre las economías más grandes cabe señalar la mayor debilidad de la actividad en Alemania e Italia, donde el crecimiento fue nulo en términos intertrimestrales. Resulta interesante observar que, en estos dos países, el consumo privado se mostró relativamente resistente, al tiempo que la formación bruta de capital fijo registró, especialmente en Alemania, un retroceso muy significativo. Por otra parte, en Francia y en España se observó un dinamismo algo mayor del producto, mientras que el deterioro ha sido especialmente notable en algunos países de menor dimensión, como Bélgica y Finlandia.

La desaceleración de la actividad económica en el segundo trimestre del año 2001 afectó de forma muy intensa a las ramas de industria (incluida la energía), construcción y servicios de comercio, transporte y comunicaciones. El resto de las ramas de servicios mostró, sin embargo, una evolución intertrimestral similar a la del período precedente. La moderación de la actividad productiva en el segundo trimestre se tradujo en una reducción del ritmo de crecimiento del empleo, que aumentó en torno a un 0,2% intertrimestral, o un 1,5% interanual, es decir, casi medio punto por debajo de la tasa del trimestre anterior. Esta evolución del producto y del empleo supone un crecimiento casi nulo de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre.

La información coyuntural de la situación económica del área del euro correspondiente al tercer trimestre de 2001 apunta a una continuación de la debilidad en el ritmo de avance de la actividad económica de la zona. Así, tras la existencia de algunos signos positivos a lo largo de los meses de julio y agosto, los últimos datos disponibles resultan más desfavorables. Destacan, en particular, las encuestas de confianza industrial y servicios de la Comisión Europea, que arrojan un deterioro en agosto y septiembre, a pesar de no recoger los efectos del atentado terrorista, y, más recientemente, el índice de directores de compras de la industria manufacturera, elaborado tras el 11 de septiembre, que muestra un descenso muy marcado. Por su parte, a pesar del dato favorable de agosto, la media del índice de producción industrial en los meses de julio y agosto se contrajo ligeramente en relación con el segundo trimestre.

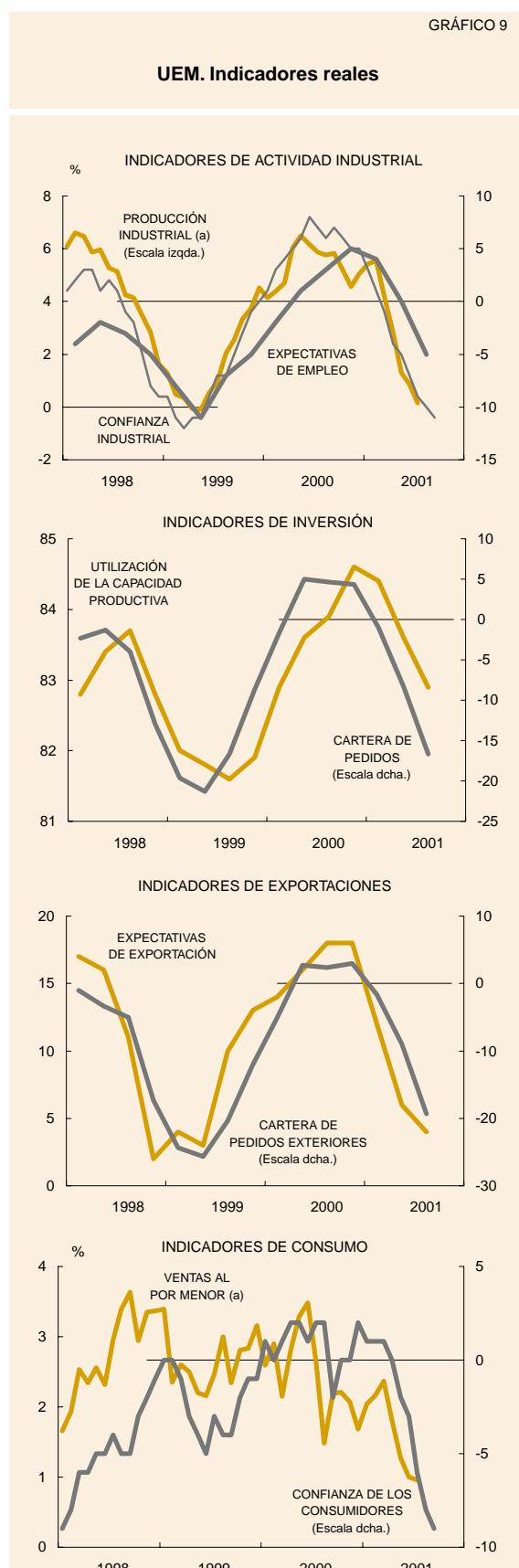
Como se observa en el gráfico 9, los indicadores coyunturales de consumo privado señalan una pérdida de tono adicional de este agregado en relación con el primer semestre del año. Esto sería coherente con el impacto negativo sobre la riqueza de las familias de la caída de las cotizaciones en los mercados de renta variable y con el clima de elevada incertidumbre, que puede estar estimulando el ahorro de las familias por precaución. En lo que se refiere a la renta disponible, los recortes impositivos introducidos a lo largo del año están siendo parcialmente compensados por la moderación que está registrando el proceso de creación del empleo. Además, según la encuesta de la Comisión Europea, en el tercer trimestre se ha observado una disminución de la confianza de los consumidores sobre su situación financiera durante los próximos meses.

Por su parte, los indicadores de inversión y exportaciones disponibles señalan un ritmo de avance muy débil de ambos componentes de la demanda final en el tercer trimestre. Así, las expectativas de exportación, el grado de utilización de la capacidad productiva y la cartera de pedidos de la industria, total y exterior, se redujeron de nuevo en el tercer trimestre. Además del impacto sobre la inversión de las menores expectativas de demanda, la incertidumbre sobre la evolución del contexto internacional puede suponer un retraso en las decisiones de inversión y, por lo tanto, un deterioro adicional de esta variable.

En lo que se refiere al mercado de trabajo, los indicadores de empleo procedentes de las encuestas de opinión presentan, de forma generalizada, una evolución desfavorable en el tercer trimestre del año, que, sin embargo, no se ha evidenciado todavía en las cifras de desempleo. Así, la tasa de paro de la UEM se situó en julio y agosto en el 8,3%, una décima menos que en el segundo trimestre.

En síntesis, el panorama expuesto apunta a un crecimiento del producto cercano a cero en lo que resta de año, en gran parte ligado al sensible deterioro del entorno internacional tras los atentados terroristas, pero, también, a los efectos, de mayor magnitud de lo previsto inicialmente, de la desaceleración de la economía de Estados Unidos sobre la zona del euro. En cualquier caso, con todas las cautelas oportunas, resulta probable que, a partir de finales de este año, la economía del área inicie una senda de recuperación.

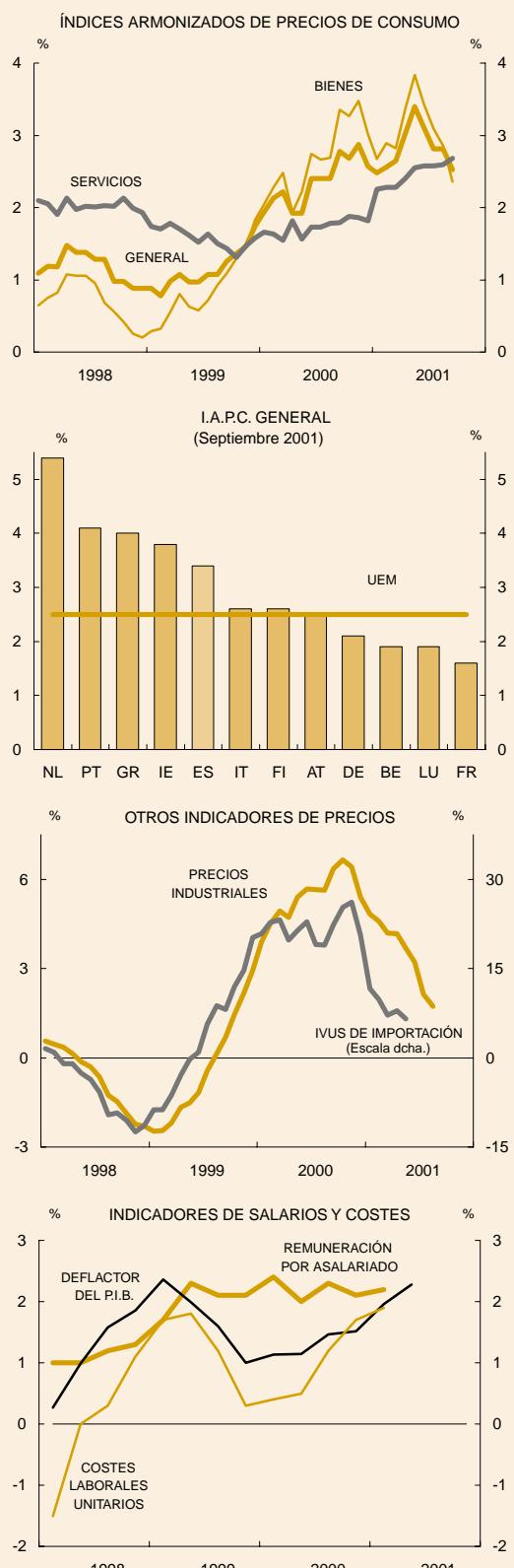
Los distintos indicadores de precios del área han mostrado una moderación de las tensiones inflacionistas a lo largo del tercer trimestre. Esta evolución se debe, en gran parte, a la pro-



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 10

**UEM. Indicadores de precios, salarios y costes
Tasas de variación interanuales**


Fuentes: Eurostat y BCE.

gresiva desaparición de los efectos de los *shocks* de oferta derivados del aumento de los precios del petróleo y de los alimentos acaecidos el pasado año. Por lo que respecta a la determinación de los precios interiores, solo se dispone de información de los costes laborales unitarios de algunos países integrantes de la UEM hasta el segundo trimestre de 2001. Según esta información, los costes laborales unitarios crecieron alrededor de un 2% en términos interanuales, ligeramente por encima de la tasa del trimestre anterior. Por consiguiente, dado que el deflactor del PIB aumentó, en igual período, un 2,5%, podría haberse producido una cierta ampliación de los márgenes empresariales, tras dos trimestres consecutivos de moderada contracción (véase gráfico 10).

En cuanto a la evolución de los precios de consumo, en septiembre de 2001, la inflación en la UEM, medida en términos de la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en el 2,5%, seis décimas por debajo de la cifra registrada en junio. La evolución favorable de los precios de consumo durante el tercer trimestre se debió a una importante desaceleración de los componentes más volátiles y, dentro de estos, sobre todo a la energía, que pasó a registrar ritmos de variación negativos. En cambio, las tasas de aumento del resto de componentes mostraron un ligero avance a lo largo del tercer trimestre, lo que provocó un pequeño repunte de la inflación subyacente, medida por el índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados (IPSEBENE), hasta el 2,4% en septiembre. Aunque en la mayor parte de los países se han producido mejoras en el comportamiento de los precios entre junio y septiembre, el diferencial de inflación entre los países con mayor y menor inflación (Francia y Holanda, respectivamente) ha aumentado de 2,9 a 3,8 puntos porcentuales.

Cabe también destacar la favorable evolución del índice de precios industriales (IPRI) en los meses de julio y agosto, que se situó en el 1,7% en este último mes, un punto y medio por debajo de la tasa de junio. Tras esta mejora se encuentra la importante desaceleración de los precios de los bienes intermedios y de la energía y, de forma más leve, de los bienes de consumo. La atenuación de la inflación de los bienes industriales destinados al consumo augura una moderación de la evolución de los precios finales de consumo en los próximos meses. Por otro lado, el previsible debilitamiento de los precios de importación, por la ausencia de depreciaciones adicionales y, tal como se expone en el recuadro 1, por el menor coste energético, contribuirá a que la tasa de inflación de la zona del euro continúe su trayectoria descendente, siempre que en las nuevas rondas de negociación

RECUADRO 1

Perspectivas sobre el precio del petróleo

En los días inmediatamente posteriores al ataque terrorista del 11 de septiembre en Estados Unidos, los precios del petróleo registraron un fuerte repunte en todos los plazos de negociación, más acusado en el segmento de contado, que, sin embargo, fue de corta duración. De hecho, el día 17 de septiembre los precios habían vuelto a los niveles previos al atentado. Posteriormente, se ha observado una súbita caída de las cotizaciones del barril, que ha situado el precio de la variedad Brent, negociada en el mercado de Londres, en el entorno de los 20-21 dólares, esto es, un 20% por debajo del nivel medio de agosto. En la medida en que el mantenimiento de los precios de esta materia prima en sus niveles actuales durante un período suficientemente dilatado contribuiría a moderar los efectos contractivos del *shock* de demanda provocado por la acción terrorista y a contener los precios de consumo, resulta relevante analizar la situación y las perspectivas actuales del mercado del petróleo.

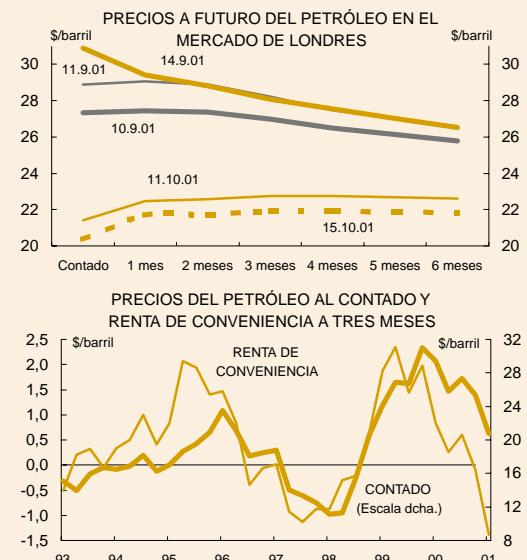
Desde mediados de septiembre, se viene observando un desplazamiento a la baja y un aplanamiento de la curva de precios por plazos en el mercado petrolífero, que contrasta con la inclinación negativa que presentaba durante los días posteriores a la acción terrorista (véase gráfico superior). La disminución del nivel y la pendiente de esta curva constituyen un indicio de cambios significativos en la percepción de los operadores del mercado con respecto a la evolución previsible de los precios. En efecto, en el precio de los futuros de petróleo pueden identificarse tres componentes básicos: un factor de expectativas, los costes de almacenamiento y una renta de conveniencia. Esta última es una variable no observable que mide el valor económico que se asigna a la «conveniencia» de disponer de un volumen suficiente de crudo almacenado para atender los requerimientos de la producción y del consumo durante un espacio de tiempo. La renta de conveniencia está positivamente correlacionada con el grado de incertidumbre, ya que cuanto más incierta sea la regularidad de los abastecimientos, mayor será su valor.

La reducción de las expectativas sobre la evolución de los precios del petróleo, tal como señala la corrección a la baja de los precios de futuro entre mediados de septiembre y mediados de octubre que se observa en el gráfico superior, se explica por la conjunción de factores de demanda y de oferta. Por un lado, la desaceleración económica mundial tenderá a moderar significativamente la demanda de petróleo. La Agencia Internacional de la Energía (AIE), que ha venido recortando sus previsiones de crecimiento de la demanda mundial de crudo en 2001 y 2002 desde principios de año, ha vuelto a revisarlas a la baja en su primer informe posterior a la acción terrorista. En cuanto al lado de la oferta, la información disponible apunta a que, en el contexto actual, las consideraciones de medio plazo están teniendo un peso significativo en el proceso de toma de decisiones de la OPEP. Así, el mantenimiento de su cuota de mercado y la necesidad de no contribuir a retrasar una recuperación rápida y duradera de la actividad económica mundial, de la que sus economías son muy dependientes, son dos objetivos que podrían ponerse en peligro si se intentase forzar una vuelta de los precios hacia el nivel de referencia de 25 dólares/barril (1) establecido por la organización en una coyuntura económica muy diferente. Se estima que la producción actual de la organización supera en un 5% la cuota máxima fijada en su reunión de julio y, aunque el precio de su cesta de referencia se ha situado persistentemente por debajo del límite inferior de intervención de 22 dólares/barril, no se ha activado el recorte de la producción de 500.000 barriles/día diseñado para estabilizar el mercado. Por otra parte, los diversos esfuerzos desplegados por algunos países miembros para concertar una respuesta común a esta situación (2), implicando también a algunos países productores no miembros de la OPEP, como México, Noruega y Rusia, han resultado infructuosos. Por lo tanto, los factores de demanda y de oferta son coherentes con una percepción de mantenimiento de la moderación del precio del crudo en el próximo futuro.

Además, la evolución estimada de la renta de conveniencia sugiere la presencia de una escasa incertidumbre con respecto a la disponibilidad de crudo en los próximos meses. Así, en el gráfico inferior se han trazado, desde finales de 1993, la evolución de la media trimestral de los precios del crudo al contado y del valor implícito de la renta de conveniencia (3), calculada suponiendo fijos los costes de almacenamiento. En el mismo puede apreciarse una elevada correlación entre ambas variables e, incluso, cierta evidencia de que los puntos de giro de la renta de conveniencia tienden a anticipar los de los precios al contado. Así, por ejemplo, desde 1996 el valor medio trimestral implícito de la renta de conveniencia inició una evolución descendente, alcanzando un mínimo en el segundo trimestre de 1998, que se adelantó, con algunas oscilaciones, al ciclo de los precios medios del crudo. Esa relación es igualmente observable en el período alcista posterior y, más recientemente, en la fase de moderación que se inició a mediados de 2000. Nótese que su valor actual se sitúa incluso por debajo del mínimo de 1998.

Por consiguiente, del análisis anterior se extraen argumentos que justificarían el mantenimiento de los precios del petróleo en torno a los niveles actuales o, tal vez, ligeramente inferiores, en el próximo futuro. De todos modos, la cohesión interna de la OPEP, aunque podría haberse debilitado algo recientemente, podría recuperarse con cierta rapidez en un contexto de precios a la baja. Además, los países productores de petróleo no pertenecientes a esa organización ya han mostrado su intención de evitar un desplome de los precios similar al de 1998. Ambos argumentos hacen, al menos, poco probable una caída persistente de las cotizaciones del crudo muy por debajo de los niveles actuales. En cualquier caso, la imposibilidad de anticipar en la actualidad el desarrollo político-militar del conflicto aconseja tomar estas conclusiones con la máxima cautela.

Mercado de petróleo de Londres



Fuente: International Petroleum Exchange.

(1) Precio de su cesta de referencia, que suele oscilar entre 1 y 2 \$ por debajo de la cotización del Brent en Londres.

(2) Que podría suponer ajustes de la producción o una revisión a la baja de la banda de referencia, manteniendo o no su amplitud actual. Esta segunda opción sería coherente con la evolución previsible de los principales determinantes del precio del crudo.

(3) El dato del cuarto trimestre de 2001 corresponde a la media de los datos diarios de la primera quincena de octubre.

CUADRO 1

Administraciones Públicas del área del euro: saldos presupuestarios (a)

% del PIB

	1997	1998	1999	2000	2001 (b)
Bélgica	-1,9	-0,9	-0,7	0,1	0,2
Alemania	-2,7	-2,2	-1,6	-1,3	-1,5
Grecia	-4,0	-2,5	-1,8	-1,0	0,5
España	-3,2	-2,6	-1,2	-0,4	0,0
Francia	-3,5	-2,6	-1,6	-1,4	-1,0
Irlanda	0,7	2,1	3,9	4,5	4,3
Italia	-2,7	-2,8	-1,8	-1,5	-0,8
Luxemburgo	3,6	3,3	2,3	4,1	2,6
Holanda	-1,1	-0,8	0,4	1,5	0,7
Austria	-1,7	-2,3	-2,1	-1,1	-0,8
Portugal	-2,6	-1,9	-2,0	-1,8	-1,1
Finlandia	-1,5	1,3	1,9	6,9	4,7
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario	2,5	2,6	3,0	3,2	3,3
Saldo total	-2,7	-2,2	-1,3	-0,8	-0,6
Deuda pública	74,7	73,1	72,7	70,2	67,7

Fuente: FMI.

(a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+).

(b) Objetivos de los programas de estabilidad que fueron presentados entre septiembre de 2000 y enero de 2001.

ción previstas para el próximo año en varios países se acuerden incrementos moderados de los salarios.

Según las estimaciones del BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente del área del euro se redujo, en los primeros siete meses de 2001, a 15,3 mm de euros, lo que supone una mejora respecto a los 23,2 mm de euros registrados en el mismo período de 2000. Esta disminución se debe, principalmente, al considerable incremento del superávit de la balanza de bienes (de 18,2 mm de euros a 34,7 mm de euros), que fue superior al aumento, en 7,6 mm de euros, del déficit de la balanza de rentas. Los déficit acumulados de las balanzas de servicios y de transferencias corrientes experimentaron tan solo un leve avance. El creciente superávit acumulado de la balanza de bienes se debió a un incremento de las exportaciones superior al de las importaciones (12,9%, frente al 10,1%, respectivamente).

De acuerdo con la información disponible acerca de la evolución de la ejecución presupuestaria en el período transcurrido del año, es probable que muchos países no alcancen los objetivos de déficit público establecidos en sus programas de estabilidad (véase cuadro 1). Estos deslizamientos son, en gran medida, el resultado de la evolución desfavorable tanto de

los gastos como, en particular, de los ingresos, que se derivan, sobre todo, del impacto de la desaceleración, superior a la prevista, de la actividad económica. Sin embargo, es posible que, en la vertiente de los ingresos, se haya producido una infraestimación de los efectos de las reformas impositivas introducidas al comienzo del ejercicio sobre la recaudación. Por el lado del gasto, resulta relevante señalar que las desviaciones previsibles para este año se unen a los deslizamientos recurrentes registrados en algunos países en años recientes.

En Italia, el borrador de presupuestos para el año 2002 mantiene el objetivo, contenido en el programa de estabilidad del pasado año, de alcanzar un déficit del 0,5% del PIB. Para lograr este objetivo, el texto prevé un recorte generalizado del gasto, junto con aumentos de ingresos que provendrían, entre otras fuentes, de una amnistía fiscal parcial. En Francia, por el contrario, el déficit de 2002 alcanzaría, de acuerdo con el borrador de presupuestos, el 1,4% del PIB —en lugar del 0,6% proyectado en el programa de estabilidad presentado en diciembre de 2000—. Los presupuestos incluyen medidas no previstas con anterioridad, como ayudas directas a los sectores afectados por la crisis y reducciones en los impuestos soportados por las rentas salariales más bajas y en el impuesto de sociedades (bajo la forma de una amortiza-

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	1999	2000	2001				
	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP

MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	6,3	4,8	5,1	6,3	6,5	6,7	7,6	
M1	10,7	5,2	2,9	4,0	3,5	3,7	5,2	
Crédito al sector privado	10,3	10,1	8,5	8,4	8,1	7,6	6,9	
ESPAÑA								
Activos financieros líquidos	1,4	2,6	5,4	6,1	5,6	6,3	6,5	
Medios de pago	12,7	4,4	3,6	4,6	3,5	3,5	3,5	
Financiación al sector privado	19,4	18,8	16,3	16,4	15,5	15,9	14,2	
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	3,04	4,83	4,65	4,54	4,51	4,49	3,99	3,83
EURIBOR a tres meses	3,44	4,94	4,64	4,45	4,47	4,35	3,98	3,62
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,32	5,07	5,26	5,21	5,25	5,06	5,04	4,89
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,04	0,25	0,18	0,12	0,05	-0,03	-0,26	-0,29
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,22	0,31	0,31	0,33	0,33	0,34	0,31	0,29
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,98	2,91	2,88	2,87	2,67	
Tipo sintético activo	5,03	6,35	6,04	5,84	5,83	5,89	5,55	
Tipo de cambio dólar/euro	1,011	0,897	0,874	0,853	0,861	0,900	0,911	0,913
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	39,5	-5,9	-6,5	-10,4	-13,4	-19,7	-30,5	-28,2
Índice General Bolsa de Madrid	16,2	-12,7	3,8	-2,2	-6,0	-8,2	-18,0	-13,9

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

(c) Media del mes hasta el día 16 de octubre de 2001.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 15 de octubre de 2001.

ción excepcional del 30% de las inversiones realizadas antes del final del primer trimestre de 2002). Por último, en Alemania, la adaptación de las previsiones macroeconómicas al nuevo escenario ha forzado un retraso en la presentación de los presupuestos para el próximo año.

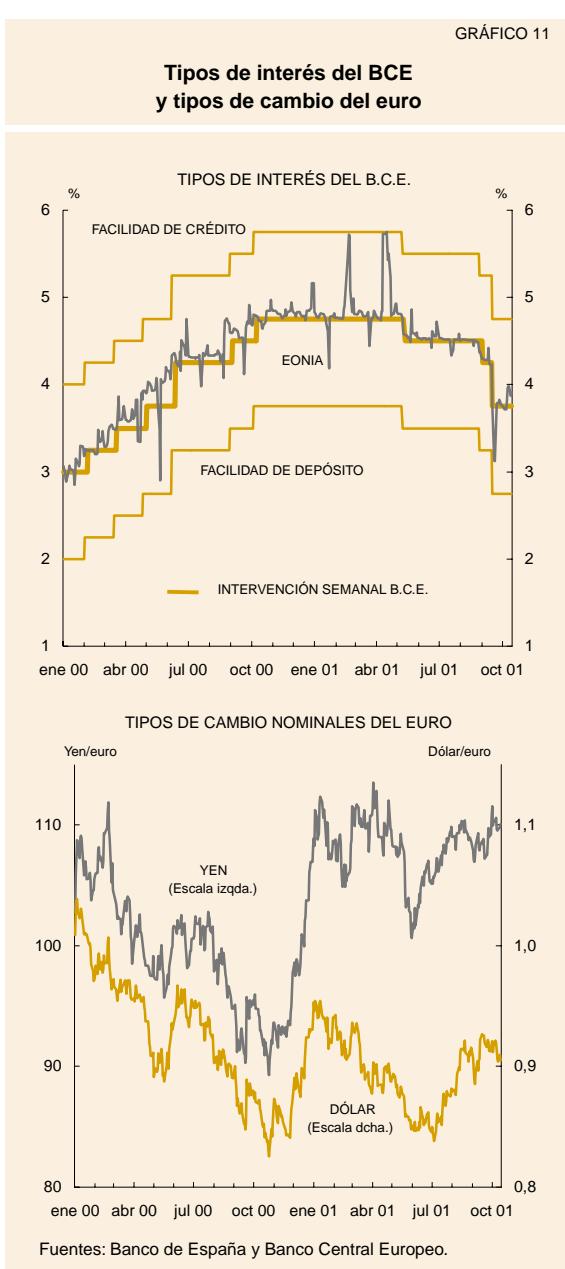
El cambio en el entorno macroeconómico ha puesto de manifiesto las ventajas que se derivan de la práctica de políticas fiscales coherentes con el mantenimiento de una posición presupuestaria cercana al equilibrio o en superávit por término medio a lo largo del ciclo económico. Así, los países a los que la desaceleración de la actividad ha sorprendido en una situación fiscal saneada gozan ahora de un margen de maniobra muy superior para permitir el libre juego de los estabilizadores automáticos que aquellos otros que presentaban aún déficit elevados al inicio de la nueva fase cíclica. En estos últimos casos, la necesaria continuidad del

proceso de consolidación fiscal debe limitar la capacidad estabilizadora de la política presupuestaria. En cualquier caso, la introducción de medidas discretionales expansivas resulta, en general, inapropiada, en la medida en que puede afectar de forma negativa a la credibilidad de la política fiscal europea, cuya consecución en los últimos años ha exigido tantos esfuerzos, y reduce su capacidad para hacer frente a los retos que para las finanzas públicas supone el envejecimiento de la población.

3.2. Evolución monetaria y financiera

En la medida en que, tal como se ha expuesto en el epígrafe anterior, la pérdida de dinamismo de la actividad se había traducido en una gradual mejora de las perspectivas inflacionistas, el Consejo de Gobierno del BCE redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos el 28

GRÁFICO 11



de agosto. Posteriormente, el fuerte aumento en el grado de incertidumbre sobre la evolución futura de la economía mundial y las repercusiones negativas sobre la confianza de los agentes que provocó el ataque terrorista hicieron que, el día 17 de septiembre, en consonancia con una medida similar de la Reserva Federal tomada horas antes, el Consejo de Gobierno del BCE decidiera rebajar medio punto el tipo de interés del dinero, hasta el nivel del 3,75%, en el que se encuentra en la actualidad (véase gráfico 11). Con anterioridad a esa medida, el Eurosistema expresó su prioridad, tras el atentado terrorista, de asegurar el funcionamiento adecuado de los mercados financieros, mostrando su disposición a proporcionar la liquidez que fuera necesaria a las entidades de crédito, efectuando dos operaciones de ajuste en el

mercado monetario. Paralelamente, se realizó un swap con la Reserva Federal estadounidense con el fin de poder facilitar fondos en dólares a aquellos bancos europeos que lo precisaran para hacer frente a la liquidación de operaciones denominadas en esa divisa en los días posteriores a los ataques terroristas.

En el transcurso del tercer trimestre, los tipos de interés de los mercados monetarios han evolucionado de forma estable, adaptándose con rapidez a las dos bajadas sucesivas de los tipos de interés oficiales. Así, tanto el EONIA como los EURIBOR a distintos plazos han caído en aproximadamente 75 puntos básicos desde principios de julio (véanse cuadro 2 y gráfico 11). El progresivo deterioro de la coyuntura internacional y su traslación a la actividad real del área han supuesto el mantenimiento de las expectativas de bajadas de los tipos de interés oficiales de la zona a pesar de los ajustes realizados. Esto queda reflejado en el desplazamiento hacia abajo de las curvas de rendimientos, sin que su pendiente haya registrado modificaciones sustanciales. En particular, los mercados parecen esperar otra reducción de los tipos de interés de un cuarto de punto en el corto plazo y otro recorte de igual cuantía a principios del próximo año. Por lo que se refiere a los tipos de interés de la deuda a diez años, estos se han situado en la primera mitad de octubre en algo menos del 5%, unos treinta puntos básicos por debajo del nivel vigente a finales de junio. En este mismo intervalo de tiempo, el rendimiento de la deuda estadounidense se redujo aún más, desde niveles en torno al 5,3% hasta el 4,6%, lo que implica un cambio de signo del diferencial con la deuda europea, que parece estar más relacionado, tal como se expone en el recuadro 2, con la evolución de los tipos reales que con cambios en las expectativas de inflación.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones de activo y de pasivo con sus clientes han continuado la pauta descendente iniciada en diciembre de 2000, como reflejo de los menores tipos interbancarios en este período. Con información hasta agosto, se observa que los tipos de interés aplicables a los créditos destinados a la adquisición de vivienda y los de los créditos a empresas a más de un año se redujeron en la UEM en 20 puntos básicos en relación con el dato de junio. En España, donde se dispone de información relativa a septiembre, se observa una importante reducción adicional de los tipos activos y pasivos de las entidades de crédito en ese mes. Tal como se recoge en el cuadro 2, la reducción del tipo sintético entre junio y septiembre ha sido de 30 puntos básicos en el caso de los instrumentos de activo y algo menos en el caso del pasivo.

RECUADRO 2

**Elementos explicativos de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo
en Estados Unidos y la zona del euro**

Durante los últimos años se ha mantenido un diferencial positivo entre los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos y los de la zona del euro. Sin embargo, a mediados del año 2000, conforme las expectativas de desaceleración económica en Estados Unidos comenzaban a hacerse patentes, este diferencial se ha reducido, hasta llegar a mostrar recientemente niveles negativos. Si bien en el pasado se han producido tendencias similares, del análisis de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo a ambos lados del Atlántico se desprenden consecuencias de interés.

Los tipos de interés nominales pueden descomponerse en la suma de tres componentes: los tipos de interés reales, la inflación esperada y una prima de riesgo relacionada con la incertidumbre en la predicción de la inflación futura. Aunque esta prima de riesgo puede haber sido importante en períodos de elevadas tasas de inflación, su incidencia en la evolución de los tipos a largo plazo bajo un entorno de estabilidad de precios como el actual es poco relevante.

El gráfico adjunto presenta la evolución desde 1999 de los tipos de interés a largo plazo y de sus dos componentes fundamentales: el tipo de interés real y la inflación esperada. Esta última variable ha sido aproximada por la diferencia entre los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo y los tipos de interés reales de los bonos indicados franceses y de Estados Unidos. Según este gráfico, el diferencial positivo medio de los tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro en el período analizado parece responder, principalmente, a las distintas tasas de inflación esperada en las dos zonas. En los últimos meses, sin embargo, esa divergencia en las tasas de inflación esperada no se ha alterado sustancialmente, por lo que, como refleja el último gráfico, la mayor desaceleración en los tipos de interés reales de Estados Unidos parece haber causado el cambio en el signo del diferencial en los tipos de interés nominales.

Bajo determinados supuestos, los tipos de interés reales a largo plazo deberían evolucionar de acuerdo con la productividad del capital de la economía a largo plazo, de forma que un inversor fuese indiferente entre la inversión real en esa economía u obtener la rentabilidad de su deuda pública. Sin embargo, el mercado de deuda pública sufre modificaciones de oferta —derivadas, por ejemplo, de procesos de mayor disciplina fiscal— que alteran el precio de este tipo de instrumentos independientemente de las expectativas económicas.

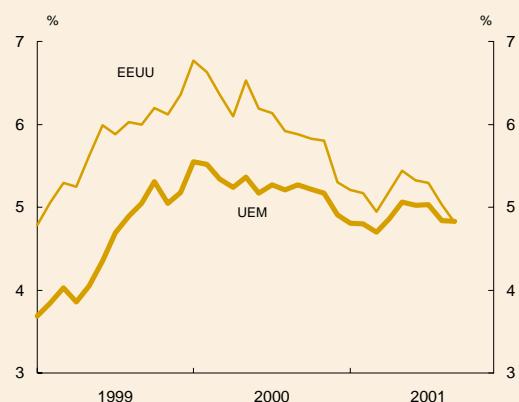
Así, es posible que la valoración optimista sobre el alcance de la Nueva Economía y sus efectos positivos sobre la productividad y el crecimiento sostenible de la economía se hayan moderado recientemente. El retraso en la implantación de proyectos vinculados a este fenómeno y la evolución en los activos bursátiles de empresas relacionadas con las nuevas tecnologías apuntarían en esta dirección. En este sentido, esta revisión puede haber afectado menos a Europa que a Estados Unidos, donde el efecto de la Nueva Economía sobre el crecimiento económico parece ser más evidente. Esto podría, por tanto, contribuir a explicar el mayor descenso de los tipos reales en la economía norteamericana desde mediados del pasado año.

En cuanto a las modificaciones en el mercado de deuda pública que pueden haber repercutido en el rendimiento de los activos de deuda pública a largo plazo, destaca el proceso de consolidación fiscal de Estados Unidos, donde los últimos superávit presupuestarios han provocado que el volumen de deuda pública negociada haya pasado del 62,8 % del PIB en 1998 al 56,9 % en 2000. Esta reducción en la oferta de títulos públicos ha ocasionado una prima negativa para los tipos de interés a largo plazo, cuyo efecto probablemente se haya intensificado a partir del segundo semestre de 2000. La incidencia de este factor en el caso europeo ha tenido el mismo sentido que en el caso americano: de hecho, el porcentaje de deuda pública con relación al PIB en la zona euro ha pasado del 73,7 % en 1998 al 70,1 % en 2000; sin embargo, los todavía elevados niveles de esta ratio hacen que el impacto probable de la prima de escasez sea menor que para el caso americano.

En definitiva, aunque resulta difícil identificar con exactitud los factores explicativos de la evolución de los tipos de interés a largo plazo, tanto los cambios en las perspectivas de crecimiento en ese horizonte como, en menor medida, la reducción de la oferta en el mercado de deuda pública parecen haber contribuido al mayor descenso de las rentabilidades de los bonos a largo plazo en Estados Unidos que en Europa. En el período más reciente, resulta significativo que, tras el atentado terrorista del 11 de septiembre y la expansión fiscal anunciada en Estados Unidos, no se haya revertido la tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo. Esto sería coherente con la hipótesis de que la incidencia de las revisiones en el crecimiento económico potencial explica una gran parte de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en la economía norteamericana.

**Tipos de interés a largo plazo en EEUU
y la zona del euro**

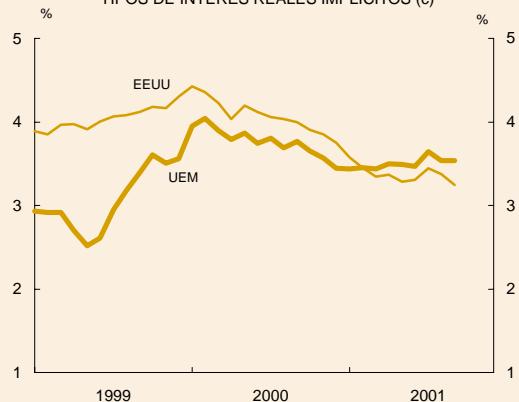
TIPOS DE INTERÉS NOMINALES A DIEZ AÑOS (a)



TASAS DE INFLACIÓN ESPERADA (b)



TIPOS DE INTERÉS REALES IMPLÍCITOS (c)



Fuentes: BCE, Tesoro francés y Reuters.

(a) Rentabilidad de la deuda pública diez años en Alemania y EEUU.

(b) Tasa de inflación implícita en los bonos indicados a 10 años de Francia y EEUU.

(c) Diferencia entre el tipo de interés nominal y la tasa de inflación esperada.

La acentuación de las expectativas de desaceleración de la economía de Estados Unidos en los meses de verano provocó una apreciación del euro frente al dólar entre junio y finales de septiembre hasta alcanzar los 0,92 dólares por euro, un 7% por encima de su valor de junio. A lo largo del mes de octubre, el euro se ha estabilizado en valores ligeramente inferiores, cercanos a los 0,90. Frente al yen, la moneda europea se fortaleció en el tercer trimestre en torno al 5%. Al cierre de este *Boletín*, el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se situaba un 6,8% por encima del nivel correspondiente a principios de julio.

A lo largo del tercer trimestre, los mercados bursátiles del área del euro se han visto arrastrados a la baja al hilo de la publicación de noticias adversas relativas a la evolución de la economía estadounidense. Estas correcciones se agudizaron tras los atentados en Estados Unidos el día 11 de septiembre, llegando a alcanzar un mínimo el 21 de ese mes. Posteriormente, las cotizaciones bursátiles se recuperaron, de forma que a mediados de octubre se situaban algo por encima de las observadas antes del atentado. Así, a la sucesión de noticias de menores perspectivas de crecimiento de los beneficios de las empresas americanas —no solo de las empresas tecnológicas, sino también de otros sectores más tradicionales—, se sumaron desde el 11 de septiembre las fuertes pérdidas de valor de las acciones de las empresas ligadas al transporte aéreo, al sector turístico y a los servicios de seguros y financieros, que tuvieron su reflejo en los valores de estos sectores negociados en las bolsas europeas. En cambio, las empresas de telecomunicaciones y del sector de la industria de defensa se han visto, en principio, beneficiadas por estos acontecimientos. Así, las turbulencias bursátiles se tradujeron en caídas del índice Dow Jones EURO STOXX de más del 30% en el período entre finales de junio y las fechas inmediatamente posteriores a los ataques. La recuperación subsiguiente, sin embargo, sitúa la disminución de este índice al cierre de este *Boletín* en torno al 17%. En el caso de España, las caídas del índice general de la Bolsa de Madrid fueron menos agudas, alcanzando el 11% desde finales de junio.

El agregado monetario M3 correspondiente al área del euro registró en los meses de verano una notable aceleración, de manera que, en

septiembre, creció un 7,6% en tasa interanual, más de un punto por encima de la tasa correspondiente al mes de junio. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se incrementó desde el 5,9% registrado en el período comprendido entre mayo y julio de 2001, hasta el 6,9% en el período de junio a septiembre. Tras esta pronunciada expansión de M3 se encuentran cambios en la composición de las carteras de los inversores privados, que, en un período de incertidumbre y de caídas bursátiles, han optado por sustituir activos de renta variable o fija a largo plazo por otros a corto plazo incluidos en M3. Adicionalmente, el BCE ha anunciado la existencia de una distorsión en las cifras relativas a M3, debido a que los instrumentos del mercado monetario y de valores distintos de acciones a corto plazo en manos de no residentes en la zona del euro están incluidos en el agregado. La eliminación de estas tenencias podría representar una tasa de crecimiento interanual de M3 inferior en 75 puntos básicos a la cifra oficial publicada. Por otra parte, el agregado estrecho M1 mantuvo su ritmo de avance en el período considerado, a pesar de la notable disminución que sigue mostrando la demanda de efectivo, a medida que se acerca la fecha de incorporación de las monedas y billetes denominados en euros.

En cuanto a las contrapartidas de los agregados monetarios, el crédito concedido en la UEM al sector privado residente, que es el agregado más ligado a las decisiones de gasto, viene mostrando desde hace unos meses una gradual desaceleración, alcanzando en septiembre una tasa del 6,9%, más de un punto por debajo de la del mes de junio. En la evolución del crédito, por tanto, parece dominar el efecto de la desaceleración del producto sobre el de la reducción del coste financiero, derivado de la disminución de los tipos de interés. Según los datos disponibles del crédito por finalidades hasta el segundo trimestre, esta moderación del crédito se debe tanto al comportamiento de las empresas no financieras como las familias. En España, la desaceleración de la financiación otorgada al sector privado ha sido similar a la del conjunto del área, aunque todavía continúa expandiéndose a ritmos sustancialmente más elevados (del 14,2% en septiembre, al 16,4% de junio). El crédito concedido por las entidades residentes —principal componente de la financiación recibida por el sector privado no financiero— creció a una tasa interanual del 12,4% en septiembre, frente al 15% que se observaba en junio.

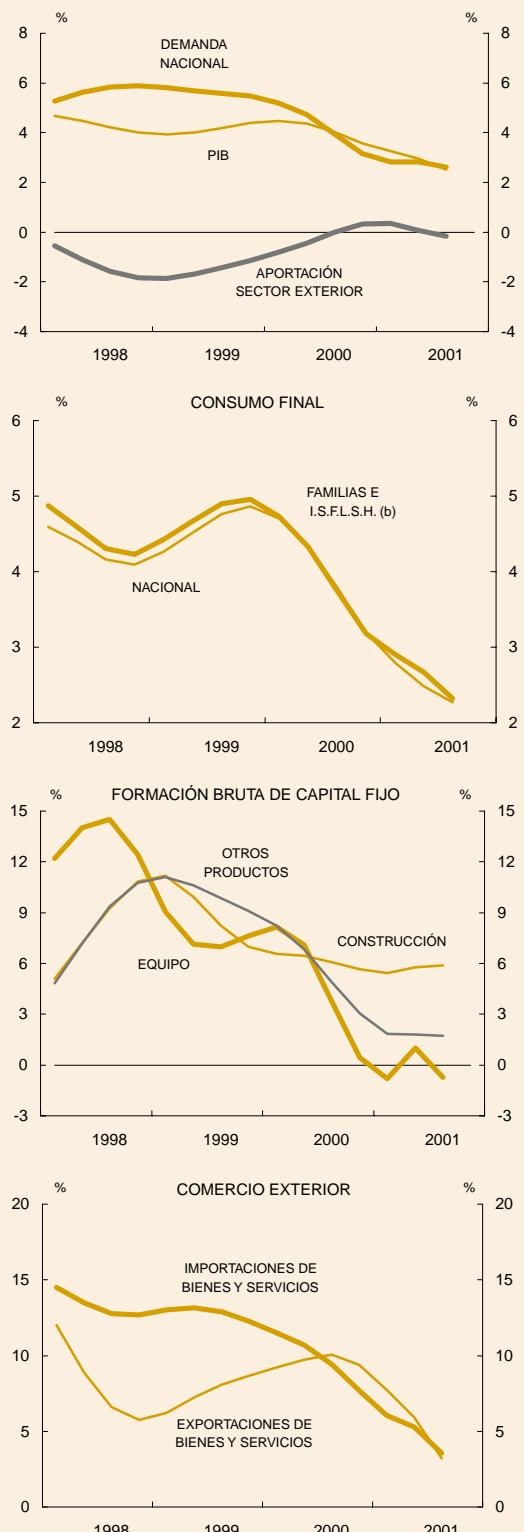
4. La economía española

En el período transcurrido de 2001, algunos agregados macroeconómicos —la inversión productiva, las exportaciones y, en menor medida, el consumo— han reflejado un menor dinamismo, como consecuencia de la propia evolución cíclica de la economía española y del deterioro del contexto económico internacional, y del europeo, en particular, descrito en los epígrafes anteriores. No obstante, el tono de las políticas macroeconómicas, marcado por las decisiones del Eurosistema y por unas finanzas públicas saneadas, fruto de la política de consolidación presupuestaria, ha tendido, en conjunto, a contrarrestar las tendencias desaceleradoras. En esta situación, el cambio de escenario político y económico determinado por los atentados terroristas del 11 de septiembre en EEUU, y el posterior conflicto bélico, han elevado considerablemente la incertidumbre, si bien no se dispone aún de datos que permitan evaluar sus efectos sobre el crecimiento; en concreto, las proyecciones realizadas para el tercer trimestre de 2001 apenas se han visto afectadas por estos hechos.

Según los datos de la CNTR, en el segundo trimestre del año la demanda nacional frenó su ritmo de desaceleración, experimentando un crecimiento real del 2,8%, en tasa de variación interanual, estimándose que en el tercer trimestre registró una cierta moderación adicional, hasta el 2,6% (véase gráfico 14). La evolución del gasto agregado fue muy parecida a la experimentada por el consumo final de los hogares, que recortó suavemente su ritmo de crecimiento, mientras que la formación bruta de capital interrumpió la notable pérdida de dinamismo que venía registrando desde el primer trimestre del año 2000: aunque con tasas de variación notablemente distintas, tanto la inversión en bienes de equipo como la construcción han tendido a estabilizar sus ritmos de variación, la primera en tasas negativas —a pesar del dato algo anómalo del segundo trimestre, como se observa en el gráfico 14— y la segunda conservando un notable dinamismo. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento ha sido el resultado combinado de la desaceleración de las exportaciones, compensada, solo en parte, por la de las importaciones, de forma que tras un período de aportaciones positivas, el signo de la contribución habría pasado a ser ligeramente negativo en el tercer trimestre de 2001. Como consecuencia de la suave pérdida de ritmo de la demanda interior y del cambio en la contribución del sector exterior, el crecimiento interanual del PIB, que en el segundo trimestre del año fue del 3%, tres décimas menos que en el primero, pasó a situarse en el tercer trimestre en tasas próximas al 2,5%, continuando la senda de desaceleración observada desde mediados del año 2000.

GRÁFICO 14

Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre componentes ciclo-tendencia.
 (b) Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

La desaceleración del PIB en el segundo trimestre de 2001 se correspondió con una pérdida de dinamismo más o menos intensa en el valor añadido de todas las ramas productivas, excepto la energía; estas tendencias han debido de acentuarse en el tercer trimestre del año, especialmente en la industria y los servicios de mercado. Aunque todavía no se dispone de información concreta, es posible que en septiembre estas ramas empezaran a sufrir la paralización de algunas de sus actividades, como consecuencia de los atentados en EEUU. Por su parte, el empleo, medido en términos del número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, se moderó en el segundo trimestre del año, creciendo a un ritmo interanual del 2,6%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior. Sin embargo, la elevada intensidad en la creación de empleo, que ha caracterizado al reciente ciclo expansivo de la economía, se mantiene: la productividad aparente del trabajo registró un avance muy modesto, habiendo crecido en el segundo trimestre del año un 0,4% interanual, frente al 0,3% en el trimestre anterior. Se estima que tanto la tendencia al menor crecimiento del empleo como la leve recuperación de la productividad han continuado en el tercer trimestre.

El menor crecimiento de la actividad ha venido acompañado de una moderación de las presiones inflacionistas. Aunque los costes laborales por unidad de producto tendieron a acelerarse al comienzo de 2001, como consecuencia de los mayores incrementos salariales pactados en la actual ronda de convenios colectivos y de la entrada en vigor de las cláusulas de salvaguarda del año 2000, los precios de los productos importados han tendido a ejercer un impacto moderador. Este se ha derivado tanto de la evolución del precio del petróleo y de otras materias primas como de la apreciación del euro. Además, los precios de los alimentos han comenzado también a flexionar lentamente. Estos factores, junto con la menor presión de la demanda, explican el cambio experimentado por la tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, que tras alcanzar un máximo del 4,2% en los meses de mayo y junio, se ha situado, en septiembre, en el 3,4%.

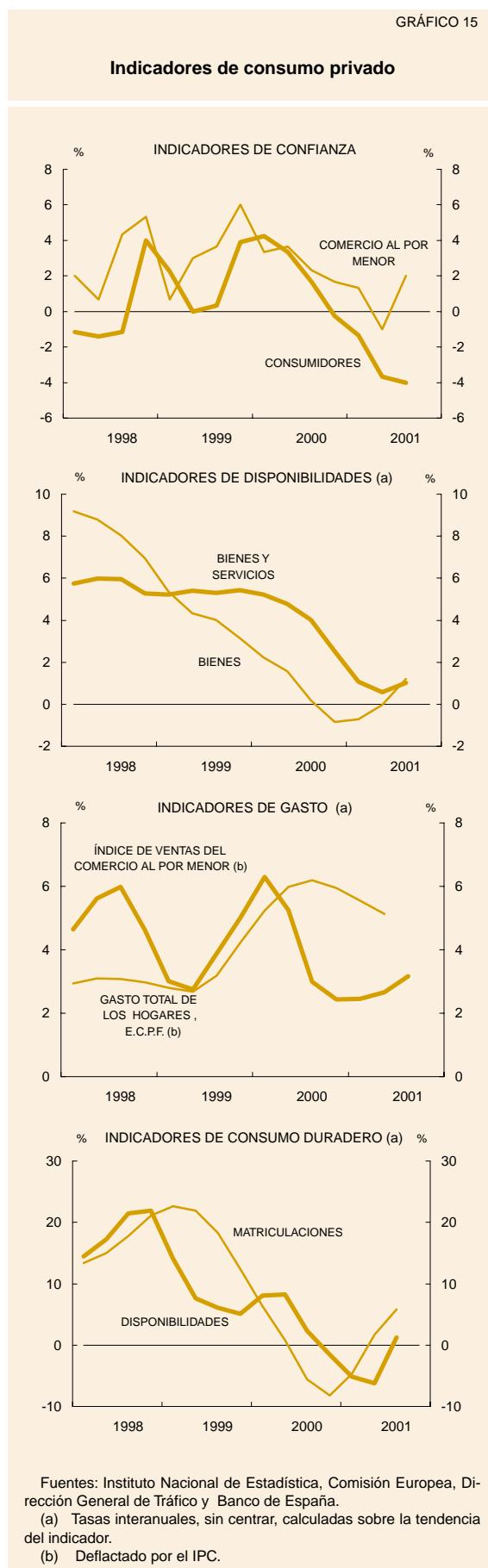
4.1. Demanda

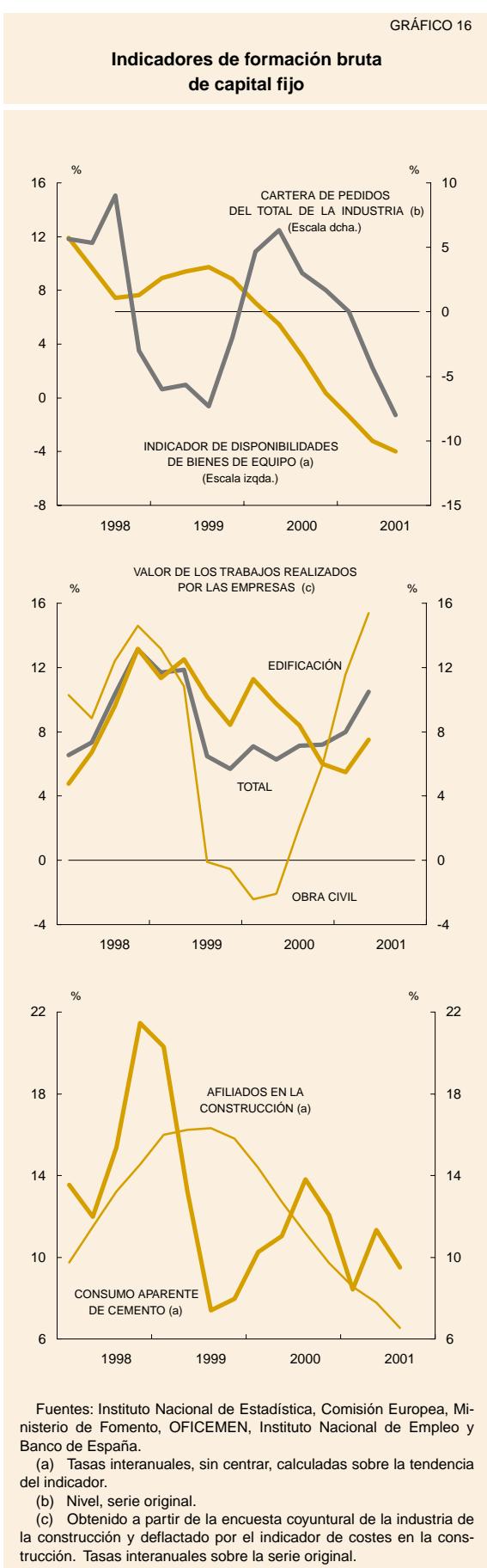
Durante el primer semestre del año, el gasto en consumo final de los hogares continuó reduciendo su ritmo de avance real, que se situó en el 2,7%, en el segundo trimestre. A partir de la información, todavía incompleta, disponible para los meses de verano, se prevé que esa tendencia se haya mantenido también en el ter-

cer trimestre. La moderación del consumo estaría siendo compatible con una recuperación de la tasa de ahorro de las familias, que, tras haber alcanzado niveles muy reducidos en términos históricos, estaría acercándose ahora a cotas más coherentes con la evolución reciente de la riqueza financiera de los hogares, negativamente afectada por la evolución de los precios de los activos financieros, y con unas perspectivas económicas y de empleo menos optimistas que hace algunos meses.

El debilitamiento del consumo se ha manifestado principalmente en la adquisición de bienes duraderos distintos de los automóviles y en el gasto en algunos servicios de consumo, según se desprende de la información desagregada proporcionada por el indicador de disponibilidades de bienes y servicios de consumo (véase gráfico 15). El componente de bienes ha mostrado una tendencia a moderar las notables caídas que registró a comienzos del año, debido a la evolución expansiva del componente de automóviles y a la recuperación de las disponibilidades de alimentos. Esta información es similar a la proporcionada por el índice general de ventas del comercio al por menor, que ha reflejado también un fuerte incremento de las ventas de alimentos. Aunque más retrasada, la encuesta continua de presupuestos familiares ha recogido una desaceleración del gasto total, en el segundo trimestre, y una reducción del porcentaje de hogares españoles con una percepción favorable de la situación económica. En esta misma línea, el indicador de confianza de los consumidores se situó, en el conjunto del tercer trimestre, en torno al mismo nivel que en el segundo. Entre las series que lo componen, se ha producido un leve empeoramiento de las perspectivas sobre la situación económica general y sobre el paro, mientras que se advierte una ligera mejora en lo referido a la posibilidad de ahorrar en el futuro, en un contexto de expectativas a la baja de la tasa de inflación.

Como se ha apuntado anteriormente, la desaceleración del consumo de las familias en 2001 se explica por la evolución de sus principales determinantes. Según las estimaciones disponibles, se aprecia una moderación en el crecimiento de la renta real disponible para el gasto: por un lado, el mayor incremento de la remuneración por asalariado estaría siendo compensado por el menor ritmo del empleo; por otro lado, las transferencias netas de las AAPP estarían contribuyendo de forma menos expansiva que en ejercicios anteriores al sostenimiento de la renta, debido a que la no deflación del tipo impositivo del IRPF ha llevado a un mayor avance de los pagos por impuestos directos. En este contexto de desaceleración de la renta, la pérdida de valor de la riqueza fi-





nanciera ha llevado a un retramiento del gasto y a un impulso al ahorro, motivados por razones de precaución. Frente a ello, el incremento del patrimonio inmobiliario de los hogares y los recortes experimentados por los tipos de interés solo han contribuido a frenar, en alguna medida, la desaceleración del gasto de las familias.

En el segundo trimestre de 2001 el consumo final de la Administraciones Públicas registró una tasa de variación interanual, en términos reales, del 1,9%, cinco décimas menos que en el primer trimestre. Este dato, que se produce tras una notable revisión del perfil de este agregado para los trimestres anteriores, es difícil de explicar si se tiene en cuenta el fuerte incremento registrado por el empleo en los servicios no de mercado (3,4%, en el segundo trimestre). La información disponible para el tercer trimestre, obtenida de la evolución de los ingresos y gastos del Estado y de los planes presupuestarios elaborados para el conjunto del año, mostraría una ligera aceleración, sin abandonar el tono de contención que ha caracterizado al consumo público en los últimos años.

La formación bruta de capital fijo registró un crecimiento real de la del 3,7%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2001, ocho décimas más que en el trimestre anterior, quebrando la trayectoria de fuerte desaceleración que este agregado había experimentado a lo largo de 2000 y en los primeros meses del año en curso. Esta evolución fue consecuencia de la recuperación estimada para la inversión en bienes de equipo, que elevó su ritmo de avance hasta el 1%, tras haber caído un 0,8% en el primer trimestre (véase gráfico 14). El gasto en construcción, por su parte, se aceleró en cuatro décimas, hasta el 5,8%. Por último, la inversión en otros productos, que recoge en su mayor parte gasto en servicios relacionados con la construcción, mantuvo un crecimiento del 1,8%.

La inflexión mostrada por la inversión en bienes de equipo en el segundo trimestre no se ha visto respaldada por los indicadores disponibles para este agregado. La información coyuntural referida a los meses del verano parece mostrar que, en ese período, la evolución de este agregado habría seguido siendo contractiva; en particular, las disponibilidades de bienes de equipo mantuvieron tasas de variación muy negativas en julio y agosto, si bien parece percibirse una cierta contención del empeoramiento que venían registrando (véase la parte superior del gráfico 16). Las opiniones de los productores de bienes de equipo, que reflejaron un cierto sostenimiento hasta el primer trimestre de 2001, se han deteriorado significativamente a partir del mes de abril, acompañadas de un brusco recorte en la cartera de pedidos de esta

industria y de un incremento simultáneo de las existencias, muestras todas ellas de un recorte en la demanda de esos productos, cuyo origen es tanto externo como interno.

La senda descendente de la inversión productiva en los tres primeros trimestres del año 2001 está en consonancia con la evolución desacelerada de la demanda final y con la percepción de que esta ralentización puede acentuarse en los próximos meses. De hecho, aunque la demanda final, dentro de su proceso de contención, ha seguido manteniendo todavía tasas de crecimiento relativamente elevadas, la cartera de pedidos actual y prevista de la industria —una aproximación a la demanda esperada— ha mostrado un comportamiento marcadamente contractivo, como puede apreciarse en el gráfico 16. Por otro lado, la información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances confirma la ralentización de la actividad empresarial. Sin embargo, la situación financiera de las empresas continua siendo saneada, a pesar de su mayor endeudamiento, y el diferencial entre la rentabilidad del activo neto y los intereses por financiación recibida —la *ratio* de apalancamiento— se ha ampliado ligeramente. Por tanto, las empresas siguen estando en buena posición para reactivar sus planes de inversión, una vez que se hayan reducido las incertidumbres sobre el contexto económico internacional.

Por su parte, la inversión en construcción continuó siendo el componente más dinámico de la demanda interna en la primera mitad del año, e incluso se aceleró en el segundo trimestre, creciendo un 5,8% en tasa interanual, cuatro décimas más que en el trimestre anterior. Según los datos de la ECIC, disponibles hasta el segundo trimestre para los grandes agregados y hasta el primer trimestre con información desagregada, este dinamismo se sustentó en el buen tono de la obra civil y de la edificación no residencial, que compensaron la desaceleración experimentada por la edificación residencial.

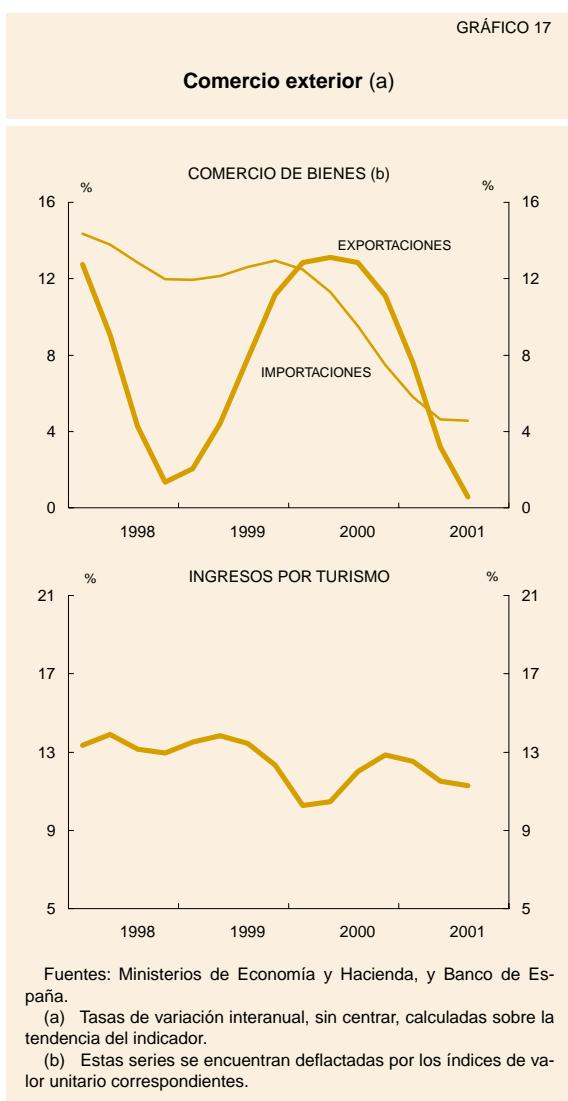
La información coyuntural referida a los meses de verano confirma la fortaleza de la actividad constructora y, por tanto, del gasto en construcción en ese período, si bien empieza a constatarse una ligera moderación en las tasas de variación, que ya parecía anticipar la variable de nueva contratación de la ECIC. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento, de uso más intensivo en ingeniería civil, apunta hacia un ligero debilitamiento (véase panel inferior del gráfico 16), mientras que la producción industrial de materiales de construcción registró una tasa de avance negativa en el mes de agosto. Los indicadores de empleo también han seguido desacelerándose en el tercer trimestre.

Los indicadores relacionados con la iniciación de obras proyectan igualmente una cierta desaceleración del gasto en los próximos trimestres. En el caso de la edificación del sector privado, la superficie a construir, ya sea según las licencias concedidas por los ayuntamientos o según los visados de los colegios de arquitectos, ha aminorado su ritmo de avance respecto a las tasas de crecimiento alcanzadas en el conjunto del año 2000, registrando incluso descensos en el componente de edificación residencial. Por su parte, la licitación en obra civil, con datos para el período enero-marzo, registró una significativa caída, si bien la magnitud de los proyectos de infraestructuras que permanecen en cartera —cuyo desarrollo sigue siendo una de las prioridades presupuestarias— permite esperar un comportamiento más favorable que lo señalado por este indicador para los próximos meses.

Por consiguiente, cabe concluir que tanto en el tercer trimestre como en los meses posteriores la inversión en construcción ha prolongado su dinamismo, sustentado en la paulatina materialización de los planes de inversión en obra pública —realizada por las AAPP y por empresas públicas— y en la inversión no residencial. Por el contrario, en un contexto de ralentización del empleo y de la renta disponible, la demanda de vivienda por motivo de residencia ha mostrado un agotamiento de su ciclo expansivo, y solamente la demanda de viviendas por motivos de inversión, estimulada todavía por el crecimiento de los precios y por el dinamismo del mercado de alquileres, estaría sustentando este tipo de gasto.

Según la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva al crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año 2001, por valor de una décima de punto porcentual. Por otra parte, la encuesta de coyuntura industrial ha mostrado un descenso en el nivel de existencias, en relación con el deseado, durante los meses de julio y agosto, que podría sustentar una menor contribución, e incluso una aportación negativa, al crecimiento del producto interior bruto en el tercer trimestre. Este descenso ha sido generalizado en todos los tipos de bienes: equipo, intermedios y de consumo.

En el segundo trimestre de 2001, la aportación neta de la demanda exterior al crecimiento del PIB continuó siendo positiva, pero se redujo hasta 0,1 puntos porcentuales, tres décimas menos que en el primer trimestre, interrumpiendo la recuperación que había mostrando en la segunda mitad del ejercicio anterior. En ese período, las exportaciones de bienes y servicios iniciaron una suave desaceleración, que intensificaron en el primer semestre de 2001, en un



contexto de notable debilitamiento del comercio mundial, hasta situar su tasa de crecimiento real en el 5,9%, en el segundo trimestre. Las importaciones de bienes y servicios, que venían perdiendo vigor desde el inicio del año 2000, siguiendo la línea de la moderación de la demanda interna y el menor empuje de la actividad industrial, crecieron en el segundo trimestre de 2001 a una tasa real del 5,3%. La información, aún muy incompleta, correspondiente al tercer trimestre del año apunta hacia una nueva reducción de la contribución de la demanda exterior, que podría haberse situado en valores negativos, debido a la fuerte desaceleración de las ventas al exterior.

De acuerdo con las cifras de Aduanas, en el mes de julio las exportaciones de bienes, en términos reales, consolidaron una tendencia de notable debilitamiento, cayendo un -2,9%, frente al 3,2% del trimestre anterior. En el conjunto de los siete primeros meses del año en curso, las ventas al exterior crecieron solo un 5,1%,

frente al 12% alcanzado en el mismo período del año 2000 (véase gráfico 17). Este perfil es coherente con la evolución de los factores determinantes de las exportaciones, fundamentalmente, con la intensa ralentización de los intercambios comerciales mundiales y, en menor medida, con las pérdidas de competitividad que, en un contexto de recuperación no exento de vacilaciones del euro, están reflejando los precios y los costes relativos de los productos españoles. Por áreas geográficas, en el período enero-julio las exportaciones a la UE moderaron su avance nominal hasta el 9,7%, frente al 15,6% registrado en el mismo período de 2000. Cabe destacar el deterioro observado en las exportaciones destinadas a Alemania y a Francia, que se analiza con mayor detalle en el recuadro 3. Las exportaciones extracomunitarias intensificaron la desaceleración iniciada a mediados del ejercicio anterior y crecieron a una tasa nominal interanual del 9,2% entre enero y julio, al extenderse la crisis a diversos mercados internacionales: cabe mencionar la fuerte atonía de las ventas dirigidas a Estados Unidos y de las destinadas a los NICs, además de la moderación de las correspondientes a América Latina, mientras que las ventas a los mercados del centro y del este europeos mantuvieron un elevado dinamismo. Por grupos de productos, cabe destacar el retroceso experimentado por los bienes de equipo (-1,8%, en el promedio de los siete primeros meses de 2001), la moderación de las ventas de bienes de consumo (5,8%), derivada, en parte, por la caída de la demanda exterior de automóviles, y el tono algo más sostenido de las exportaciones de bienes intermedios (7%).

En el segundo trimestre de 2001, los ingresos por turismo estabilizaron su crecimiento en torno al 7,8%, interrumpiendo el perfil de recuperación que mantenían desde finales del ejercicio anterior. Esta evolución es similar a la reflejada por los indicadores reales de turistas entrados por fronteras y de viajeros extranjeros alojados en hoteles, que se desaceleraron en ese período; no obstante, en julio y agosto el turismo se recuperó. Por países emisores, en el período enero-agosto, los turistas de Alemania y Reino Unido, que en conjunto representan en torno al 50%, mostraron un comportamiento contenido, en especial los primeros, mientras que los turistas procedentes de Francia, por el contrario, crecieron un 19,7%. Entre los países no europeos, destaca el fuerte descenso de los turistas procedentes de Estados Unidos y de América Latina. Las primeras evaluaciones del impacto que los acontecimientos del mes de septiembre han podido tener sobre el sector turístico apuntan hacia una contracción importante de los ingresos en los meses finales del año en curso. Los servicios distintos de turismo,

RECUADRO 3

El comercio con Francia y Alemania

El comercio exterior con Francia y Alemania cubre un porcentaje muy importante de los intercambios comerciales de la economía española —más del 30% de sus exportaciones y de sus importaciones—, por lo que el análisis de su evolución reciente resulta significativo. De la información que se aporta en el cuadro y gráfico adjuntos destacan los siguientes hechos:

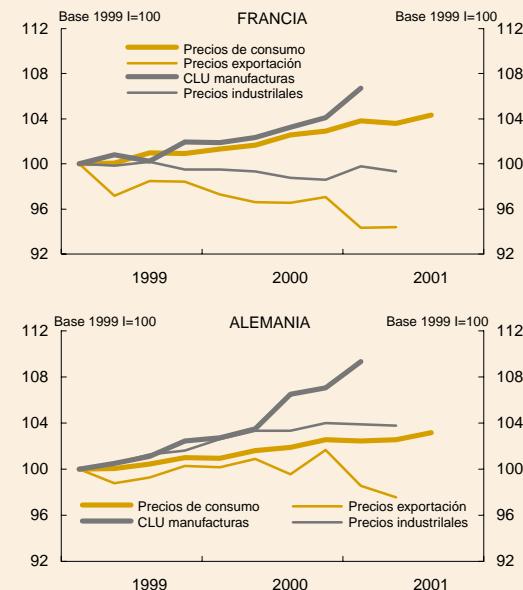
- La desaceleración de las exportaciones españolas en ambos mercados está siendo notable. Empezó a hacerse patente en la economía alemana y luego se ha extendido a la francesa, donde ha desempeñado un papel relevante la pérdida de empuje de las ventas de automóviles, que suponen casi el 25% de las exportaciones españolas a ese país. Parece, por tanto, que en la desaceleración de las exportaciones a Francia y Alemania, igual que en el resto de la zona del euro, hay un componente de demanda importante.
- La desaceleración de las exportaciones a estos países discurre paralela con la que experimentan las importaciones que de ellos proceden, aunque esta sea de mucha menor importancia, dado el mayor dinamismo de la economía española. Se aprecia que la desaceleración de las importaciones de productos franceses comenzó antes y tiene una intensidad mucho mayor. Es relevante, en este sentido, la extraordinaria pujanza que, hasta fechas muy recientes, han mantenido las importaciones de bienes de consumo alemanes, asociada, en gran medida, a la demanda de automóviles, sobre todo de aquellos de la denominada gama alta. En la desaceleración de las importaciones procedentes de Francia han tenido un lugar destacado las experimentadas por los bienes de equipo y por los bienes intermedios, y dentro de estos, precisamente, los correspondientes al material de transporte. Puede que el retrajimiento de las ventas de automóviles de vehículos de gama baja —que son los que se fabrican en España—, tanto en el mercado interior como en el resto de Europa —con la excepción, hasta el momento, del Reino Unido— no resulte ajeno a este fenómeno, dada la relevancia de los intercambios comerciales dentro de esta misma industria.
- En el gráfico adjunto se incluye un conjunto de variables que podrían ser indicativas de cómo puede evolucionar la competitividad de los productos españoles frente a las dos economías consideradas: precios relativos de consumo, de producción de manufacturas, de bienes exportados y de costes unitarios laborales. Se han representado las tasas de variación acumuladas de estas variables desde el comienzo del año 1999 hasta el momento para el que se dispone de la última información. Se aprecia un notable aumento en el diferencial acumulado en las tasas de crecimiento de los precios de consumo, algo que, en general, no se aprecia cuando la comparación se hace con precios de exportación o de manufacturas. Pero el factor más relevante de cara a la evolución de la competitividad pudiera ser el notable diferencial que se acumula en el crecimiento de los costes laborales unitarios. El conjunto de estos dos factores —mantenimiento en niveles competitivos de los precios industriales y de exportación y creciente desequilibrio en el comportamiento de los CLU— puede terminar afectando al crecimiento de la producción y el empleo, sobre todo en momentos como los actuales, de fuerte contracción de los mercados exteriores.

	Estructura	Tasas de variación interanual					
		2000	2000	2001 (a)	I	II	JULIO
EXPORTACIONES:							
FRANCIA-ALEMANIA	31,8	15,6	6,7	12,2	5,8	-7,1	
Francia	19,4	18,4	9,5	14,4	9,3	-4,1	
Consumo	9,1	18,5	10,2	20,0	6,3	-4,3	
Automóviles	4,7	24,9	4,9	23,0	-4,1	-12,8	
Equipo	2,8	13,7	-0,4	-0,9	0,7	-2,1	
Intermedios	7,6	20,2	12,1	13,6	16,2	-4,5	
Transporte	1,0	26,8	-18,6	-16,3	-19,8	-21,7	
Alemania	12,4	11,5	2,2	8,8	0,2	-12,4	
Consumo	5,0	2,9	1,5	5,3	1,4	-11,7	
Automóviles	2,0	-1,2	-8,7	8,4	-15,1	-30,9	
Equipo	1,6	17,0	0,9	20,8	-12,0	-14,3	
Intermedios	5,8	18,7	3,3	9,1	2,6	-12,6	
Transporte	0,5	17,3	-19,1	-11,3	-15,5	-53,1	
IMPORTACIONES:							
FRANCIA-ALEMANIA	32,0	15,4	5,2	10,0	5,2	-7,8	
Francia	17,1	15,3	0,2	3,7	-2,1	-2,9	
Consumo	4,6	10,3	12,1	6,8	18,5	8,3	
Automóviles	2,2	17,2	9,0	1,8	16,5	9,0	
Equipo	3,4	15,9	-26,6	-1,9	-37,6	-48,0	
Intermedios	9,2	17,6	3,8	3,8	1,6	11,1	
Transporte	2,5	24,5	-36,5	-43,7	-38,3	-6,6	
Alemania	14,9	15,5	11,2	17,8	14,1	-12,7	
Consumo	3,6	11,0	19,1	37,7	42,5	-46,9	
Automóviles	2,0	9,7	15,9	39,9	44,8	-64,3	
Equipo	3,4	15,0	5,5	9,4	0,2	12,6	
Intermedios	7,8	18,0	9,9	12,7	9,3	4,1	
Transporte	0,6	22,5	8,2	11,7	7,5	0,4	

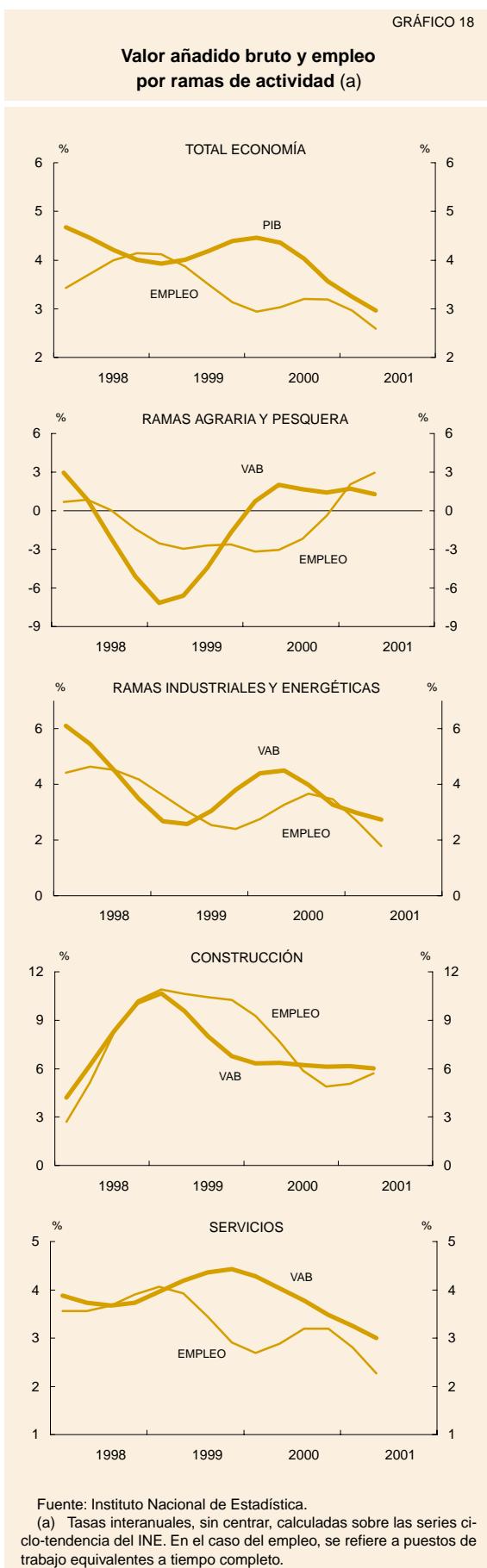
Fuente: Departamento de Aduanas.

(a) Los datos de 2001 son acumulados hasta julio.

Precios y costes relativos



Fuentes: Eurostat y Banco de España.



que ya mantenían un perfil de desaceleración en el segundo trimestre, coherente con el de las exportaciones de mercancías y el turismo, también se verán afectados, así como los servicios financieros, como consecuencia del menor vigor que están teniendo los flujos de inversiones con el exterior.

Según Aduanas, las importaciones de bienes registraron un retroceso real del -4,6% en julio, tasa que confirma la senda de ligera desaceleración que venían mostrado con anterioridad. En el conjunto de los siete primeros meses, las importaciones crecieron a un ritmo real del 5%, por debajo del 9,7% observado en el conjunto del año anterior. Como se ha señalado, esta evolución es coherente con la pérdida de empuje de la demanda final y de la actividad industrial, en un contexto de caída de sus precios relativos, parcialmente compensada por una posible sustitución de producción interior por importaciones. Por grupos de productos, en el período enero-julio, retrocedieron las compras de bienes de equipo (un -4%, en términos reales); las importaciones destinadas al consumo se aceleraron en relación con el promedio del año anterior, apoyadas en el tono sostenido del consumo privado y, especialmente, de la compra de automóviles. Sin embargo, las compras de bienes intermedios no energéticos mostraron una importante ralentización, acorde con la desaceleración de la producción industrial de este tipo de bienes, y después de haber mantenido un elevado dinamismo a principios de ejercicio. Las compras energéticas crecieron un 2,6%, en volumen, tras el fuerte avance que experimentaron en el año 2000, y a pesar de la intensa moderación que registró el crecimiento de sus precios.

Por último, las importaciones de servicios crecieron de modo sostenido a lo largo del primer semestre, en torno al 7,8% en términos reales, destacando el auge de los pagos por turismo, que alcanzaron la tasa del 13,1% en el segundo trimestre. Este comportamiento puede explicarse por la mayor estabilidad del euro, tras la fuerte debilidad que le caracterizó en el ejercicio anterior, y por los altos niveles de confianza que han venido reflejando los consumidores hasta los primeros meses del año.

4.2. Producción y empleo

Como se señaló en la introducción a este epígrafe, la actividad ha tendido a desacelerarse en la mayor parte de las ramas productivas, en el período transcurrido de 2001. En las ramas primarias, el valor añadido experimentó una tasa de variación interanual del 1,3% en el segundo trimestre, cuatro décimas inferior a la

correspondiente a los tres primeros meses del año, según las estimaciones de la CNTR (véase gráfico 18). Así, a pesar del dinamismo de la actividad ganadera —una vez superados, en gran medida, los problemas del mercado bovino—, el comportamiento contractual de la producción agrícola condicionó la evolución conjunta de esta rama. En efecto, todos los cultivos, con alguna excepción, registraron niveles de producción inferiores a los del año 2000. En esta ocasión, parece que los malos resultados se deben a las consecuencias negativas que tuvo la abundante pluviosidad en el año hidrológico que termina, ya que no se produjo en las fases oportunas de maduración de los cultivos.

En el marco de una coyuntura internacional en desaceleración, con unas expectativas cada vez menos optimistas sobre la evolución de la demanda interna, y con posibles pérdidas de competitividad, la actividad industrial avanzó a un ritmo interanual del 2,7%, en el segundo trimestre del año 2001, tres décimas menos que el estimado por la CNTR en los primeros meses del año; la actividad energética registró, sin embargo, una ligera aceleración. La pérdida de vigor se concentró especialmente en la industria transformadora de los metales, donde los productos de mayor contenido tecnológico, como el material electrónico y las máquinas de oficina, experimentaron sensibles retrocesos en su producción, en línea con el menor avance registrado por estos mismos sectores en el ámbito internacional. La información coyuntural más reciente mantiene la perspectiva de un crecimiento desacelerado tanto de la actividad industrial como energética. Cabe destacar el comportamiento del índice de producción industrial (IPI), que inició el tercer trimestre de 2001 agudizando el perfil de desaceleración, aunque en el mes de agosto abandonó las tasas de crecimiento negativo que había mantenido en los seis meses precedentes. No obstante, el indicador de clima industrial experimentó un nuevo descenso en ese mes, al acentuarse la caída tanto de la cartera de pedidos como de la tendencia de la producción. Estos elementos, junto con el elevado nivel de existencias de productos terminados, sugieren que la desaceleración de esta actividad puede haberse acentuado en el tercer trimestre. Adicionalmente, las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron su ritmo de avance en nueve décimas en el tercer trimestre, respecto al segundo trimestre del año.

Según las estimaciones más recientes de la CNTR, el valor añadido de la actividad constructora mantuvo un ritmo de crecimiento estable a lo largo del año 2000 y en los primeros trimestres de 2001, avanzando en torno a un 6%,

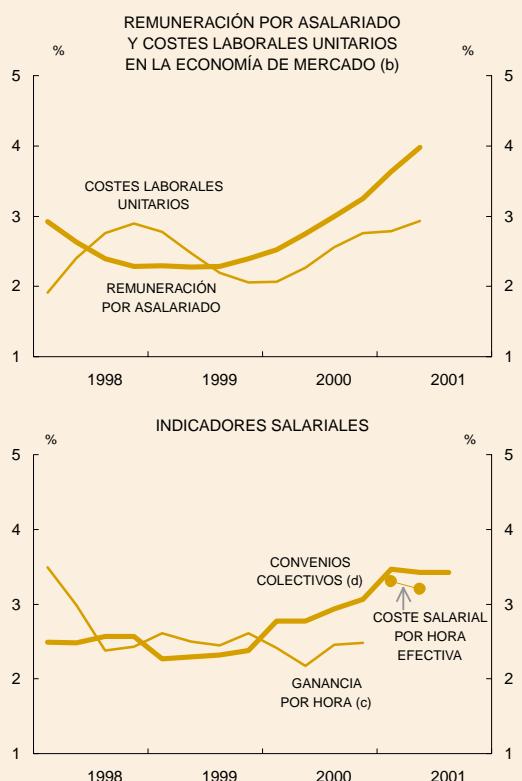
en tasa de variación interanual. Como se señaló al analizar la inversión en construcción, la evolución de la actividad en los últimos trimestres se ha apoyado en el empuje de la obra civil, ya que la edificación residencial ha entrado en una fase de desaceleración. La información coyuntural relativa al tercer trimestre del año muestra que la actividad de esta rama pudiera estar experimentando una leve ralentización.

Las actividades terciarias se desaceleraron tres décimas, hasta el 3%, en el segundo trimestre de 2001. Como en los primeros meses del año, el menor ritmo de avance fue común tanto a los servicios no de mercado como a los de mercado, resultado, en este último caso, del menor dinamismo que progresivamente mostraron el consumo y la demanda del sector industrial. Con la información disponible se observa que, en el tercer trimestre, la pérdida de vigor de las distintas actividades de esta rama no fue uniforme. Así, el comercio al por mayor y las actividades relativas al mantenimiento y reparación de vehículos mantuvieron una cierta estabilidad, atendiendo a las afiliaciones a la Seguridad Social, disponibles hasta el mes de julio. El indicador de confianza del comercio al por menor se recuperó en el tercer trimestre, tras varios meses muy negativos; también el índice de ventas del comercio al por menor, que había registrado una ligera atonía en julio, volvió a repuntar en agosto. La hostelería recuperó parte del empuje perdido en el segundo trimestre del año, aunque los afiliados a la Seguridad Social no han reflejado esta recuperación. Tanto esta actividad como la del transporte, y en general todas las actividades que configuran los servicios de mercado, podrían haber acusado en mayor medida los efectos de los atentados del mes de septiembre en EEUU.

Según la CNTR, el ritmo de crecimiento del empleo en el segundo trimestre del año 2001, medido en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo, fue del 2,6%, 0,4 décimas inferior al del trimestre precedente, con lo que, por primera vez desde que se inició la actual fase de ralentización económica, el ritmo de desaceleración del empleo superó al del PIB. El menor empuje en el proceso de generación de empleo puede percibirse igualmente en otras estadísticas, que muestran, además, que la desaceleración podría haberse intensificado en el tercer trimestre. La Encuesta de Población Activa (EPA), que durante el año 2000 había mostrado incrementos del empleo muy superiores a las estimaciones de la CNTR, recogió una tasa interanual de crecimiento de los ocupados del 1,8% en el segundo trimestre, frente al aumento del 2,8% registrado entre los meses de enero y marzo. Las afiliaciones a la Seguridad Social (SS), que en la primavera ha-

GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- (a) Tasas de variación interanuales.
- (b) Tasas calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.
- (c) Pagos totales.
- (d) Incremento salarial medio para el año en curso, acumulado hasta el mes de referencia. Sin cláusula de salvaguarda.

bían crecido a un ritmo del 4,3%, presentaron un avance interanual del 3,4% en el tercer trimestre. Por último, el paro registrado se redujo a una tasa interanual del 1,8% durante la época estival, casi la mitad que la alcanzada en el primer semestre, mientras que la firma de nuevos contratos experimentó solo un modesto avance (1,5%).

En el segundo trimestre de 2001, el crecimiento del empleo perdió intensidad, especialmente en la industria y en las ramas terciarias, aumentando las ganancias de la productividad aparente del trabajo en ambos casos; en la construcción y en la agricultura —sector este último en el que se habían destruido puestos de trabajo en los dos años anteriores— el ritmo de creación de puestos de trabajo aumentó (véase gráfico 18). En la agricultura, el perfil del empleo estimado por la CNTR —en serie de ciclo-tendencia— resulta poco acorde con el de la actividad, mientras que las estimaciones de

la EPA han mostrado una evolución más próxima a la del valor añadido. Los ocupados en la industria se desaceleraron notablemente en el segundo trimestre, al crecer un 1,8%, frente al 2,7% del primer trimestre. Este comportamiento estuvo en línea con el señalado por la EPA y con los datos de afiliados de la industria al régimen general de la SS. El empleo en la construcción avanzó un 5,7%, en tasa interanual, seis décimas más que a principios de año, lo que parece apuntar hacia una concentración en actividades intensivas en mano de obra. Por último, la ocupación en los servicios aumentó un 2,3% en el período abril-junio, frente al 2,8% en la primera parte del año, y, de nuevo, su ralentización fue más intensa en el conjunto de actividades orientadas al mercado.

Para la CNTR el empleo asalariado creció un 2,8% en el segundo trimestre, cediendo 6 décimas en relación con el primer trimestre, y mantuvo una pauta diferente al empleo por cuenta propia, que continuó recuperándose, hasta aumentar un 1,7%. Dentro de las distintas modalidades de contratación, según los datos del INEM, destaca el incremento de la contratación indefinida en el segundo trimestre, como consecuencia, sobre todo, de la significativa reducción de las conversiones de contratos en el mismo período del año 2000, momento en el que no estaban subvencionadas. Sin embargo, el dinamismo de la contratación indefinida se moderó en el tercer trimestre, mostrando que la respuesta a las nuevas modificaciones introducidas el mes de marzo (1) en la modalidad de contratos estables ha sido relativamente tímida. En cualquier caso, según la EPA, el empleo temporal se desaceleró en mayor medida que el indefinido y la *ratio* de temporalidad se situó en el 31,5% en el segundo trimestre, ocho décimas menos que un año antes. Con las cifras disponibles hasta el momento, las modificaciones en la regulación del contrato a tiempo parcial, que han introducido más flexibilidad, especialmente en el caso de los indefinidos, tampoco han tenido todavía un impacto significativo en el mercado laboral: la *ratio* de parcialidad permaneció en el 8,2%, cifra idéntica a la correspondiente al mismo período del año 2000. De hecho, el avance de los asalariados a tiempo parcial se concentró en los temporales, perdiendo peso los indefinidos.

La población activa de la EPA volvió a moderar su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2001, registrando un avance interanual del 0,6%, como resultado de un estancamiento en la tasa de actividad, que permaneció

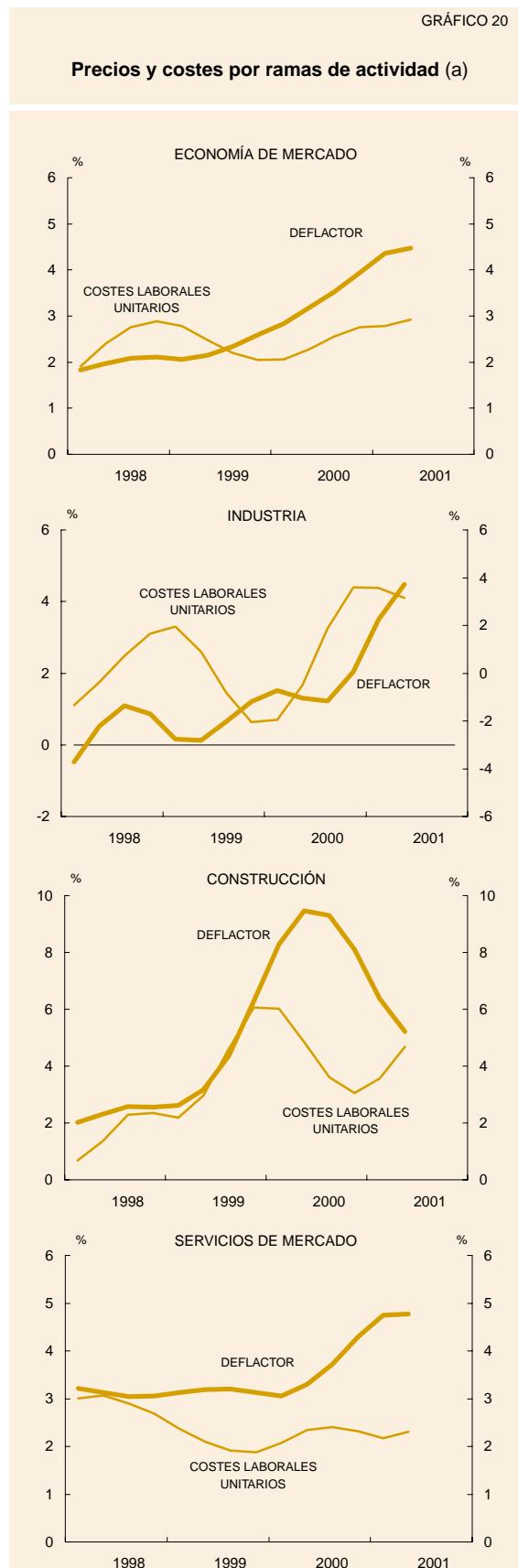
(1) Para una descripción más detallada de las novedades de esta reforma, véase el artículo publicado en el Boletín económico del mes de mayo de 2001.

en el 51,3%, nivel similar al de hace un año. Considerando únicamente a la población entre 16 y 64 años, la *ratio* de participación se situó en el 65,6%, suavizando la trayectoria ascendente que viene registrando en los últimos años. El menor dinamismo de la población activa favoreció un nuevo descenso del desempleo (75.000 personas en el trimestre) y de la tasa de paro, que se rebajó cuatro décimas, hasta el 13%; a pesar de ello, la reducción del número de desempleados siguió perdiendo ritmo en términos interanuales; el paro registrado hasta septiembre mostraba una evolución semejante. La reducción de la tasa de paro fue más acusada entre los hombres y, por edades, entre los más jóvenes. En cuanto a la incidencia del desempleo de larga duración, su peso continuó reduciéndose en el segundo trimestre (42,9%), aumentando entre los mayores de 55 años.

4.3. Costes y precios

El coste laboral unitario se aceleró en el primer semestre de 2001, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades que forman la economía de mercado, hasta aumentar a tasas cercanas al 3%, en ambos casos, en el segundo trimestre. Esta aceleración tuvo su origen en la evolución de la remuneración por ocupado (calculada en términos de puestos de trabajo equivalentes), que aumentó un 3,5% para el total de la economía, tres décimas por encima del crecimiento en el primer trimestre, repunte que no pudo ser compensado por la modesta recuperación en la tasa de variación del valor añadido por ocupado, hasta el 0,5%. En la economía de mercado, el crecimiento de la remuneración por ocupado fue algo superior, situándose en el 4% (véase gráfico 19). Cabe recordar que esta cifra incorpora no solo el incremento pactado en convenios colectivos para el año 2001, sino también el resultado de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2000.

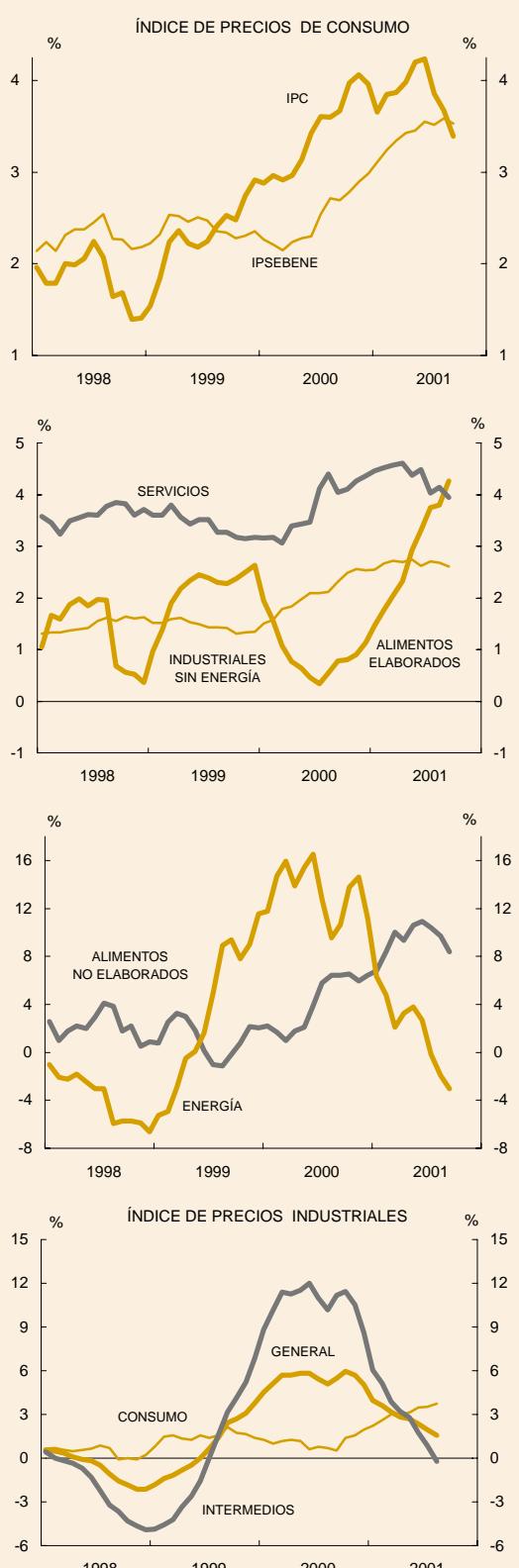
Entre los indicadores referidos a la evolución salarial, el índice de costes laborales (ICL)—que ha sustituido a la Encuesta de Salarios (ES)—registró un incremento interanual, por hora efectiva trabajada, del 4% en el segundo trimestre, resultado de un aumento del 3,2% en el coste salarial y del 6,7% en otros costes. Por ramas de actividad, el ICL aumentó un 4,8% en la industria, un 4,9% en la construcción y un 3,7% en los servicios. Los crecimientos por trabajador y mes fueron algo inferiores: un 3,6% para el coste laboral y un 2,9% para el salarial. Aunque los aumentos salariales que refleja este indicador son claramente superiores a los de las ganancias de la ES durante el año 2000, el hecho de no disponer de series enlazadas



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

GRÁFICO 21

Indicadores de precios (a)
España

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

entre ambas encuestas impide realizar un análisis fundamentado de estos resultados. Por otra parte, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de septiembre se elevó al 3,4%, cuatro décimas por encima del incremento observado en el año 2000 (sin incluir las cláusulas de salvaguarda). El incremento pactado hasta ese momento en convenios revisados era del 3,4%, y en convenios de nueva firma, del 3,6%. Por ramas de actividad, el aumento en la construcción se cifra en un 4,2%, superior al de los servicios (3,2%), agricultura (3,8%) e industria (3,4%). El efecto de las cláusulas de salvaguarda, que se hicieron efectivas como consecuencia de la desviación de la inflación en 2000 respecto a la previsión oficial, se estima en siete décimas.

El excedente bruto por unidad de valor añadido creció ligeramente por debajo del trimestre anterior; sin embargo, el fuerte ritmo de expansión de este agregado (cerca al 7% para el total de la economía, y algo superior a esa cifra en la economía de mercado) implica que los márgenes han seguido ampliándose en la primera mitad de 2001. El mayor crecimiento del coste laboral por unidad de valor añadido en el segundo trimestre de 2001 y el comportamiento de los márgenes explican que el deflactor del valor añadido bruto elevara su tasa de variación en una décima, hasta el 4,3%, en ese período.

En el gráfico 20 se recoge el comportamiento de los deflactores del valor añadido y de los costes laborales unitarios en la economía de mercado y en tres de las ramas que la integran: industria, construcción y servicios de mercado. Coincidiendo con la publicación de los datos del segundo trimestre del año 2000, el INE revisó algunos de los agregados que determinan la formación de precios en la economía de mercado, de forma que ahora su perfil es más acorde con el que apuntaban otros indicadores relacionados. En la economía de mercado, tanto el deflactor del valor añadido bruto como el coste laboral unitario aumentaron una décima su crecimiento en el segundo trimestre, hasta el 4,5% y el 2,9%, respectivamente. Como ya se ha señalado, el excedente por unidad de valor añadido siguió creciendo de forma muy intensa.

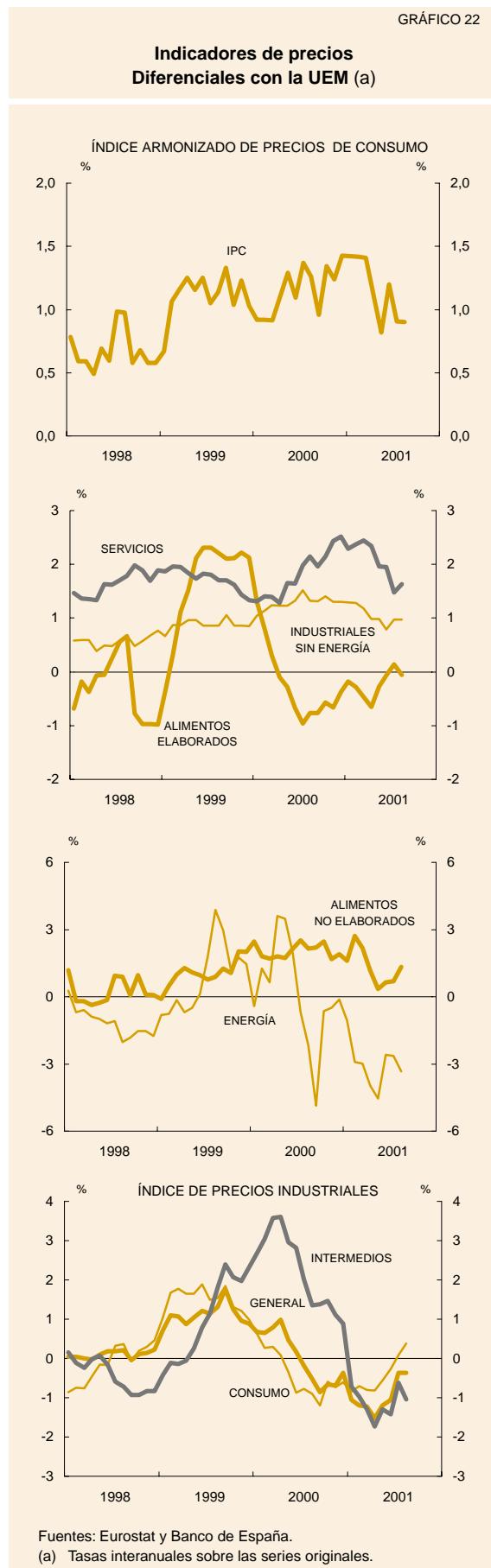
Por ramas de actividad, el comportamiento de precios y márgenes fue desigual. En la industria, el deflactor del valor añadido se aceleró intensamente, hasta alcanzar el 4,5%, mientras que los costes laborales unitarios se desaceleraron, como consecuencia de la recuperación de la productividad; en consecuencia, el margen bruto de explotación unitario mantuvo un perfil de recuperación. Por su parte, en la rama de construcción, los costes laborales unitarios

acentuaron su trayectoria alcista, al tiempo que el deflactor, aun creciendo a una tasa elevada, continuó moderándose, de modo que la brecha entre ambos incrementos se cerró de forma significativa, reflejando una contención en la ampliación de los márgenes unitarios de explotación. Por último, el deflactor de los servicios de mercado creció ligeramente por encima del trimestre anterior, en línea con la aceleración de los costes laborales unitarios, y el margen unitario siguió creciendo.

En el segundo trimestre de 2001, la tasa de crecimiento del deflactor de la demanda final se redujo siete décimas, hasta el 3,6%, ritmo inferior al del deflactor del PIB (4%). Esta diferencia fue resultado de la moderación que mostró nuevamente el deflactor de las importaciones, que cedió 3,1 puntos porcentuales en su tasa de variación, hasta situarla en el 2,4%. Detrás de este comportamiento se encuentra la significativa desaceleración de los precios internacionales, en especial los de la energía (el precio del petróleo importado en dólares cayó un 2,1% en el período) y los de las materias primas. No obstante, estos recortes no se trasladaron totalmente a los precios de importación, debido a que el euro se depreció ligeramente en el segundo trimestre.

En el tercer trimestre del año, el IPC, principal indicador de precios finales de la economía española, quebró el impulso alcista que había registrado en la primera mitad de 2001, entrando en una senda de desaceleración, que colocó su tasa de crecimiento interanual en el 3,4%, en septiembre, siete décimas por debajo de la tasa registrada al finalizar el segundo trimestre (véase gráfico 21). Sin embargo, el IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— continuó oscilando en tasas de crecimiento cercanas al 3,5%.

Dentro del IPC, tanto el componente de bienes como el de servicios redujeron su ritmo de avance. En el caso de los bienes, esto fue debido a los precios de los alimentos no elaborados, que aminoraron sus elevadas tasas de crecimiento, y a las sucesivas caídas en los precios de la energía, como resultado de los recortes registrados en los precios del gas natural y, especialmente, de los combustibles líquidos y carburantes. Estos últimos se están beneficiando del buen comportamiento del precio del petróleo en los mercados internacionales, en un contexto de relativa estabilidad de la cotización del euro. Los precios de los alimentos elaborados, sin embargo, experimentaron un repunte importante en el tercer trimestre, que refleja, principalmente, los mayores aumentos de los precios de los aceites y del tabaco; los precios de los bienes industriales no energéti-



cos mantuvieron un crecimiento estable en torno al 2,6% durante el verano. En el caso de los precios de los servicios cabe destacar la mejora que experimentaron en septiembre, creciendo, por primera vez en el año 2001, a tasas interanuales inferiores al 4%. Esta moderación fue debida, en su mayor parte, a la experimentada por los precios de los servicios relacionados con el turismo (hoteles y otros alojamientos) y por los servicios del transporte.

La desaceleración de los precios de consumo en España, a lo largo del tercer trimestre del año —medida por el IAPC— fue más intensa que la ocurrida en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona se redujo en tres décimas desde el mes de junio, hasta situarse en 0,9 décimas, en septiembre. Esta reducción se ha extendido a todos los componentes, con la excepción de los alimentos elaborados, cuyo correspondiente diferencial ha pasado a ser desfavorable a España (véase gráfico 22).

El índice de precios industriales (IPRI) ha prolongado hasta el mes de agosto la trayectoria de desaceleración que viene registrando desde finales del pasado año. Su tasa de aumento interanual fue del 1,6% en ese mes, más de un punto porcentual por debajo de la registrada en mayo. El buen comportamiento de los precios de producción de los bienes intermedios y, especialmente, de la energía (que registraron descensos tanto en términos mensuales como interanuales) compensó con creces los deslizamientos al alza en los precios de los bienes de consumo no duradero; los precios de los bienes de consumo duradero y de equipo permanecieron estables. Por último, los precios percibidos por los agricultores interrumpieron la senda descendente iniciada a principios de año, situándose en el mes de agosto una tasa interanual del 8,6%.

4.4. La actuación del Estado

El proyecto de Presupuestos Generales para el año 2002 incorpora una estimación oficial de la liquidación de los ingresos y gastos del Estado para el año 2001, según la metodología de la Contabilidad Nacional. Según esta estimación, el déficit del Estado se situaría este año en el 0,5% del PIB, mejorando solo una décima respecto al alcanzado el año anterior, frente al objetivo del 0,3% recogido en el Programa de Estabilidad. El recorte en el déficit sería inferior al experimentado en el año 2000, debido, sobre todo, a la desaceleración de los ingresos impositivos, que refleja, a su vez, el hecho de que el crecimiento del PIB real en el año 2001 será menor que el previsto inicialmente (un 3%, según la previsión actualizada

del Gobierno, frente al 3,6% inicial). El resultado, peor de lo esperado para el Estado, se compensaría con una mejor ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, que podría alcanzar un superávit del 0,5% del PIB, frente al 0,3% establecido como objetivo, mientras que las cuentas de las Administraciones Territoriales se situarían en equilibrio. De esta forma, el conjunto de las Administraciones Públicas lograría el objetivo de equilibrio presupuestario establecido en el Programa de Estabilidad para el presente año.

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado también incorpora un avance de la liquidación de ingresos y gastos, en términos de caja, para el año 2001, información que se presenta en el cuadro 3 (columnas 3 y 4). Según este avance, el Estado ingresará y gastará un 1,9% más —356 mm de pesetas— de lo presupuestado inicialmente. El déficit de caja será, por tanto, igual al presupuestado, es decir, 241 mm de pesetas. Hay que señalar que la desviación en el gasto es similar a la producida en el año anterior, mientras que el aumento de los ingresos por encima de lo presupuestado es significativamente menor que en el año 2000. El exceso de recaudación se debe al IRPF y a los otros ingresos; estos últimos, básicamente, por mayores beneficios del Banco de España. Por el contrario, la recaudación por impuestos indirectos sería menor que la presupuestada. En cuanto al gasto, los pagos corrientes aumentan más de lo presupuestado, mientras que los pagos de capital crecen menos. Dentro de los pagos corrientes, todos los capítulos registran aumentos mayores de lo previsto, destacando las transferencias corrientes y los pagos por intereses, cuya desviación se debe a las operaciones de canje de deuda. En los pagos de capital, hay que señalar el bajo porcentaje de ejecución esperado para el capítulo de inversiones.

En cuanto a la ejecución del Presupuesto del Estado en el tercer trimestre, con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta septiembre de 2001, en términos acumulados, un déficit de 676 mm de pesetas (0,6% del PIB) en el saldo de sus operaciones no financieras, frente al déficit de 545 mm (0,5% del PIB) del período enero-septiembre del año 2000 (véase cuadro 3). Los ingresos iniciaron una significativa recuperación, mostrando una tasa de crecimiento del 3,8%, frente al 0,3% observado en el primer semestre, pero aún lejos del 6,1% de aumento de ingresos previsto en el avance de liquidación. Por su parte, los gastos se desaceleraron ligeramente en el tercer trimestre, registrando un crecimiento del 4,6% hasta septiembre. El avance de liquidación prevé una aceleración de los gastos hasta el 5,5% para el conjunto del año 2001.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación 2000	Variación porcentual 2000/1999	Avance liquid. 2001	Variación porcentual 2001/2000	Liquidación ENE-JUN		Liquidación				
					Variación porcentual 2001/2000		2000	2001	Variación porcentual 8=7/6		
					1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	19.749	7,5	20.809	5,4	-0,3	13.847	14.323	3,4			
Impuestos directos	8.557	9,5	9.302	8,7	-0,4	5.979	6.325	5,8			
IRPF	5.350	4,9	5.979	11,8	-0,6	3.881	4.213	8,6			
Sociedades	2.863	17,5	3.007	5,0	4,8	1.808	1.814	0,3			
Otros (a)	345	21,8	316	-8,3	-13,8	290	298	2,8			
Impuestos indirectos	8.532	7,3	8.903	4,3	1,5	6.418	6.614	3,1			
IVA	5.557	8,7	5.833	5,0	1,2	4.181	4.310	3,1			
Especiales	2.672	4,1	2.751	3,0	1,8	2.013	2.071	2,9			
Otros (b)	304	12,4	319	5,1	4,0	224	233	4,2			
Otros ingresos	2.659	2,4	2.604	-2,1	-7,2	1.451	1.384	-4,6			
2. Pagos no financieros (c)	20.153	3,8	21.050	4,4	3,0	15.197	15.972	5,1			
Personal	2.706	-9,2	2.794	3,2	2,6	1.978	2.031	2,6			
Compras	395	-9,5	400	1,4	1,7	279	288	3,5			
Intereses	2.948	-7,3	2.997	1,7	-4,0	2.656	2.762	4,0			
Transferencias corrientes	12.117	12,1	12.897	6,4	5,0	8.892	9.491	6,7			
Inversiones reales	1.004	4,9	957	-4,7	0,9	726	675	-7,1			
Transferencias de capital	985	-7,4	1.005	2,1	12,6	666	725	9,0			
3. Saldo de caja (3=1-2)	-404	-61,7	-241	-40,4	34,9	-1.350	-1.649	22,2			
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:											
Ingresos no financieros	19.835	7,6	21.039	6,1	0,3	13.985	14.519	3,8			
Pagos no financieros	20.461	4,7	21.583	5,5	4,9	14.530	15.196	4,6			
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (d)	-626	-43	-544	-13,1	—	-545	-676	24,1			

Fuente: Ministerio de Hacienda.

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

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

(c) Incluye pagos sin clasificar.

(d) Las cifras anuales (columnas 1 y 3) proceden de la contestación del Ministerio de Hacienda al cuestionario del Protocolo sobre Déficit Excesivo, para 2000, y del avance de liquidación, para 2001.

En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre de 2001 se saldó con un déficit de 1.649 mm de pesetas, superior en un 22% al registrado en el mismo período del año anterior, frente al 35% de incremento del déficit de caja en el período enero-junio. Esta desaceleración del déficit (aún lejos de la caída del 40% prevista en el avance de liquidación para el conjunto del año 2001) se debió a la recuperación de los ingresos, que alcanzaron un crecimiento del 3,4% hasta septiembre (frente al descenso del 0,3% en el primer semestre), ya

que los gastos aumentaron su ritmo de crecimiento hasta el 5,1%, frente al 3% observado hasta junio. Para el resto del año, las estimaciones oficiales prevén una significativa aceleración de los ingresos hasta el 5,4%, y una ligera reducción del ritmo de aumento de los gastos, que se situaría en el 4,4%.

La recaudación tributaria experimentó una importante aceleración en el tercer trimestre, impulsada por la continuada corrección del efecto del adelanto de devoluciones tanto en el

CUADRO 4		
Balanza de pagos: resumen (a)		
	Millones de euros	
	ENE-JUL	
	2000	2001
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	121.072	137.144
Mercancías	71.508	78.643
Servicios	32.069	36.384
<i>Turismo</i>	18.487	20.907
<i>Otros servicios</i>	13.582	15.477
Rentas	9.017	12.824
Transferencias corrientes	8.478	9.292
Cuenta de capital	3.968	4.750
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	130.282	146.198
Mercancías	90.810	97.717
Servicios	18.868	21.025
<i>Turismo</i>	3.177	3.689
<i>Otros servicios</i>	15.691	17.336
Rentas	14.227	20.183
Transferencias corrientes	6.377	7.273
Cuenta de capital	603	519
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-9.210	-9.054
Mercancías	-19.302	-19.074
Servicios	13.201	15.359
<i>Turismo</i>	15.309	17.218
<i>Otros servicios</i>	-2.109	-1.859
Rentas	-5.210	-7.358
Transferencias corrientes	2.101	2.019
Cuenta de capital	3.365	4.232

Fuente: Banco de España.
(a) Avance provisional.

IRPF como en el IVA. No obstante, las tasas de crecimiento registradas por ambos impuestos resultan aún inferiores a las previstas en el avance de liquidación para el año 2001. También se aceleraron los impuestos especiales, que alcanzaron un ritmo de crecimiento similar al previsto en el avance de liquidación, mientras que el impuesto de sociedades sufrió una notable desaceleración, situándose en una tasa de crecimiento de solo el 0,3%, muy inferior al 5% previsto para todo el ejercicio. Por su parte, los ingresos no impositivos atenuaron su caída, que, no obstante, aún resulta superior a la prevista en el avance de liquidación.

En cuanto a los gastos, los de naturaleza corriente experimentaron, en conjunto, una aceleración respecto al primer semestre, impulsados por las compras de bienes y servicios,

los pagos por intereses (que continúan afectados por una mayor concentración de vencimientos de deuda pública que en el mismo período del año anterior) y las transferencias, mientras que los pagos de capital se desaceleraron. Las estimaciones oficiales prevén una desaceleración, en lo que resta de ejercicio, de todos los capítulos de gastos corrientes, excepto los gastos de personal, y de las transferencias de capital. Las inversiones reales, por el contrario, se acelerarían ligeramente, pero seguirían presentando a final de año una tasa negativa, según el avance de liquidación, frente al aumento del 9,1% inicialmente presupuestado.

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

En el período acumulado de enero a julio de 2001, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 4.823 millones de euros, 1.023 millones de euros menos que en las mismas fechas del año anterior. Esta mejora se explica tanto por la evolución favorable del saldo por cuenta corriente, que en el período enero-julio disminuyó su déficit en 155 millones de euros, en relación con el del mismo período del ejercicio precedente, como, fundamentalmente, por el mejor comportamiento de la balanza de capital, que aumentó en 867 millones de euros el superávit alcanzado en igual período de 2000.

En el conjunto de los siete primeros meses de 2001, el déficit acumulado de la balanza comercial registró una mejora de 228 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del ejercicio anterior. En tasas interanuales, el saldo negativo se redujo un 1,2%, frente al aumento del 30,3% observado en el promedio de 2000. La fuerte contención del desequilibrio comercial observada en los primeros meses del ejercicio se moderó a lo largo del segundo trimestre, debido al notable debilitamiento de las exportaciones en términos reales; no obstante, en julio, el retroceso de las compras exteriores propició una importante reducción del déficit. En conjunto, en el período enero-julio la disminución del desequilibrio comercial nominal se debió a la intensa mejora de la relación real de intercambio, dada la moderación de los precios de los productos energéticos importados y, en menor medida, de los precios de las compras no energéticas. En los servicios, el saldo positivo acumulado ascendió a 15.359 millones de euros, frente a los 13.201 contabilizados en el mismo período del año anterior, con un crecimiento del 16,4%. Este avance se explica por el aumento del superávit de turismo y viajes, en un 12,5%, y por la disminución del déficit de los otros servicios, en un

RECUADRO 4

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 912 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta julio de 2001, superior en 122 mm de pesetas (un 15,4%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Esta mejora en el saldo no financiero contrasta con la reducción del superávit que preveía el presupuesto inicial de 2001 en relación con la liquidación de 2000. Los ingresos no financieros crecieron un 8,4% hasta julio (algo menos que hasta abril, pero muy por encima de lo presupuestado), mientras que los pagos no financieros aumentaron un 7,7% (superando también la previsión presupuestaria).

Los ingresos por cotizaciones sociales atenuaron su elevado ritmo de crecimiento, que se situó en el 9,5% hasta julio, muy por encima del 2,1% previsto en el presupuesto (1), debido, sobre todo, al fuerte dinamismo de las afiliaciones, que crecieron un 4,1% interanual, en términos acumulados, hasta septiembre (un 5% a lo largo de 2000). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, registró un incremento del 5,5%, en línea con lo presupuestado.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas experimentó un incremento del 6,9% hasta julio, frente al 3,7% registrado hasta abril y al 3,9% de crecimiento en el presupuesto inicial de 2001. No obstante, ha de tenerse en cuenta que la comparación entre el presupuesto de 2001 y la liquidación de 2000 se halla distorsionada por el hecho de que esta última incluye tanto la paga por desviación del IPC en 1999 como la correspondiente al propio año 2000. El número de pensiones contributivas aumentó un 1,1% hasta agosto de 2001, en línea con lo previsto y con el crecimiento registrado en 2000. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal situó su tasa de crecimiento en el 14,5%, también por encima de lo presupuestado.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 10,4% hasta agosto de 2001, frente a un incremento del 3,1% en 2000. Esta evolución estuvo determinada por el comportamiento del número de beneficiarios, que aumentó un 5,2% hasta julio, frente al 2,7% de reducción media en 2000. El incremento del número de beneficiarios y la disminución del número de desempleados registrados (un 0,8% hasta septiembre, frente al 4,5% en el conjunto de 2000) dieron lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 68,4% hasta julio (64,7% en 2000).

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 9,8% hasta abril, frente al 6,2% previsto en el presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 11,1% hasta abril, en contraste con la previsión presupuestaria de incremento del 3%.

(1) No obstante, en el proyecto de presupuestos de la Seguridad Social para 2002 se presenta una previsión de liquidación que supone un incremento del 6,5% en las cotizaciones sociales del Sistema para el conjunto del año 2001.

Sistema de Seguridad Social (a)
(Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b)
(Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)

mm de pesetas y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL			
	2000 1	2001 2	% variación 3=2/1	% variación 4	2000 5	2001 6	% variación 7=6/5			
1. Ingresos no financieros	15.364	15.736	2,4	9,1	9192	9962	8,4			
Cotizaciones sociales (c)	10.204	10.419	2,1	10,6	5879	6439	9,5			
Transferencias corrientes	4.866	5.124	5,3	6,8	3204	3380	5,5			
Otros (d)	294	193	-34,1	6,5	109	143	31,9			
2. Pagos no financieros	14.755	15.352	4,0	6,0	8402	9050	7,7			
Personal	2.264	2.388	5,5	6,8	1383	1465	6,0			
Gastos en bienes y servicios	1.426	1.492	4,6	9,4	820	887	8,2			
Transferencias corrientes	10.854	11.233	3,5	5,2	6119	6602	7,9			
Prestaciones	10.783	11.158	3,5	4,6	6111	6552	7,2			
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>8.499</i>	<i>8.826</i>	<i>3,9</i>	<i>3,7</i>	<i>4764</i>	<i>5095</i>	<i>6,9</i>			
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>630</i>	<i>592</i>	<i>-6,0</i>	<i>18,8</i>	<i>320</i>	<i>367</i>	<i>14,5</i>			
<i>Resto</i>	<i>1.654</i>	<i>1.740</i>	<i>5,2</i>	<i>4,5</i>	<i>1027</i>	<i>1091</i>	<i>6,2</i>			
Resto transferencias corrientes	71	75	5,7	149,7	7	50	—			
Otros (e)	211	238	12,8	13,8	81	96	18,5			
3. Saldo no financiero	609	384	-36,9	26,3	790	912	15,4			

Fuentes: Ministerios de 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 de los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social solo se dispone hasta marzo.

(b) Las transferencias a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos 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.

11,8%. Los ingresos nominales por turismo crecieron un 13,1% en el período enero-julio; aunque habían moderado su avance durante el segundo trimestre del año, en el mes de julio repuntaron nuevamente, en línea con el mejor comportamiento que se percibió en las entradas de turistas entre julio y septiembre. Por su parte, los pagos nominales por turismo crecieron un 16,1%, en los siete primeros meses de 2001, apuntando hacia una moderación en los meses más recientes, en línea con el debilitamiento de la confianza de los consumidores (véase cuadro 7).

La balanza de rentas incrementó su déficit en 2.148 millones de euros, en el período enero-julio, en relación con el saldo negativo de igual período del año anterior. Los ingresos siguieron creciendo a un ritmo muy abultado (42,2%), como ya sucediera en el ejercicio anterior, reflejando el fuerte proceso inversor en el exterior que ha tenido lugar en los años recientes, y que se ha visto truncado en el transcurso del ejercicio actual. Los pagos crecieron a una tasa también elevada, del 41,9%, el doble de la observada en el promedio del año anterior, que se explica, igualmente, por el fuerte impulso que registró la inversión extranjera en España en el ejercicio anterior, y que también se ha debilitado en el presente año.

En el conjunto de los siete primeros meses de 2001, el saldo positivo de la balanza de transferencias corrientes se situó en 2.019 mi-

llones de euros, lo que supone un ligero descenso, del orden de 83 millones de euros, en relación con el saldo observado en igual período del año precedente. Los ingresos reflejaron un buen comportamiento, con avances de los flujos procedentes de la UE tanto en concepto de FEOGA-Garantía como de Fondo Social Europeo. Los pagos, sin embargo, mostraron un repunte, como consecuencia, fundamentalmente, del notable aumento que experimentaron los flujos hacia el exterior en concepto de remesas de emigrantes. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital experimentó una importante mejora, de 867 millones de euros, en relación con el registrado en los siete primeros meses de 2000. Este crecimiento, que en tasas interanuales se cifró en el 25,8%, se explica por la recuperación de los fondos estructurales procedentes de la UE, que estarían incorporando retrasos originados en el ejercicio anterior.

La necesidad de financiación de la nación se redujo levemente en el segundo trimestre del año 2001, debido a la modificación de las pautas de gasto y ahorro de los distintos sectores de la economía. Las AAPP avanzaron en su proceso de consolidación fiscal y el sector de familias e IPSFL mejoró su capacidad financiera, al aumentar su tasa de ahorro más intensamente que su inversión. Solamente el sector de empresas pudo haber acentuado su necesidad de financiación, a pesar de la notable moderación que está experimentando la inversión productiva privada.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Durante el segundo trimestre de 2001, el saldo de las operaciones financieras netas de la nación, -2,2% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, se mantuvo en un valor próximo al del trimestre anterior. Esta cifra supone un descenso de las necesidades financieras de la economía española en relación con el valor alcanzado en el año 2000, -2,6% del PIB, que se ha distribuido de forma heterogénea entre los distintos sectores (véase cuadro 5). El ahorro de los hogares e ISFL se recuperó de forma apreciable en relación con su valor en el año 2000, mientras que las necesidades financieras de las sociedades no financieras y de las AAPP experimentaron un incremento. Las instituciones financieras, por su lado, mantuvieron el saldo de sus operaciones financieras en un valor similar al del año 2000.

Esta evolución de las operaciones financieras netas de los sectores se enmarca en un contexto de moderación del grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras en la economía española a lo largo del año 2001, como pone de manifiesto la desaceleración de la financiación obtenida por el sector privado no financiero, y, en especial, de la correspondiente al crédito bancario. Así, la información provisional disponible indica que el crecimiento anual de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes al sector privado no financiero se redujo hasta un 12,4% en el mes de septiembre, tras haberse situado en el 18% al finalizar el año 2000. La desaceleración del crédito bancario se debe, en gran parte, a la ralentización del crédito otorgado por bancos, si bien, en el segundo trimestre fueron las cajas de ahorros las que moderaron el crecimiento de sus préstamos en mayor medida. No obstante, el menor crecimiento de la financiación no ha impedido el incremento de las *ratios* de endeudamiento de empresas y familias, tanto en términos del PIB como, sobre todo, de los activos financieros disponibles.

La evolución de los flujos netos entre sectores (parte inferior del cuadro 5) en la primera mitad de 2001 ofrece algunas novedades respecto a la situación en trimestres anteriores. Los inversores institucionales han vuelto a ganar peso en la canalización del ahorro de los hogares, debido a la recuperación de las suscripciones en fondos de inversión del mercado monetario (FIAMM), como se describe con mayor detalle en el siguiente apartado de esta sección. Por otro lado, en el segundo trimestre de 2001 se modificó el signo de las operaciones financieras netas de las AAPP con las instituciones financieras, debido al incremento de la cartera de títulos públicos en poder de estas. Este incremento, que supone un cambio significativo en la tendencia decreciente de

CUADRO 5

Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales
(Datos acumulados de cuatro trimestres)

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS									
	1996	1997	1998	1999	2000			2001		
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
Economía nacional	1,2	1,6	0,5	-1,1	-1,8	-2,3	-2,6	-2,3	-2,2	-2,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	5,1	4,0	1,9	-0,5	-2,0	-2,5	-2,9	-3,0	-2,3	-2,3
Sociedades no financieras	-0,1	-0,5	-1,3	-2,7	-3,1	-3,7	-3,7	-4,2	-4,4	
Hogares e ISFL	5,2	4,5	3,3	2,2	1,0	1,2	0,8	1,3	2,1	
Instituciones financieras	1,0	0,7	1,1	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	
Administraciones Públicas	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	-0,6	
FLUJOS INTERSECTORIALES (a)										
Hogares e ISFL	5,2	4,5	3,3	2,2	1,0	1,2	0,8	1,3	2,1	
Frente a:										
Instituciones de crédito (b)	-2,7	-6,7	-4,4	0,3	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,2	
Inversores institucionales (c)	8,8	10,9	7,5	1,1	-1,1	-0,8	0,2	0,7	1,6	
Sociedades no financieras	-0,1	-0,5	-1,3	-2,7	-3,1	-3,7	-3,7	-4,2	-4,4	
Frente a:										
Instituciones de crédito (b)	-0,3	-3,2	-4,3	-3,8	-4,5	-5,6	-6,5	-5,8	-4,5	
Resto del mundo	0,4	1,7	0,9	-0,7	-0,4	-0,6	1,5	1,0	-0,3	
Administraciones Públicas	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	-0,6	
Frente a:										
Instituciones de crédito (b)	-0,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	2,2	0,3	-0,5	
Inversores institucionales (c)	-5,9	-3,9	-2,6	1,7	3,3	3,5	3,5	3,8	3,6	
Resto del mundo	-0,2	-2,0	-1,1	-4,3	-4,0	-4,7	-6,1	-4,9	-4,6	
Resto del mundo	-1,2	-1,6	-0,5	1,1	1,8	2,3	2,6	2,3	2,2	
Frente a:										
Instituciones de crédito (b)	0,9	2,8	7,1	2,0	3,6	3,6	5,4	5,8	3,7	
Inversores institucionales (c)	-0,9	-2,5	-6,3	-3,5	-4,1	-4,4	-5,7	-5,5	-5,2	
Sociedades no financieras	-0,4	-1,7	-0,9	0,7	0,4	0,6	-1,5	-1,0	0,3	
Administraciones Públicas	0,2	2,0	1,1	4,3	4,0	4,7	6,1	4,9	4,6	

Fuente: Banco de España.
(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.
(b) Definido según la 1ª Directiva bancaria.
(c) Empresas de seguros e Instituciones de inversión colectiva.

esta variable en los últimos años, puede estar relacionado con la necesidad de un mayor volumen de colateral para acudir a las subastas de liquidez que el Tesoro empezó a realizar en el primer trimestre de 2001.

5.2. Los flujos financieros de los hogares

La evolución de las operaciones financieras netas de los hogares e ISFL durante el segundo trimestre de 2001 confirma los síntomas de recuperación que se apreciaban en el primer trimestre del año. Así, el saldo neto de las opera-

ciones financieras de activo y pasivo representó el 0,4% del PIB en el segundo trimestre, con lo que su valor se situó en el 2,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 0,8% del año 2000 (véase cuadro 5). Los factores que parecen explicar este comportamiento del ahorro de las familias son, por un lado, la fase cíclica de mayor debilidad de la actividad, que ha contribuido a moderar sus planes de gasto, y, por otro, la necesidad de compensar el deterioro de su riqueza financiera. Las perspectivas de continuidad de estos factores, en un clima general de incertidumbre, que se ha acrecentado tras los atentados terro-

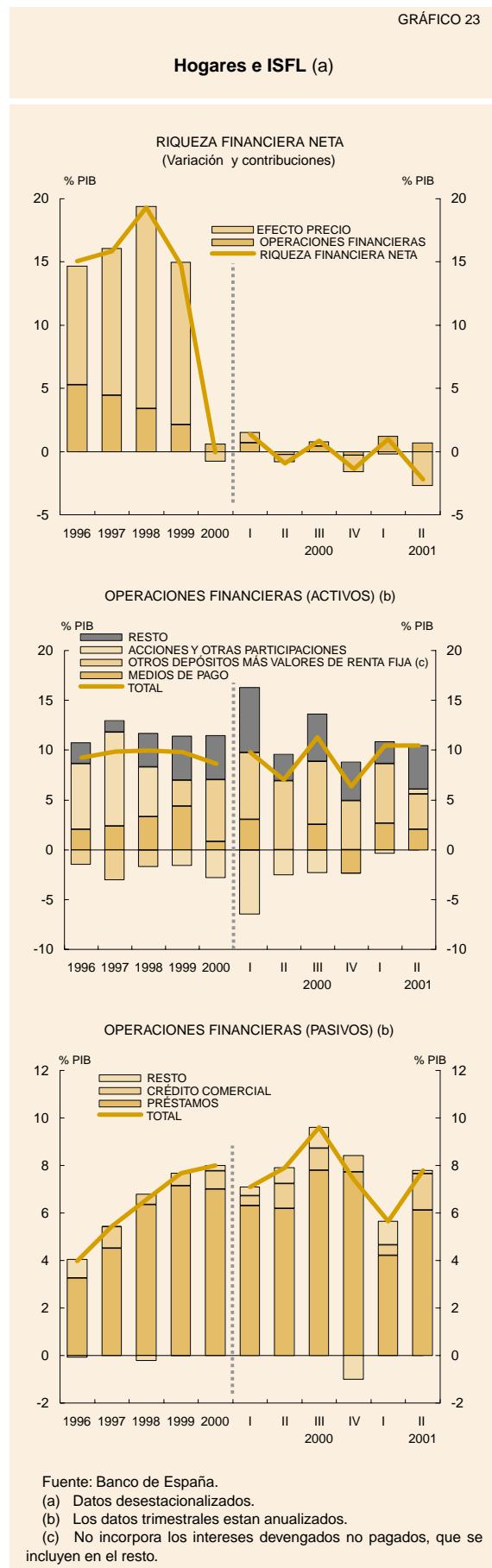
ristas en septiembre (véase recuadro 5), apuntan hacia una probable consolidación de este cambio de tendencia en el ahorro financiero de las familias, a pesar de que los tipos de interés nominales y reales se mantienen en niveles históricamente muy reducidos.

El análisis de las operaciones financieras de activo de este sector (véanse cuadro 6 y gráfico 23) indica una estabilidad, en términos desestacionalizados, de la adquisición de activos financieros, que alcanzó el 2,6% del PIB en el segundo trimestre del año. Estos flujos se dirigieron, al igual que en el trimestre anterior, hacia los activos más líquidos y de menor riesgo. La inversión neta en medios de pago fue de tan solo el 0,5% del PIB, como consecuencia de la intensa reducción de la demanda de efectivo ante la llegada del euro. Los depósitos a plazo siguieron atrayendo gran parte del ahorro de las familias, aunque en menor medida que en los trimestres anteriores, tras la recuperación de la inversión en participaciones de FIAMM. En cambio, los partícipes en fondos de inversión de renta variable e internacionales continuaron realizando reembolsos por una cuantía elevada.

Los indicadores mensuales disponibles sobre las condiciones monetarias y financieras de la economía española en el tercer trimestre de 2001 indican una continuidad de las tendencias observadas en períodos anteriores (1) (véase gráfico 24). Así, se mantuvo el elevado ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo, si bien en niveles inferiores a los del inicio del año, al tiempo que siguió aumentando la suscripción de participaciones en fondos monetarios y, en menor medida, de las correspondientes a fondos de inversión mobiliaria en renta fija.

La financiación total recibida por las familias hasta el segundo trimestre se desaceleró, aunque en menor medida que en el primer trimestre del año. Así, el flujo de financiación recibida fue del 1,9% del PIB, en términos desestacionalizados, que, si bien constituye un volumen superior al del trimestre anterior, se sitúa por debajo de los niveles medios del año 2000 (véase gráfico 23). De esta forma, el crecimiento interanual de la financiación recibida por los hogares se situó en el 15%, al finalizar el segundo trimestre, frente al 17,3% del año 2000 (véanse cuadro 6 y gráfico 24). La información provisional disponible sobre la evolución en el tercer trimestre de 2001 indica, sin embargo, una desaceleración más intensa en el período más reciente. La me-

(1) Nótese que estos indicadores proporcionan información agregada sobre los sectores de hogares y sociedades no financieras, por lo que las conclusiones sobre la evolución de las operaciones de las familias han de interpretarse con las debidas cautelas.



CUADRO 6

Activos financieros y pasivos de los hogares, ISFL y sociedades no financieras (a)

% PIB

	1998	1999	2000	2000 IV TR	2001	
					I TR	II TR
HOGARES E I.S.F.L.:						
Operaciones financieras (activos)	9,9	9,8	8,6	1,6	2,6	2,6
Medios de pago	3,3	4,4	0,8	-0,6	0,7	0,5
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	-1,7	2,6	6,2	1,2	1,5	0,9
Acciones y otras participaciones	5,0	-1,6	-2,9	0,0	-0,1	0,1
Resto	3,4	4,4	4,5	1,0	0,6	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	6,6	7,7	8,0	1,8	1,4	1,9
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,4	6,8	2,0	0,9	1,5
Resto	0,7	1,3	1,2	-0,1	0,5	0,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,1	17,9	27,2	6,7	3,0	5,5
Medios de pago	1,5	0,7	0,8	-0,2	-0,1	0,6
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	0,3	-0,1	0,8	-0,6	0,9	-0,2
Acciones y otras participaciones	3,1	8,3	13,9	4,9	0,8	1,4
Resto	9,2	9,1	11,6	2,5	1,5	3,8
Operaciones financieras (pasivos)	15,4	20,6	31,0	6,8	4,3	6,8
Créditos de entidades de crédito residentes	4,6	4,8	6,6	1,1	0,7	1,9
Préstamos exteriores, valores de renta fija y fondos de titulización (b)	1,8	4,0	3,8	0,3	1,4	0,9
Resto	9,0	11,8	20,5	5,4	2,2	4,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Activos financieros líquidos	3,7	1,4		2,6	4,4	6,1
Hogares e ISFL	3,9	0,7		1,2	4,2	5,7
Sociedades no financieras	3,2	5,6		10,3	5,6	8,2
Financiación (c)	16,7	19,4		18,8	17,2	16,4
Hogares e ISFL	19,3	19,6		17,3	15,5	15,0
Sociedades no financieras	14,7	19,3		19,9	18,5	17,5

Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados. Para obtener los datos en % PIB se ha utilizado el PIB anual.

(b) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

(c) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

nor confianza en la capacidad de los hogares para afrontar pagos futuros, como consecuencia del agotamiento de la fase expansiva del ciclo y del mayor grado de incertidumbre, ha debido influir tanto en la demanda como en la oferta de crédito.

De acuerdo con la información correspondiente a la distribución del crédito por finalidades en el segundo trimestre del año, los préstamos para adquisición de vivienda no se vieron afectados por este proceso de desaceleración, sino que, por el contrario, mantuvieron un creci-

miento elevado (23%, en tasa interanual). Por otro lado, si bien se produjo cierto repunte de la financiación para la compra de bienes de consumo duradero durante este trimestre, el resto de la financiación a personas físicas experimentó un crecimiento más moderado.

Durante el segundo trimestre tuvo lugar un nuevo deterioro de la situación patrimonial de las familias, que se manifestó en una caída de su riqueza financiera neta y en un incremento de las ratios de endeudamiento (véanse gráficos 23 y 25). Así, la relación entre deuda y PIB

RECUADRO 5

Impacto de los atentados terroristas en EEUU sobre los mercados financieros españoles

Los atentados terroristas ocurridos el pasado día 11 de septiembre en los EEUU tuvieron un impacto muy acusado en los mercados financieros internacionales, si bien la magnitud de estos difirió según los países y el tipo de instrumentos. Los *mercados de renta variable* fueron los que resultaron más negativamente afectados por los atentados. Así, se intensificó la tendencia a la baja que venían mostrando los índices desde mediados de año. El Ibex 35 perdió un 15,4% entre los días 10 y 21 de septiembre, caída inferior a la que registró el índice Euro Stoxx de las bolsas del área del euro (17,3%) y superior a la del S&P 500 de la bolsa americana (11,6%). Por sectores, y en línea con lo ocurrido en los mercados internacionales, los valores más perjudicados en las bolsas españolas fueron los de la industria aeronáutica, los del sector turístico y los del sector de bancos. Se registró también un aumento notable de la volatilidad implícita negociada en los mercados de opciones de renta variable, síntoma evidente de la mayor incertidumbre que generaron los atentados. Al igual que ocurrió con las cotizaciones, el impacto sobre las volatilidades fue menos intenso en los mercados españoles que en el resto del área del euro, pero mayor que el que se observó en los mercados americanos. Tras el día 21 de septiembre, se inició un proceso de «recuperación». Así, el día 16 de octubre los índices bursátiles se situaban en torno a los niveles anteriores al atentado, al tiempo que se redujeron las volatilidades implícitas (que continuaron, sin embargo, por encima de los niveles del 10 de septiembre).

En los *mercados de renta fija*, los movimientos estuvieron en línea con la evolución en el resto del área del euro. La rentabilidad de la deuda pública a medio plazo, al igual que la deuda del tesoro americano, se redujo notablemente, reflejando, con toda probabilidad, un empeoramiento de las expectativas de crecimiento económico a esos plazos, así como la revisión a la baja de los tipos de intervención esperados para los próximos meses. En los plazos más largos, y a diferencia de lo que ocurrió con la deuda americana, se observó un ligero repunte de las rentabilidades en el área del euro entre los días 11 y 21 de septiembre. No obstante, tras esa fecha, los tipos a largo plazo mostraron una tendencia a la baja, de manera que el día 16 de octubre se situaban por debajo de los niveles anteriores al atentado. Las volatilidades implícitas negociadas en los mercados de opciones de renta fija mostraron un ligero repunte hasta el día 21 de septiembre, que se corrigió posteriormente. Por su parte, los diferenciales sobre los tipos *swap* de la rentabilidad de la deuda privada negociada en AIAF se ampliaron tras los atentados, alcanzando niveles que han permanecido estables hasta la actualidad. No obstante, estos movimientos de los precios de los bonos privados han sido, en los mercados españoles y en el resto de los del área del euro, menos intensos que los que se han observado en EEUU.

En los *mercados monetarios* del área del euro, al igual que ocurrió en los mercados americanos, tras los atentados, se produjo un tensionamiento de los tipos a un día como consecuencia de las carencias transitorias de liquidez en algunas instituciones de crédito europeas. No obstante, tras las operaciones realizadas por el Eurosistema durante los días posteriores, el tipo EONIA volvió a situarse en torno al tipo de las operaciones principales de financiación. En los plazos superiores, los tipos de interés intensificaron la tendencia decreciente que venían mostrando desde principios de año, como reflejo de la revisión a la baja de los tipos oficiales de intervención esperados para los próximos meses y del propio descenso de estos en 50 puntos básicos, acordado el día 17 de septiembre. Al igual que ocurrió en el resto de los mercados, las volatilidades implícitas de los tipos de interés a tres meses también repuntaron hasta el día 21 de septiembre y, posteriormente, tenderon a recuperar los niveles anteriores a los atentados.

Principales indicadores financieros

%

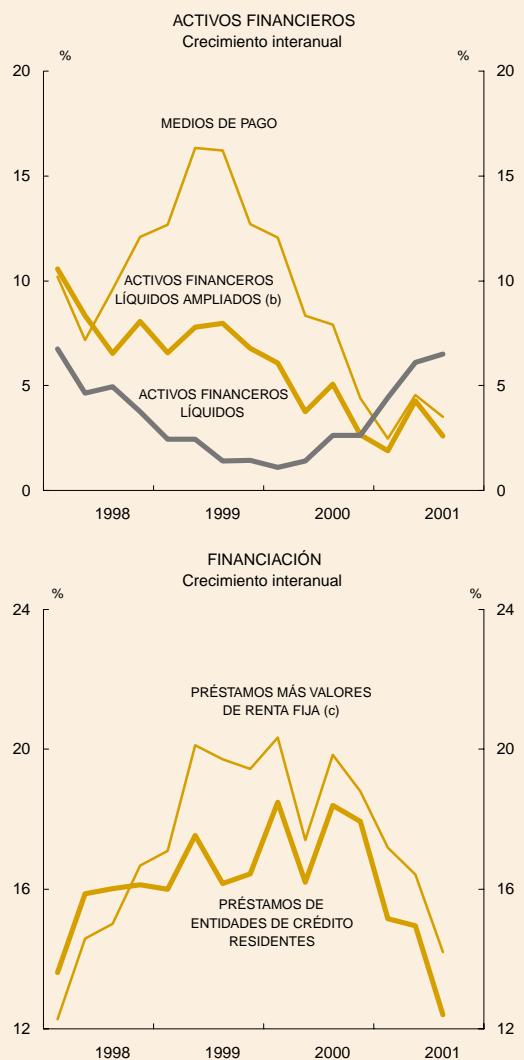
	DIC 00	JUN 01	31.8.01	10.9.01	12.9.01	21.9.01	16.10.01
MERCADOS MONETARIOS:							
Área euro							
Tipo mínimo de las O.P.	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	3,75	3,75
EONIA	5,16	4,72	4,38	4,28	4,42	3,12	3,91
Volatilidad implícita EURIBOR 3 meses	11,37	13,57	7,65	15,04	21,64	24,00	18,04
EEUU							
Tipo fondos federales	6,50	3,75	3,50	3,50	3,50	3,00	2,50
Eurodepósitos a 1 día	7,05	4,21	3,71	3,54	6,00	2,16	2,51
Volatilidad implícita eurodep. a 3 meses	9,60	14,24	13,01	23,22	—	37,62	31,33
MERCADOS DE RENTA FIJA:							
España							
Tir deuda Tesoro a 10 años	5,15	5,45	5,06	5,09	5,12	5,15	4,93
Diferencial deuda privada AIAF a 10 años (a)	0,43	0,58	0,53	0,51	0,52	0,53	0,62
Área euro							
Tir deuda T. alemán a 10 años	4,86	5,09	4,77	4,81	4,81	4,86	4,66
Dif. deuda privada A a 10 años (a)	0,83	0,72	0,72	0,70	0,69	0,80	0,81
Volat. implícita bono T. alemán a 10 años	4,65	4,30	4,41	4,73	5,10	5,14	4,64
EEUU							
Tir deuda T. americano a 10 años	5,17	5,45	4,87	4,81	—	4,75	4,66
Dif. deuda privada A a 10 años (a)	0,79	0,38	0,53	0,57	—	0,84	0,85
Volat. implícita bono T. americano a 10 años	6,75	6,62	6,72	7,01	—	7,70	7,46
MERCADOS DE RENTA VARIABLE:							
España							
Var. Ibex 35 desde 31.12.00	—	-2,54	-8,66	-15,71	-19,46	-28,67	-16,09
Var. Ibex 35 desde 10.9.01	—	—	—	—	-4,45	-15,37	-0,46
Volat. implícita Ibex 35	27,56	19,72	24,94	29,84	37,05	45,73	34,54
Área euro							
Var. DJ Euro Stoxx desde 31.12.00	—	-10,42	-19,65	-25,82	-30,01	-38,66	-27,03
Var. DJ Euro Stoxx desde 10.9.01	—	—	—	—	-5,65	-17,31	-1,63
Volat. implícita DJ Euro Stoxx 50	24,09	20,59	25,27	33,98	43,53	51,88	37,76
EEUU							
Var. S&P 500 desde 31-12-00	—	-7,26	-14,14	-17,25	-17,25	-26,85	-16,87
Var. S&P 500 desde 10-9-01	—	—	—	—	0,00	-11,60	0,46
Volat. implícita S&P 500	23,63	18,41	21,73	24,80	—	34,79	27,13

Fuentes: Bloomberg, Reuters y Banco de España.

(a) Diferencial sobre tipos *swap*.

GRÁFICO 24

Sociedades no financieras, hogares e ISFL (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del tercer trimestre de 2001 son provisionales.
(b) Definidos como activos financieros líquidos más fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.

(c) Incluye préstamos de entidades de crédito residentes y del exterior, emisión de valores y financiación intermediada por fondos de titulización.

PIB y el 46% de los activos más líquidos. En términos de un agregado más amplio de activos financieros —que incluye la cartera de acciones y todas las participaciones en fondos de inversión— el deterioro fue algo más intenso.

5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

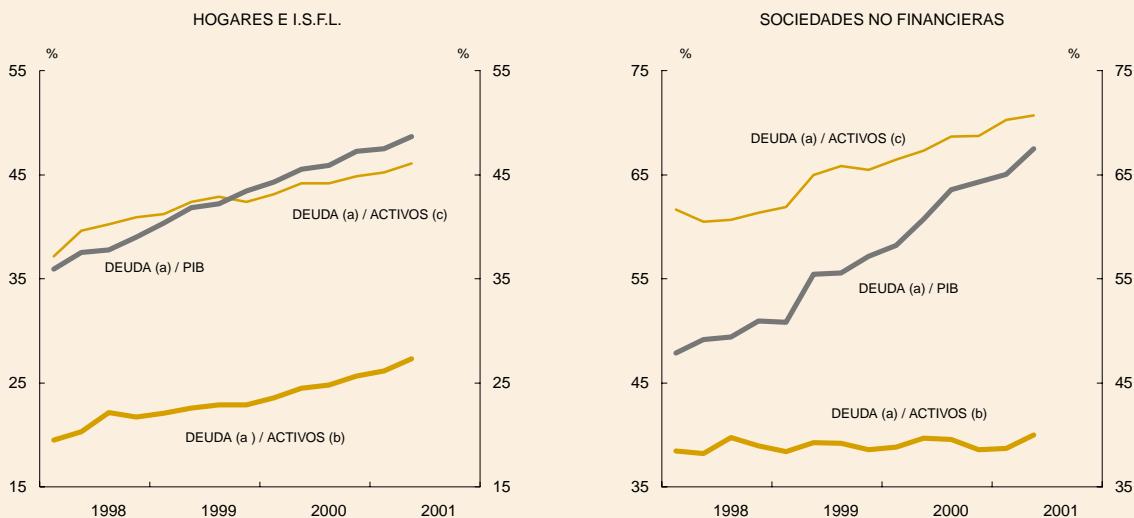
Las operaciones financieras netas de las sociedades no financieras registraron un nuevo deterioro durante el segundo trimestre del año, situándose en el -1,1% del PIB. Con ello, el ahorro de este sector alcanzó el -4,4% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al -3,7% en el año 2000. Este deterioro se debe a que la inversión en activos financieros ha experimentado, en los últimos trimestres, una mayor desaceleración que la adquisición de pasivos, tras el fuerte aumento que, en ambos casos, se produjo en los años 1999 y 2000, vinculados a inversiones de empresas españolas en el exterior. Esta mayor desaceleración relativa de la inversión en activos financieros indica que la brecha entre la formación bruta de capital y el ahorro bruto ha tendido a ampliarse, debido, probablemente, a un deterioro de los recursos generados por las empresas, dado el contexto de atonía por el que atraviesa la formación bruta de capital.

Del análisis por componentes se desprende que las empresas no financieras también mostraron cierta preferencia por los activos financieros más líquidos y de menor riesgo (véase cuadro 6). Los medios de pago recibieron un flujo neto de inversión del 0,6% del PIB en este trimestre, mientras que, en todo el año 2000, dicho flujo fue del 0,8% del PIB. La inversión neta en acciones y otras participaciones también alcanzó un volumen importante, 1,4% del PIB, que se destinó, principalmente, a inversiones en el exterior de carácter permanente, de acuerdo con la información de la balanza de pagos. Por otra parte, se produjo también un flujo de fondos hacia filiales de empresas españolas radicadas en el extranjero, que tiende a constituirse en un flujo relativamente permanente asociado a la adquisición de empresas, derivado de los traspases de fondos habituales entre empresas pertenecientes a un mismo grupo. Esto indica que, a pesar de la incertidumbre que rodea el contexto económico internacional, el proceso de internacionalización de las empresas españolas ha mantenido cierta continuidad. En todo caso, estas cifras están lejos de los valores extraordinarios alcanzados en 1999 y, sobre todo, en el año 2000.

Por el lado de los pasivos, la financiación ajena, excluyendo la emisión de acciones y

siguió incrementándose, debido al menor crecimiento del PIB nominal, y a pesar de la desaceleración de la financiación recibida por las familias. El descenso de los precios en los mercados bursátiles acentuó la tendencia creciente del endeudamiento en términos de la cartera de activos financieros, de manera que las familias siguieron aumentando su grado de exposición a los riesgos asociados a la evolución futura del precio de los activos financieros y reales. La deuda de este sector, aproximada por la suma de crédito bancario y la financiación intermediada por fondos de titulización, representaba, a finales del primer semestre de 2001, el 49% del

GRÁFICO 25

Ratios de endeudamiento

Fuente: Banco de España.

- (a) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.
 (b) Activos financieros (excluyendo otros).
 (c) Activos financieros (excluyendo otros) distintos de acciones y otras participaciones (sin incluir FIAMM).

participaciones y el crédito de proveedores, continuó el proceso de desaceleración iniciado en el primer trimestre del año, situándose el crecimiento interanual de esta variable en el 17,5% en el segundo trimestre de 2001, frente al 19,9% de finales del año 2000 (véase cuadro 6). No obstante, esta desaceleración no tiene un carácter homogéneo por componentes, ya que el flujo de financiación procedente del exterior continuó incrementando su aportación a la cobertura de las necesidades financieras del sector. Por otro lado, los recursos obtenidos mediante la emisión de acciones y participaciones experimentaron un incremento durante el segundo trimestre en relación con el primero, de manera que los recursos ajenos, excluido el crédito de proveedores, se incrementaron en dicho trimestre, alcanzando un valor cercano a los de 1999, aunque inferior a los del año 2000.

La información relativa a la distribución por sectores productivos de los préstamos otorgados por entidades de crédito residentes (bancos, cajas de ahorros, cooperativas y establecimientos financieros de crédito) indica que la financiación al sector servicios manifestó síntomas claros de desaceleración en el segundo trimestre, situándose la tasa interanual en el 14%, frente a un 20% en el año 2000. Una evolución similar se produjo en los préstamos a la construcción, cuya tasa de crecimiento se redujo hasta el 12,7%, desde casi un 21% en el año 2000. La contribución de ambos sectores expli-

ca la mayor parte de la desaceleración observada en el crecimiento de la financiación a actividades productivas.

Los datos disponibles sobre la financiación a empresas no financieras en el tercer trimestre de 2001 indican que la procedente de entidades residentes ha seguido desacelerándose, aunque la proveniente de fondos de titulización y préstamos exteriores mantiene ritmos de avance elevados.

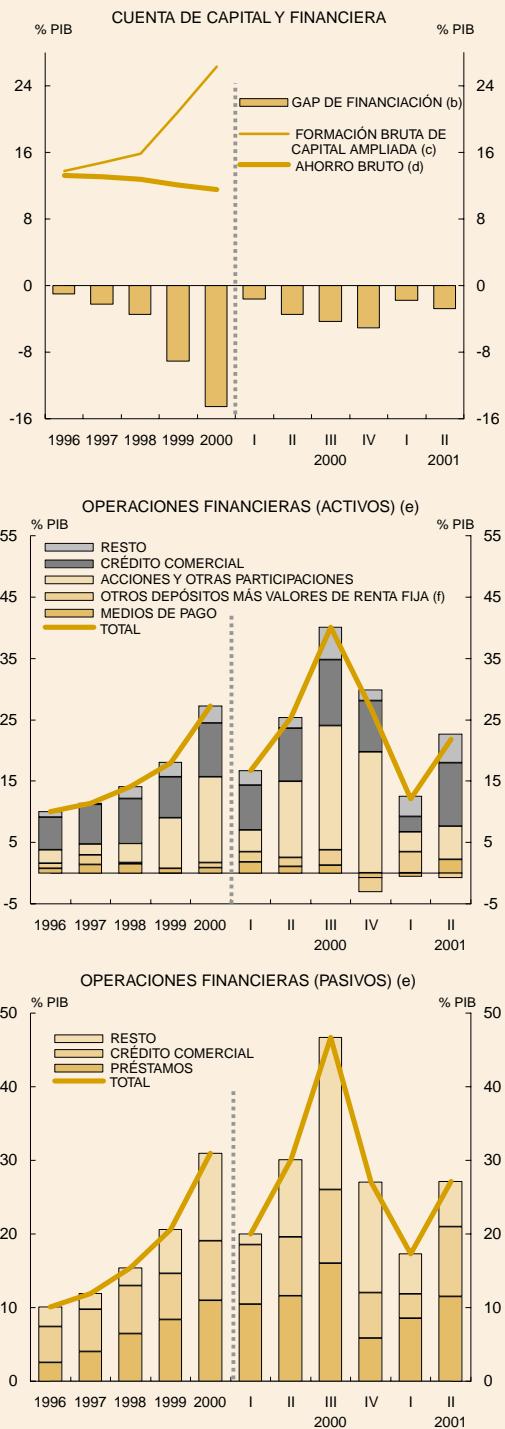
La evolución de la financiación recibida por este sector continuó elevando sus *ratios* de endeudamiento, habiéndose situado la relación deuda/PIB cercana al 68% (véase gráfico 25), muy similar a la media que presentaban los cuatro países de mayor tamaño en el área del euro a finales del año 2000 (véase recuadro 6). Resulta particularmente significativo el incremento observado en el último trimestre en la relación entre deuda y el valor de la cartera de activos financieros, que incluye acciones y participaciones, consecuencia tanto del aumento de financiación del sector como de las correcciones producidas en los precios de los activos de renta variable.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

El saldo neto de las operaciones financieras de las AAPP fue prácticamente nulo du-

GRÁFICO 26

Sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados.

(b) Recursos financieros que cubren la brecha entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.

(c) Incluye la variación de existencias y la renta variable en el exterior.

(d) Incluye las transferencias de capital.

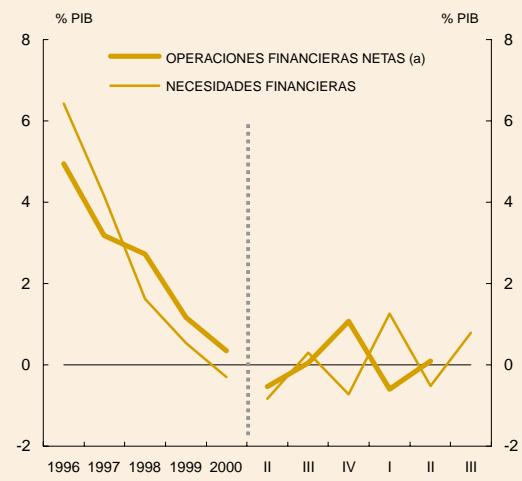
(e) Los datos trimestrales están anualizados.

(f) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

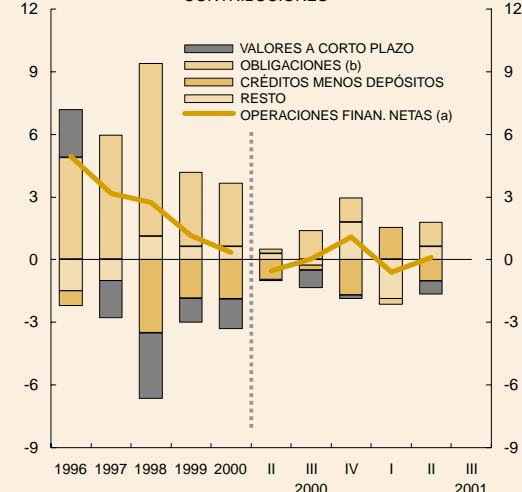
GRÁFICO 27

Administraciones Públicas

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS



CONTRIBUCIONES



Fuente: Banco de España.

(a) Cambiado de signo.

(b) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

rante el segundo trimestre de 2001 (véase gráfico 27), aunque sufrió un deterioro de hasta el -0,6% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres.

Las AAPP realizaron una emisión neta de deuda pública a largo plazo de 7,5 mm de euros en el segundo trimestre del año, tras el importante volumen de amortizaciones del trimestre anterior. Los recursos obtenidos por esta vía permitieron afrontar una amortización neta de valores a corto plazo de elevada cuantía (4,3 mm de euros) y contribuyeron a incrementar el saldo de los depósitos en el Banco de España y en las entidades de depósito. Las emisiones de obligaciones fueron

RECUADRO 6

Evolución reciente de la financiación del sector de empresas no financieras en la zona del euro

En el marco de la UEM resulta especialmente relevante identificar aquellos factores que dan lugar a diferencias entre países en el mecanismo de transmisión de la política monetaria única. Junto con las diferencias en el funcionamiento de los mercados de factores y productos, la literatura económica ha otorgado un papel destacado a la estructura financiera de la economía y a las pautas de ahorro y endeudamiento de los agentes económicos a la hora de explicar la magnitud y la velocidad del impacto de los impulsos monetarios. En particular, un elemento esencial del mecanismo de transmisión es la conexión entre las medidas de política monetaria y las condiciones financieras que afectan al desarrollo de la actividad empresarial. Así, factores tales como el grado de intermediación bancaria, el nivel de utilización de fuentes de financiación alternativas (mercados de valores, crédito empresarial o financiación en el exterior), la estructura de plazos del pasivo empresarial o el grado de utilización de instrumentos financieros a tipo variable, tienen una influencia indudable en la respuesta de la inversión empresarial ante cambios en el tono de la política monetaria.

Las comparaciones internacionales relativas a la estructura de la financiación empresarial se ven dificultadas, incluso cuando se limitan a los países de la zona del euro, por la falta de armonización en las normas contables vigentes en los distintos países. Para tratar de evitar este problema, resulta útil emplear, como base estadística, información de las cuentas financieras nacionales para las empresas no financieras de la zona del euro. Cuando se analiza la composición del pasivo empresarial —medido a precios de mercado— en el período 1996-2000, se observa, tanto en los países individuales como en el conjunto del área, que la evolución del balance a precios de mercado ha estado dominada por el intenso proceso de revalorización experimentado por los mercados bursátiles hasta comienzos del año 2000. De hecho, puede afirmarse que el comportamiento de las cotizaciones ha sido el principal factor determinante de la evolución de la *ratio* deuda-capital en el período considerado. De este modo, han ganado peso los fondos propios, en términos de valor de mercado, en el total del pasivo, frente al resto de las fuentes de financiación, y esta tendencia solo se ha quebrado en el año 2000.

Dado que los efectos de valoración de las acciones y los valores de renta fija pueden oscurecer la evaluación de la magnitud relativa de las nuevas operaciones de financiación, es más adecuado presentar la información sobre las operaciones netas (utilizando el valor de la transacción como criterio de valoración). Para ello, el gráfico 1 representa el valor promedio, en el período 1996-2000, de las operaciones netas de financiación externa del sector de empresas no financieras para los cuatro países de mayor dimensión dentro de la zona del euro. En primer lugar, se aprecia que, en el promedio de los países analizados, la variación de los créditos representó cerca de la mitad del total de flujos de financiación externa en el período considerado. En el otro extremo, la emisión de valores de renta fija desempeñó un papel marginal como fuente de recursos para las empresas. En segundo lugar, este gráfico evidencia diferencias notables entre países en las pautas de financiación empresarial. Francia es el país que presenta un comportamiento más heterogéneo con respecto al conjunto del área. Es el único país donde los flujos de financiación procedente de los mercados de capitales son superiores a los flujos de crédito y donde la emisión neta de valores distintos de acciones adquirió un tamaño apreciable. La financiación vía crédito ha sido la predominante en Italia y Alemania, especialmente en este último país, en el que esta forma de financiación representó alrededor de dos tercios del total de flujos financieros netos. Finalmente, España, además de por la elevada magnitud relativa de las operaciones de financiación con proveedores, se caracteriza por ser el país con mayor volumen de nuevas operaciones de financiación. En el gráfico 2, que representa la evolución del total de pasivos financieros, excluyendo acciones y participaciones, y la financiación interempresarial para el sector de empresas en España y en el promedio de los cuatro países analizados, se aprecia cómo el peso del endeudamiento empresarial ha crecido de manera más acentuada en España. Mientras que en España el peso del endeudamiento empresarial (en porcentaje del PIB) pasó desde el 45,1% en 1996 hasta el 64,9% en el año 2000, en el promedio de los cuatro países de mayor dimensión de la zona del euro aumentó desde el 56% hasta el 66,9%, en el mismo período. Por tanto, a pesar de su marcado incremento en los últimos años, la *ratio* de endeudamiento agregado del sector de empresas no financieras continúa siendo en España algo inferior a la de los principales países de la UEM.

La evidencia presentada en este recuadro pone de manifiesto la existencia en el pasado reciente de discrepancias significativas entre los países del área en los flujos de financiación empresarial. Estas divergencias reflejan diferencias en ciertos aspectos institucionales de estas economías. La literatura económica ha considerado un amplio abanico de factores determinantes de la estructura del pasivo empresarial: consideraciones fiscales, legislación concursal, regulación de los mercados de capitales, tipo de relación entre bancos y empresas, composición del activo, factores cíclicos, entre otros. Aunque es innegable que existe una tendencia a la convergencia en algunos de estos aspectos, la persistencia de discrepancias en factores tales como los sistemas fiscales o los mecanismos legales de protección a los distintos tipos de acreedores podrían explicar el mantenimiento en el futuro próximo de diferencias significativas en los patrones de financiación empresarial.

Financiación del sector de empresas no financieras

GRÁFICO 1. OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (a)

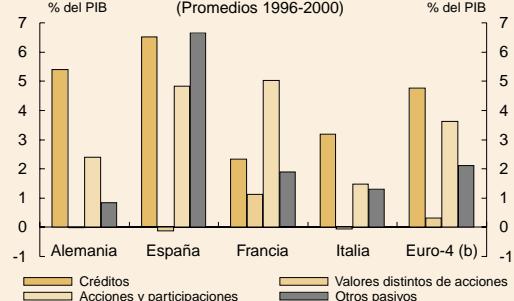
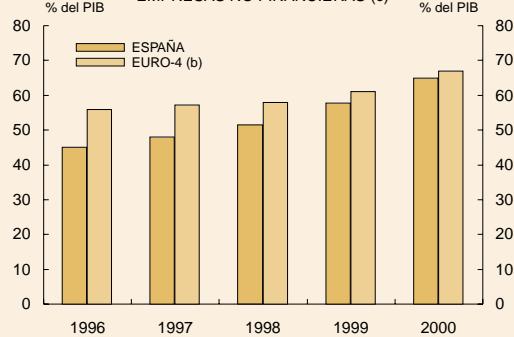


GRÁFICO 2. ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (c)



Fuente: Bancos centrales nacionales.

(a) Datos sin consolidar; endeudamiento neto (+), amortizaciones netas (-).

(b) Promedio para los cuatro países analizados. (c) Créditos y valores distintos de acciones.

CUADRO 7

Operaciones financieras de la nación (a)

% PIB

	1998	1999	2000	2000 IV TR	2001 I TR	2001 II TR
Operaciones financieras netas	0,5	-1,1	-2,6	-0,5	-0,5	-0,4
Operaciones financieras (activos)	12,3	15,0	24,3	7,9	4,6	2,4
Oro y DEG	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	1,8	2,8	0,2	1,8	-2,0
Sistema crediticio	0,0	3,7	2,6	0,9	0,5	-1,8
Otros sectores residentes	3,2	-1,9	0,2	-0,7	1,3	-0,1
Valores distintos de acciones	3,4	2,8	3,8	1,4	1,2	2,6
Sistema crediticio	-1,4	-0,9	-0,3	-0,1	0,3	1,1
Otros sectores residentes	4,7	3,7	4,1	1,5	0,9	1,5
Acciones y otras participaciones	4,3	9,8	15,1	5,6	0,9	1,1
Sistema crediticio	0,4	0,7	1,7	0,3	0,2	-0,2
Otros sectores residentes	3,9	9,0	13,3	5,3	0,7	1,3
Del cual:						
<i>Sociedades no financieras</i>	2,2	6,4	10,8	5,0	0,5	1,5
Créditos	1,4	0,8	2,6	0,7	0,7	0,6
Sistema crediticio	0,2	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,1
Otros sectores residentes	1,2	0,9	2,1	0,4	0,5	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	11,8	16,1	26,8	8,4	5,2	2,8
Depósitos	5,9	4,2	7,3	2,7	2,9	-0,5
Del cual:						
Sistema crediticio	5,9	4,1	7,2	2,7	2,9	-0,5
Valores distintos de acciones	1,0	5,4	7,1	2,2	0,5	0,8
Sistema crediticio	0,2	0,9	0,8	0,0	0,2	0,3
Administraciones Públicas	1,0	4,3	5,8	2,1	0,1	0,3
Otros sectores residentes	-0,2	0,2	0,5	0,1	0,1	0,2
Acciones y otras participaciones	2,9	3,9	8,9	3,5	0,8	1,6
Sistema crediticio	0,1	0,3	1,6	0,1	0,2	0,1
Otros sectores residentes	2,8	3,6	7,3	3,3	0,6	1,5
Créditos	2,2	3,8	4,3	0,4	1,2	1,2
Administraciones Públicas	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Otros sectores residentes	2,1	3,7	4,2	0,4	1,2	1,2
Otros neto (b)	-0,2	-1,2	-0,8	-0,3	-0,2	-0,4

Fuente: Banco de España.

(a) Para obtener los datos en % PIB se ha utilizado el PIB anual.

(b) Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguros.

adquiridas, fundamentalmente, por el sector de instituciones financieras y, en menor cuantía, por inversores no residentes. La mayor necesidad de colateral que conlleva la obtención de recursos líquidos a través de las subastas de liquidez del Tesoro podría explicar el aumento de la cartera de valores públicos de las entidades financieras en el segundo trimestre del año.

La información provisional correspondiente al tercer trimestre indica una continuidad en la emisión neta de valores a largo plazo y en la amortización de letras del Tesoro. Asimismo, tuvo lugar una disminución de los depósitos en el Banco de España y en otras entidades de crédito. Con ello, las *necesidades financieras*, indicador que recoge la apelación de las AAPP a los mercados financieros

CUADRO 8

Activos financieros netos frente al resto del mundo (a)
(Datos del cuarto trimestre)

% PIB

	1996	1997	1998	1999	2000	2001 (b)
Economía nacional	-19,7	-20,6	-21,4	-22,8	-22,2	-22,3
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	-13,3	-10,8	-8,6	-9,3	-2,6	-1,6
Sociedades no financieras	-18,3	-17,1	-14,8	-16,9	-10,4	-9,3
Hogares e ISFL	5,0	6,3	6,2	7,7	7,9	7,7
Instituciones financieras	8,8	7,2	5,1	7,0	5,2	4,0
Instituciones de crédito (c)	6,7	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,7
Inversores institucionales (d)	2,2	4,9	10,9	15,1	18,5	20,0
Resto de instituciones financieras	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,3
Administraciones Públicas	-15,3	-17,0	-17,9	-20,5	-24,8	-24,7

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 segundo trimestre.

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

(d) Empresas de seguros e Instituciones de inversión colectiva.

y constituye una aproximación al ahorro del sector (2), volvieron a incrementarse en el tercer trimestre del año.

5.5. Los flujos financieros de la economía española con el resto del mundo

El saldo de las operaciones financieras de la nación se situó en el segundo trimestre de 2001 en un -0,4% del PIB, que representa unas necesidades financieras inferiores a las de los trimestres anteriores. Con ello, la cifra correspondiente a los últimos cuatro trimestres acumulados, que permite apreciar mejor la tendencia de esta variable, se situó en el -2,2% del PIB, como ya se ha señalado al inicio de esta sección. La adquisición de activos exteriores y la acumulación de pasivos se mantuvo en niveles moderados durante el segundo trimestre, por debajo de los alcanzados en los dos años anteriores (véase cuadro 7).

La inversión en activos financieros extranjeros se materializó, de forma especial en este trimestre, en valores de renta fija, que fueron adquiridos tanto por las entidades de crédito como por el resto del sector privado nacional. Por su parte, la inversión en *acciones y otras participaciones* del sector privado no crediticio registró un flujo relativamente importante (1,3% del PIB), aunque inferior a los flujos medios de

1999 y 2000, años en los que tuvieron lugar grandes operaciones relacionadas con la expansión internacional de las empresas españolas. Las instituciones financieras, en cambio, realizaron una desinversión neta en este tipo de activos, si bien conviene recordar que una parte importante de las inversiones exteriores de este sector se realizan a través de sociedades *holding*, que se incluyen en el sector de sociedades no financieras. De acuerdo con los datos de la balanza de pagos, la mayor parte de la adquisición de acciones y participaciones correspondió a inversión directa en el exterior. También tuvo cierta importancia durante el segundo trimestre del año la financiación a empresas participadas radicadas en el exterior (incluida en la partida de *crédito* en el cuadro 7), que suele ir asociada al crecimiento de la inversión directa.

El volumen de pasivos acumulado frente al exterior fue más reducido que en los trimestres anteriores (2,8% del PIB, frente al 5,2% en el primer trimestre), debido, en gran parte, a la disminución de pasivos exteriores del sistema crediticio. Así, las instituciones financieras no captaron fondos del exterior, en términos netos, sino que realizaron una amortización neta durante este trimestre, lo que supone una ruptura de la pauta mantenida en los últimos años (véase cuadro 7). En el caso de las AAPP, la financiación a través de la adquisición de valores de renta fija por no residentes también fue más moderada de lo que había sido en los dos años anteriores. En cambio, los otros sectores residentes, principalmente las sociedades no finan-

(2) La discrepancia entre el indicador de necesidades financieras y las operaciones financieras netas de las AAPP se debe, principalmente, a la distinta imputación temporal de los intereses en estas dos variables.

cieras, recibieron una elevada financiación neta del exterior que se materializó, fundamentalmente, en acciones y otras participaciones (1,5% del PIB) y en créditos (1,2% del PIB). Una parte importante de esta financiación corresponde a préstamos entre empresas relacionadas y tomas de participación en empresas españolas.

Respecto al tercer trimestre, solo se dispone de la información de la balanza de pagos del mes de julio, que indica cierta continuidad en las pautas observadas en el trimestre anterior. Los flujos de inversión directa fueron elevados en ambos sentidos y las sociedades no financieras continuaron endeudándose en el exterior a través de empresas relacionadas y a través de préstamos, tanto a corto como a largo plazo.

Como resultado de estas operaciones y de la evolución del tipo de cambio y del precio de los activos, la economía nacional mantuvo relativamente estable su posición deudora neta frente al exterior, ligeramente por encima del 22% del PIB (véase cuadro 8). El sector privado no financiero mejoró su posición frente al resto del mundo, debido a la evolución de los activos financieros netos de las sociedades no financieras, que pasaron del -10,4% del PIB al -9,3% del PIB. Del mismo modo, los inversores institucionales continuaron incrementando sus activos netos exteriores. En cambio, las instituciones de crédito experimentaron un deterioro de su posición, mientras que las AAPP mantuvieron estable su saldo neto deudor frente al resto del mundo.

24.10.2001.

Implicaciones de la conversión de precios a euros para la inflación

Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Álvarez y Javier Jareño, del Servicio de Estudios (1).

1. LA CONVERSIÓN DE PRECIOS A EUROS: POSIBLES EFECTOS SOBRE LA TASA DE INFLACIÓN

Como es bien sabido, el 1 de enero de 1999 quedó constituida la Unión Económica y Monetaria (UEM) y el euro pasó a ser la moneda común de un conjunto de once países europeos, doce en la actualidad, del que España forma parte. Sin embargo, el dinero en circulación ha seguido estando constituido por los billetes y monedas de las divisas nacionales preexistentes. Por tanto, aunque el euro es ya, desde hace casi tres años, la moneda común de la UEM, y la política monetaria única, ejercida desde el Eurosistema, determina las condiciones monetarias comunes para toda la zona, los precios de consumo han seguido estando denominados mayoritariamente en las distintas monedas nacionales, aun cuando la práctica del doble etiquetado se ha ido extendiendo muy rápidamente.

La entrada en circulación de las monedas y billetes denominados en euros el 1 de enero de 2002 constituye la culminación del proceso de unión monetaria, iniciado con la firma del Tratado de Maastricht en el año 1992. Tras dos meses de coexistencia con las monedas nacionales, el euro pasará a constituir la única moneda de curso legal en circulación, aunque se podrán canjear los billetes y monedas de pesetas en las entidades de crédito y en el Banco de España hasta el 30 de junio, y a partir de entonces solo en el Banco de España. El uso compartido de una misma moneda en los distintos países de la Unión aproximará el euro a los ciudadanos y permitirá una mayor identificación con este proyecto común. Desde esta perspectiva, la puesta en circulación del euro es un paso adicional necesario para aprovechar los beneficios de la Unión Monetaria y, en particular, para conseguir un mayor grado de transparencia y de integración entre los mercados de las economías de la zona. La mayor competencia entre las empresas que operan en esos mercados y los menores costes de transacción e información a que estarán sometidas contribuirán a reducir las presiones sobre los precios y a consolidar un menor nivel de la tasa de inflación.

Obviamente, de forma inmediata, la puesta en circulación del euro lleva aparejada la con-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo *Implicaciones de la introducción del euro sobre la inflación*, de próxima aparición.

versión de los precios, hasta ahora denominados en pesetas —y en otras monedas nacionales—, a precios denominados en euros. La operación de conversión es una simple transformación algebraica que, si se hace con el suficiente número de decimales y se aplica un criterio de redondeo estricto, no puede tener efectos apreciables sobre el nivel general de precios y mucho menos sobre la dinámica de la inflación. Esto es lo que persigue la ley de introducción al euro (Ley 46/1998), que establece que los precios en pesetas convertidos a euros mediante la aplicación del tipo de conversión irrevocable (166,386 PTA/euro) deberán redondearse por exceso o por defecto al céntimo más próximo, de manera que para cada precio en pesetas solo haya un único precio legalmente equivalente en euros. Adicionalmente, la Ley 9/2001 establece que la conversión a euros de tarifas, precios o aranceles unitarios a aplicar a una determinada base —que normalmente tienen una cuantía reducida, caso, por ejemplo, de las tarifas telefónicas o de las tarifas eléctricas— deberá realizarse por exceso o por defecto al sexto decimal más próximo.

Ahora bien, la aplicación fidedigna de las reglas de conversión y redondeo no evita que las revisiones de precios, que se producen de forma continua en el normal desenvolvimiento de la actividad económica, pudieran verse afectadas por el carácter extraordinario del proceso de conversión. Resulta, por tanto, preciso analizar los posibles factores que podrían afectar a las revisiones de precios, con motivo de la conversión, y evaluar su posible incidencia en el nivel general de precios y en el comportamiento coyuntural de la inflación.

Entre dichos factores, se han mencionado, en primer lugar, los costes que ha supuesto para las empresas su necesaria adecuación a la nueva moneda, en aspectos tan diversos como la contabilidad, la conversión del etiquetaje, la adaptación de maquinaria (expendedoras, cajeros, registradoras, etc.) y la formación del personal, costes que podrían repercutir en sus precios de venta finales. Por otra parte, también es sabido que las empresas no actualizan los precios de sus productos de forma continua, sino cada cierto tiempo o cuando se presentan circunstancias favorables en el mercado. Ello es debido a que las modificaciones de precios conllevan ciertos costes, los denominados «costes de menú», que incluyen desde el cambio en el etiquetado de los productos —como es el caso de una carta de un restaurante, de donde toma el nombre esta teoría— al coste de recabar la información necesaria para establecer el precio correcto. Es posible que, dado que la conversión de precios a euros supone el incurrir ineludiblemente en estos

«costes de menú», las empresas tiendan a concentrar en torno al momento de la conversión una serie de modificaciones de precios que, de no mediar este proceso, se habrían producido con anterioridad o con posterioridad. Por último, hay que tener en cuenta que muchas empresas fijan sus precios intentando que estos tengan determinadas características que los hagan atractivos para el consumidor.

Cabe señalar que el eventual impacto que estos factores pudieran tener sobre la tasa de inflación sería, en caso de producirse, transitario, puesto que solo afectaría a los precios durante un espacio corto de tiempo. Además, ni el hipotético traslado de los costes de adaptación al euro a precios, ni la propia conversión a euros, o el ajuste a precios atractivos tienen que realizarse necesariamente el 1 de enero de 2002. De hecho, esta fecha parece poco apropiada para hacerlo, ya que cabe esperar una mayor vigilancia en ese momento sobre los procesos de conversión. Las empresas llevan ya un cierto tiempo ajustándose al euro, de forma que el traspaso de los costes en que hayan podido incurrir estaría produciéndose ya; además, las estimaciones disponibles señalan que este efecto será, en cualquier caso, moderado. Por otra parte, el doble etiquetado restringe el margen para la revisión de precios con motivo de la conversión.

En principio, el proceso de conversión de precios a euros, ya sea por mero redondeo a céntimos de euro, ya sea con el objetivo final de establecer precios atractivos, es, en sí mismo, un proceso neutral en relación con la tasa de inflación. Este artículo está destinado a ilustrar este punto, mediante la descripción de diversas simulaciones que se han realizado con dos conjuntos diferentes de precios, en las que se comprueba que, siempre que los ajustes sean simétricos, el efecto sobre el nivel de precios —aproximado por el IPC— es cercano a cero. Solo en la medida —bastante improbable— en la que todos los oferentes de productos de consumo decidieran ajustar, de forma generalizada, sus precios al alza llegarían a observarse efectos significativos, aunque siempre moderados, sobre la inflación. Una generalización de ajustes asimétricos al alza se encuentra severamente limitada por el funcionamiento competitivo de los mercados, y este límite es más potente cuando la economía se encuentra en fase cíclica de desaceleración y cuando la inflación sigue una tendencia descendente.

Antes de pasar a las simulaciones, en la siguiente sección se comentan los motivos que explican la amplia presencia de los precios denominados «atractivos» en la economía. A continuación, en la sección 3, se analizan los resul-

tados de dichas simulaciones, bajo distintos escenarios alternativos de ajuste de precios en pesetas a precios en euros, a partir de dos muestras de precios. La sección 4 presenta las conclusiones.

2. LOS PRECIOS ATRACTIVOS

La evidencia internacional muestra que en las distintas economías los precios de transacción tienden a concentrar su último dígito esencialmente en tres cifras, el 0, el 5 y el 9. Este hecho no es casual, sino que es debido a las estrategias de fijación de precios de las empresas, que consideran aquellos guarismos que, de una u otra forma, pueden resultar atractivos para el consumidor. Dentro de los que denominamos precios atractivos, pueden distinguirse tres grupos, atendiendo a sus distintas características: los precios «redondeados», los precios fraccionarios y los precios psicológicos.

Los precios redondeados deben su nombre a la presencia de ceros en su cifra o cifras finales, como en el caso de 90, 120 ó 1300. Este tipo de precios resulta atractivo porque, desde un punto de vista psicológico, las cifras acabadas en números redondos le resultan más fáciles de procesar al consumidor, y le permiten un mejor almacenamiento y comparación con los precios de otros productos. Además, estos precios suponen transacciones más cómodas cuando se realizan en efectivo, puesto que implican un menor intercambio de monedas y/o billetes. Este tipo de precios suele observarse en aquellos que alcanzan cierta cuantía, como servicios de peluquería, entradas de cine, electrodomésticos, etc.

La comodidad en la transacción, definida en términos del número de monedas que supone, es una característica básica en la elección de un precio. Qué precios pueden resultar atractivos desde este punto de vista —es decir, que supongan el pago con pocas monedas y/o billetes, y con una o ninguna moneda en la devolución— dependerá de la estructura de denominaciones de billetes y monedas. En el caso de la peseta, la estructura de denominaciones facilita las transacciones realizadas a precios finalizados en 0 y 5 pesetas, conjunto en el que se incluyen no solo los precios redondeados, sino también los denominados fraccionarios: la presencia de monedas de 25 y 50 pesetas implica que los precios fraccionarios se caracterizan por finalizar en 25, 50 y 75, precios muy habituales en bares, estancos y quioscos, es decir, en productos de precio bajo y consumo frecuente. Con la sustitución de las monedas en pesetas por las correspondientes en euros, esta configuración de los precios fraccionarios

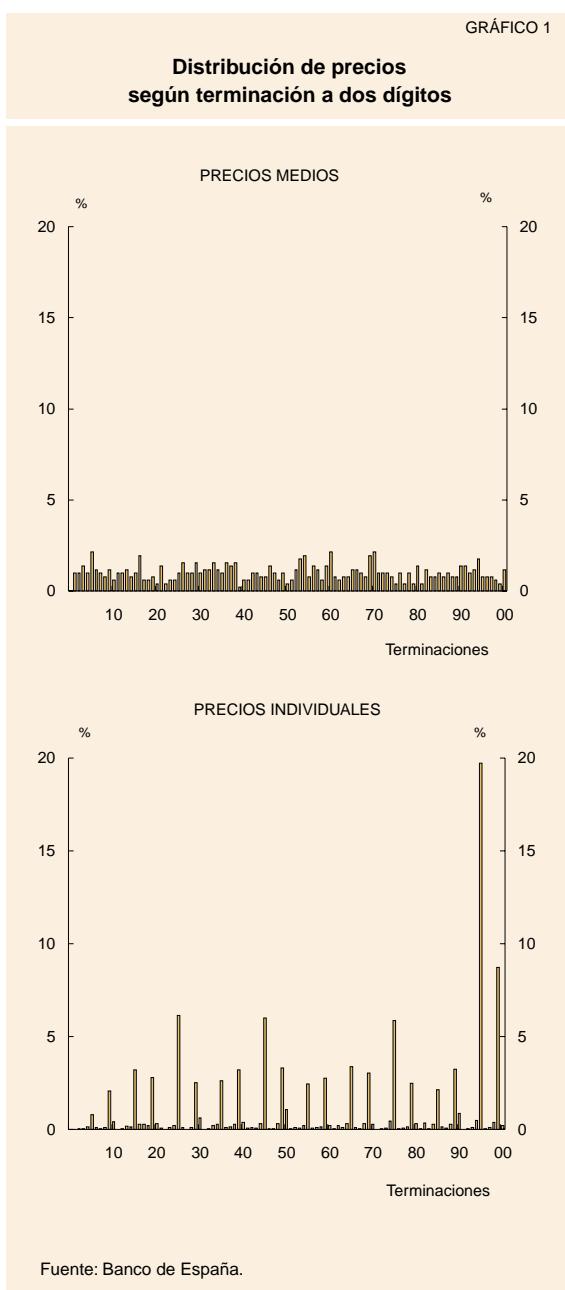
deja de ser válida, dado que no existirán monedas de 25 céntimos de euro, sino de 20.

Dentro de la tercera categoría de precios atractivos, los psicológicos, se incluyen precios que normalmente se aproximan a un precio redondeado, pero sustrayéndole una pequeña cantidad, por ejemplo, 199 frente a 200, ó 1.995 frente a 2.000. La razón para fijar precios de este tipo es que producen la sensación de ser más reducidos de lo que realmente son. Dado que el almacenamiento de información tiene un coste para el consumidor, este la acumula de forma resumida: comienza por las cifras iniciales, obviando las finales. Así, a la hora de comparar un precio de 199 frente a otro de 200, el consumidor percibe una diferencia de precios muy superior a la real, ya que la primera cifra relevante es 1, en el primer caso, frente a 2, en el segundo; es posible incluso que no continúe con la comparación, eligiendo directamente el primer producto. El descuento que se realiza en relación con el precio redondeado asociado suele corresponder al valor de una única moneda, con el fin de no añadir excesivas incomodidades en el intercambio. Así, ese descuento suele establecerse en 1 o en 5 pesetas, por lo que estos precios presentan, en general, las terminaciones 9, 99 ó 95. Ejemplos de este tipo de precios son 99, 999 ó 4.995, y suelen encontrarse en productos alimenticios, ropa e incluso en pequeños electrodomésticos.

Los precios atractivos se observan con una regularidad espacial y temporal, en distintos países y diferentes períodos. Por ello, cabe esperar que los nuevos precios en euros registren una presencia importante de precios atractivos. Sin embargo, la mera conversión de precios en pesetas mediante la aplicación del tipo de cambio irrevocable (166,386 PTA/euro) no dará lugar, en general, a precios atractivos. Así, un precio psicológico de 4.995 pesetas tiene como precio equivalente 30,02 euros, que no puede ser encuadrado en ninguna de las tres categorías de precios atractivos que se acaban de describir. La búsqueda de un precio atractivo puede inducir a ajustes adicionales. En el ejemplo anterior, el empresario podría fijar un precio de 29,95 euros, equivalente a 4.983 pesetas. Cuáles sean el sentido y la magnitud de estos ajustes adicionales es una cuestión que resulta importante para determinar su impacto final sobre el crecimiento de los precios.

3. ESTIMACIÓN DEL EFECTO DE LA CONVERSIÓN DE PRECIOS

La cuantificación mediante simulaciones del posible efecto que pueda tener la conversión de precios en pesetas a precios en euros —in-



cluido el establecimiento de precios atractivos—sobre la tasa de inflación está sujeta a un margen de incertidumbre elevado, pues dependerá de las hipótesis establecidas sobre aspectos esenciales —como la definición de qué precios serán atractivos en euros— para los que no se dispone de información concreta. Por otra parte, la fiabilidad de los resultados obtenidos dependerá también de la representatividad de la muestra de precios utilizada. En las simulaciones que se presentan en este artículo se han utilizado dos conjuntos de datos, cuyas características serán descritas más adelante, y se han definido tres escenarios, caracterizados por hipótesis diferentes sobre el tipo de precios en euros a los que desean ajustarse los empresarios; en cada caso, se ha contemplado la posibilidad

bilidad de que los ajustes se realicen de forma simétrica o sistemáticamente al alza, para acomodar un rango de posibles efectos sobre la tasa de variación de los precios. Los escenarios considerados son:

- **Escenario I.** Redondeo a céntimos de euro: se considera que los precios en pesetas son convertidos a euros aplicando el tipo de conversión irrevocable, y ajustándolos al céntimo de euro más próximo, ya sea al alza o a la baja, en un caso, o solo al alza, en otro.
- **Escenario II.** Redondeo a décimos de euro: en este caso, se considera que el ajuste se realiza al décimo de euro más próximo. En la economía española no se utilizan decimales en los precios de consumo desde hace décadas, con la excepción de algunos productos como gasolinas, teléfono o electricidad. Este hecho podría provocar una tendencia por parte de los empresarios a ajustar los precios a décimos de euro, evitando el uso del segundo decimal.
- **Escenario III.** Conversión a precios atractivos en euros. La hipótesis de partida es que si un precio en pesetas es atractivo, el precio fijado finalmente en euros también habrá de serlo. Para simplificar, únicamente se exige que el precio resultante sea atractivo, sin necesidad de que lo sea del mismo tipo que lo era en pesetas. Así, un precio fraccionario en pesetas resultará en un precio en euros redondeado, fraccionario o psicológico, dependiendo de cuál sea el más próximo. Los precios atractivos se han identificado como aquellos que finalizan en 0, 5 ó 9, dígitos que cubren tanto los precios redondeados como los precios fraccionarios y los precios psicológicos. Aunque los precios atractivos podrían definirse de forma más estricta, la definición aquí utilizada es la más conveniente, dada la incertidumbre existente sobre los precios que finalmente serán considerados como tales en euros.

Los resultados de las simulaciones correspondientes a los escenarios anteriores serán tanto más ilustrativos cuanto más amplio y representativo sea el conjunto de precios utilizado. Lo mejor sería disponer de una muestra representativa del conjunto de precios que forman el Índice de Precios de Consumo y sus cinco componentes principales —alimentos no elaborados, alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos, energía y servicios—. Sin embargo, los dos conjuntos de precios con los que se ha trabajado en este ejercicio presentan ciertas deficiencias en este sentido, que habrá que tener en cuenta a la hora de valorar los resultados. El primer conjunto de precios lo forman 4.586 precios de distintos productos

CUADRO 1

Resultado de las simulaciones
Contribución al crecimiento del IPC

Porcentajes

	Ajuste simétrico		Ajuste al alza	
	Precios individuales	Precios medios	Precios individuales	Precios medios
Escenario I. Conversión a céntimos de euro	0,0	-0,0	0,2	0,2
Escenario II. Conversión a décimos de euro	0,3	-0,2	1,3	1,7
Escenario III. Conversión a precios atractivos	-0,3	-0,0	0,4	0,2

Fuente: Banco de España.

distribuidos por una empresa representativa del sector de grandes superficies, obtenidos a partir de su correspondiente sitio en internet. El segundo conjunto de precios son los precios medios que recopila mensualmente el Ministerio de Economía para 515 productos.

Como se ha señalado, ambas muestras presentan ciertos problemas: los precios individuales de la gran superficie adolecen de una sobrerepresentación de productos con precios de niveles reducidos, al tiempo que los productos energéticos y los servicios están totalmente ausentes; la representatividad de las otras tres categorías de precios de consumo varía, siendo especialmente elevada para los alimentos elaborados. Cabe señalar que una presencia comparativamente elevada de precios de niveles bajos sesgará al alza los resultados de las simulaciones, ya que son estos precios los que pueden experimentar ajustes más intensos, en términos relativos. Por otra parte, al tratarse de precios de una única gran superficie de distribución, los resultados reflejarán en realidad las consecuencias de la conversión, dada la política de fijación de precios de esta empresa. En cualquier caso, el peso de los precios atractivos en esta muestra, un 51%, no parece estar muy alejado de su peso en la economía.

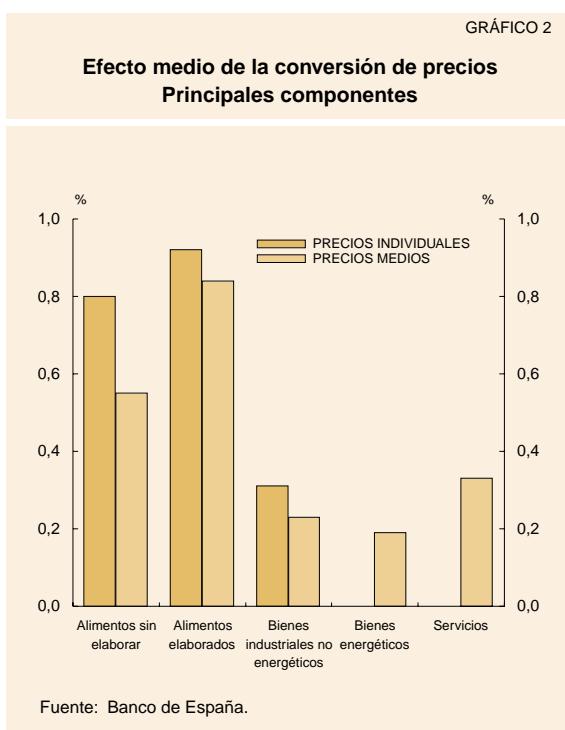
Respecto a la muestra de precios medios, que tiene la ventaja frente a la anterior de que todas las categorías de bienes de consumo están representadas, su principal dificultad radica en que se trata de promedios de precios individuales, de forma que sus terminaciones no poseen las características propias de los precios individuales (véase gráfico 1). Sin embargo, unos ejercicios que se realizaron previamente con precios ficticios señalaban la importancia de las terminaciones en la determinación del efecto ocasionado por la conversión sobre el nivel de precios; además, las terminaciones son las que permiten identificar el carácter atractivo o no de los precios. Para solucionar este pro-

blema, se ha extrapolado la distribución de terminaciones observada en la muestra de precios individuales a la de precios medios, mediante técnicas econométricas (2).

Cada uno de los escenarios anteriores se ha simulado con las dos muestras de precios, condicionados a dos tipos de actitudes por parte de las empresas. En primer lugar, se ha analizado el caso en el que estas decidan realizar todos los ajustes a los precios deseados en euros de forma simétrica, esto es, deslizándose al precio más próximo con las características requeridas, independientemente de si el ajuste se produce por exceso o por defecto. En segundo lugar, se ha supuesto el caso extremo de que todas las empresas decidieran realizar sus ajustes al alza. Los resultados de estas simulaciones forman una horquilla que permite acotar la magnitud de los efectos sobre la tasa de variación del IPC que podrían producirse, dependiendo de la proporción de empresas que adoptara una u otra actitud. No obstante, dadas las deficiencias que presentan los conjuntos de datos utilizados para el propósito para el que aquí se emplean, los resultados de estas simulaciones no deben tomarse como estimaciones cuantitativas fiables del impacto de la conversión. Por otra parte, los resultados de las simulaciones reflejan el impacto de la revisión simultánea de todos los precios de la muestra, mientras que en la práctica no todas las empresas modificarán sus precios a la vez, por lo que el impacto se distribuirá en el tiempo.

Los resultados obtenidos se muestran en el cuadro 1. Como puede apreciarse, cuando los ajustes se realizan de forma simétrica, los efectos estimados sobre la tasa de variación del IPC son, en general, muy reducidos, predomi-

(2) Sin embargo, las terminaciones extrapoladas a los precios medios dan lugar a menores efectos de la conversión sobre la tasa de variación de los precios que las terminaciones observadas en los precios individuales.



nando incluso los efectos deflacionistas. Cuando se considera la situación extrema de ajustes generalizados al alza, los efectos estimados son en todos los casos positivos, aunque en la mayor parte de ellos son moderados: los menores impactos —en torno a dos décimas de punto porcentual— se obtienen bajo el primer escenario de redondeo a céntimos de euro, mientras que los mayores efectos —superando el punto porcentual— corresponden, lógicamente, al escenario de redondeo a décimos de euro, lo que indica la importancia de no ignorar los céntimos en el proceso de conversión. El escenario que considera el ajuste a precios atractivos proporciona unos resultados ligeramente superiores al del redondeo a céntimos de euro. Puede decirse, por tanto, que solo en el caso de revisiones generalizadas al alza que busquen un redondeo al décimo de euro los umbrales máximos que se estiman mediante las simulaciones realizadas podrían alcanzar una entidad significativa, aunque transitoria, sobre la evolución de la tasa de inflación. La cuantía limitada de los resultados que se obtienen en respuestas relativamente extremas indica la escasa incidencia que la conversión de precios a euros debe tener sobre la inflación.

En el gráfico 2, se muestran los impactos estimados de la conversión a euros sobre el nivel de precios de cada componente del IPC, obtenidos como promedio de los resultados de las simulaciones para los tres escenarios. Los efectos son distintos, puesto que, dentro de cada componente, el nivel medio de los precios o la distribución de precios atractivos difiere de

los demás. Como puede apreciarse, los mayores efectos se registran en los alimentos y, en mayor medida, en los alimentos elaborados. Los niveles relativamente bajos que tienen los precios alimenticios y la presencia generalizada de precios atractivos entre ellos son las causas de esta mayor repercusión.

4. CONCLUSIONES

La entrada en circulación de euro —con la consiguiente conversión de los precios expresados en pesetas a precios denominados en euros— tendrá, sin duda, un efecto moderador sobre la tasa de inflación de la economía española en el medio plazo. La mayor integración con los mercados de otros países de la UEM, y el aumento en la transparencia y la competencia a que esta integración dará lugar, contribuirán a reducir las presiones sobre los precios. No obstante, hay una serie de factores que, en principio, podrían generar algún efecto alcista transitorio sobre la tasa de inflación, en torno a la puesta en circulación de la nueva moneda. Las empresas pueden desear fijar precios en euros que sean atractivos para los consumidores, aprovechando el momento de la conversión; además, cabe citar el posible traslado a los precios de consumo de los costes de adaptación de las empresas a la nueva moneda o la posibilidad de que, simultáneamente con la conversión a euros, se lleven a cabo revisiones de precios por otros motivos, sin incurrir en costes de menú adicionales.

En este artículo se ha analizado con detalle el primero de estos elementos, esto es, el riesgo inflacionista que puede derivarse de la política de fijación de precios de las empresas, bajo distintas hipótesis de comportamiento; en cuanto a los otros factores mencionados, no cabe esperar que tengan una repercusión elevada, y, en cualquier caso, hay que tener en cuenta que su efecto sobre los precios se distribuirá a lo largo de un cierto número de meses, siendo muy probable que haya comenzado a producirse ya, y pudiendo extenderse más allá del 1 de marzo de 2002.

En cuanto a los resultados presentados en este artículo, hay que reiterar una vez más que deben interpretarse solo como orientativos y cualitativos, puesto que la base estadística que los sustenta no es la más adecuada, y su concreción cuantitativa depende en gran medida de las hipótesis utilizadas en su obtención, en particular, las relativas a las características concretas de los precios atractivos en euros. No obstante, sí hay ciertas conclusiones que se desprenden con cierta robustez: el carácter neutral de los ajustes simétricos o la cuantía re-

lativamente reducida de los posibles efectos inflacionistas, aun en el caso de ajustes generalizados al alza, con la posible excepción del caso extremo de que se produzca un redondeo generalizado a décimos de euro. Además, estas estimaciones tampoco consideran la posible distribución temporal de los ajustes.

Los elementos clave para explicar los potenciales efectos inflacionistas de la conversión son la actitud de las empresas sobre el signo de los ajustes de precios que deben realizar —al alza o simétricos—, el redondeo a céntimos o a décimos de euro y la presencia de precios atractivos. A este respecto, debe tenerse en cuenta que, mientras que los precios atractivos existen en todos los países, y seguirán caracterizando las distribuciones de precios individuales tras la conversión, los otros dos potenciales factores inflacionistas —los ajustes generalizados al alza por parte de las empresas y el redondeo a décimos de euro— no tienen por qué verificarse. Las posibles actitudes alcistas por parte de las empresas se verán frenadas por la competencia en los mercados de distribución, especialmente en una situación de demanda desacelerada, como la que probablemente caracterizará los primeros meses del año 2002; únicamente si hubiese expectativas de ajustes generalizados al alza entre los propios empresarios estos tendrían lugar, puesto que cualquier subida de precios que no fuese seguida por los competidores sería más o menos gravosa en términos de cuotas de mercado.

Asimismo, la postura vigilante de los consumidores y de sus asociaciones, que se vería muy favorecida por la extensión del doble etiquetado de los productos durante el mayor espacio de tiempo posible, también tendrá un efecto desincentivador para las alzas de precios debidas exclusivamente al proceso de conversión de monedas. En este sentido, el ejemplo de las Administraciones Públicas en la conversión de sus precios y tarifas es importante. Respecto al redondeo a décimos de euro, es necesario concienciar a los consumidores de que los precios sin céntimos, aunque puedan parecer más cómodos, tienden a resultar más gravosos porque facilitan aumentos importantes en los precios, sobre todo en aquellos de menor cuantía.

En definitiva, la conversión de precios de pesetas a euros asociada a la sustitución de las monedas y billetes de curso legal no debe tener un impacto significativo en la dinámica de la tasa de inflación. La cuantía limitada de los efectos potenciales estimados bajo supuestos extremos, la conjunción de diversos elementos favorecedores de la contención de precios y la propia responsabilidad de las empresas, son elementos que relativizan cualquier riesgo inflacionista, resaltando las innegables ventajas que en términos de crecimiento e inflación se producirán con esta culminación del proyecto común europeo que es la Unión Económica y Monetaria.

22.10.2001.

La contribución de las ramas de las tecnologías de la información y las comunicaciones al crecimiento de la economía española (1)

Este artículo ha sido elaborado por Soledad Núñez, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de las últimas décadas las ramas de bienes y servicios relacionados con las tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC) han experimentado importantes avances tecnológicos que han permitido una notable bajada en sus precios finales, así como una mejora en la calidad de los bienes y servicios que producen.

Existe un consenso generalizado sobre la importancia que la difusión del progreso técnico tiene sobre el crecimiento económico. En el ámbito de las tecnologías de la información y las comunicaciones habría que distinguir tres vías principales de transmisión. En primer lugar, cabe esperar que las ramas TIC en las que se produce la innovación tecnológica en la fase inicial del proceso experimenten un aumento en las tasas de variación del producto y de la productividad. En segundo lugar, los descensos de precios y las mejoras de calidad de los bienes y servicios de las TIC deberían impulsar la inversión en nuevas tecnologías por las restantes ramas productivas, e intensificar la relación capital-trabajo, aumentando por esta vía la tasa de crecimiento de la productividad en el resto de ramas productivas. Por último, sería previsible la aparición de externalidades positivas y de mejoras en la organización de la producción de la economía en su conjunto, ligadas a la utilización de este tipo de bienes y servicios, que podrían afectar positivamente a la productividad total de los factores (PTF).

Dada la relevancia que puede tener el desarrollo de las nuevas tecnologías sobre el crecimiento económico, es importante tratar de cuantificar el impacto de los tres canales de transmisión señalados. Esta tarea se enfrenta, sin embargo, a serios problemas. Por un lado, para la mayor parte de las economías no se dispone de datos desagregados de la producción por ramas o de los *stocks* de capital informático y de comunicaciones. Por otro, la medición del *output* de algunos de los componentes de estas ramas de actividad plantea ciertas dificultades. Por último, los deflactores que se utilizan para estimar la producción o el *stock* de capital no tienen en cuenta en toda su extensión los cambios de calidad, que en las últimas décadas han afectado de forma muy acusada a los bienes y servicios de las TIC. No obstante, numerosos trabajos recientes tratan de salvar

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo que se publicará próximamente con el mismo título.

estas limitaciones y analizan la contribución de las nuevas tecnologías al crecimiento de algunas economías occidentales (2).

En Estados Unidos —donde los problemas metodológicos antes señalados adquieren menor gravedad—, los numerosos trabajos disponibles coinciden en señalar que la contribución de las TIC al crecimiento del PIB ha sido importante, tanto en relación con el impacto directo de las ramas productoras de las TIC, que han visto aumentar su producción y productividad, como a través de la mayor utilización de las nuevas tecnologías, como *inputs* productivos. Sin embargo, los resultados en términos del efecto sobre la productividad total de los factores no son tan unánimes. Por su parte, los estudios existentes para la economía europea muestran que el crecimiento de las ramas productoras de las TIC y la mayor utilización de estos bienes como factores productivos han tenido un efecto positivo sobre la expansión del PIB, aunque inferior que en el caso americano. No obstante, este crecimiento de las TIC en Europa no parece haber sido suficiente para impulsar aumentos significativos en la productividad, o, al menos, no ha podido contrarrestar el efecto de otros factores que han incidido negativamente en la evolución de la eficiencia de la economía europea.

Por lo que respecta a España, los trabajos disponibles analizan la contribución de las TIC al crecimiento económico desde el punto de vista de su utilización como factor productivo por el resto de las ramas de actividad. Daveri (2001) y Hernando y Núñez (2001) encuentran que, al igual que en el caso de la mayoría de las economías europeas, la contribución del *stock* de capital de las TIC al crecimiento del producto y de la productividad del trabajo ha sido significativa, sobre todo si se tiene en cuenta el todavía reducido peso de este tipo de bienes de equipo en el conjunto del *stock* de capital. Hernando y Núñez (2001) también encuentran una tendencia creciente de esta contribución a lo largo de la década de los noventa.

El objetivo principal de este trabajo es tratar de aproximar, para la economía española, el impacto directo de las ramas productoras de bienes y servicios de las TIC sobre el crecimiento del producto, el empleo y la productividad, realizándose un análisis comparado con la evolución del conjunto de la economía de mercado y con lo observado en otras economías de la Unión Europea y en Estados Unidos.

(2) Véanse, por ejemplo, Gordon (2000), Jorgenson y Stiroh (2000), *Report of the President* (2001), Schreyer (2000), Van Ark (2001), IMF (2001).

Para realizar este análisis se ha seguido la definición de ramas TIC utilizada por la OCDE, que engloba tres tipos de actividades: las manufacturas de productos informáticos y de comunicaciones (TIC manufacturas), los servicios de telecomunicaciones (TIC comunicaciones) y los servicios de actividades informáticas (TIC informática) (3). La principal fuente de información utilizada en este análisis ha sido la Central de Balances del Banco de España (CBBE), ya que la que ofrece la Contabilidad Nacional presenta notables limitaciones, tanto por lo que se refiere al número disponible de variables como al nivel de desagregación requerido, presentando, además, un desfase temporal significativo (los últimos datos disponibles corresponden a 1997). Por el contrario, la información que proporciona la Central de Balances —aunque muestra también algunos problemas metodológicos, como luego se verá— ofrece información hasta 1999, permite la construcción de un buen número de variables económicas y presenta una cobertura, para las ramas TIC, cercana al 55% del empleo del DIRCE, que si bien es relativamente heterogénea entre las distintas actividades, aporta una base estadística suficientemente representativa. Por su parte, la información relativa a otras economías europeas se ha obtenido de Van Ark (2001).

Hay que tener en cuenta que en la CBBE no están representadas ni todas las empresas ni las distintas actividades productivas con la misma intensidad, por lo que esta información no puede utilizarse directamente para calcular el peso económico de las ramas TIC en el total de la economía, ni su contribución al crecimiento de esta. Ello ha exigido la construcción de valores poblacionales para cada una de las variables analizadas, que se han estimado aplicando determinadas *ratios* de cobertura a los valores muestrales (4), por tanto, como toda estimación, está sometida a cautela.

Por último hay que señalar algunas limitaciones que plantea la información de la CBBE para la realización de este análisis. En primer lugar, la mayor parte de las variables analizadas se refieren a valores nominales, por lo que su transformación en términos reales requiere

(3) Siguiendo la clasificación a tres dígitos de actividades económicas de la CNAE, las ramas incluidas en TIC manufacturas serían la 300, 313, 321, 322, 323, 332 y 333. Por su parte, las actividades incluidas en TIC comunicaciones sería la 642, y las incluidas en TIC informática, todas aquellas pertenecientes a la división 72.

(4) Concretamente, siguiendo la metodología de la CBBE, los valores muestrales se han dividido por la cobertura en empleo que presenta la muestra. Las variables que se han calculado por este procedimiento son: empleo, valor añadido, FBCF, *stock* de capital, gastos de personal, beneficios y gasto en I+D. Las tasas de variación se han calculado sobre población constante, es decir, con las mismas empresas, para cada dos años consecutivos.

aplicar deflactores, que no siempre están disponibles con el grado de desagregación requerido. Además, como ya se ha mencionado, los deflactores utilizados no tienen en cuenta suficientemente los cambios de calidad en los bienes y servicios de las TIC, por lo que el valor añadido real y la productividad pueden estar infravalorados. Por otra parte, la CBBE presenta un cierto sesgo hacia empresas grandes ya establecidas, lo que provoca que la evolución de las ramas TIC que se infiere de estos datos venga determinada en gran medida por este tipo de empresas. Por último, las variables obtenidas a partir de datos individuales suelen presentar un mayor grado de variabilidad que las observadas a nivel agregado y, en este sentido, puede ser más apropiado efectuar el análisis para un conjunto de años que circunscribirse a años específicos. Incluso teniendo en cuenta estas limitaciones, la información que se presenta en este trabajo tiene una representatividad suficiente para realizar una valoración general de la evolución económica de las ramas TIC y de su aportación al crecimiento del conjunto de la economía. Esta misma información constituye la base de los indicadores sobre tecnologías de la información y las comunicaciones que se presentan en el sitio del Banco de España en la Red.

El artículo se organiza como sigue. En el segundo apartado se analiza la evolución del peso de las ramas productoras de bienes y servicios de las TIC en el conjunto de la economía y se caracteriza el comportamiento económico de estas ramas, en relación con las pautas que se observan para la economía de mercado. En el tercer apartado se examina la contribución de las ramas TIC al crecimiento del valor añadido, productividad del trabajo y productividad total de los factores del conjunto de la economía de mercado. En ambos epígrafes se efectúa una comparación internacional de los resultados obtenidos para España. Finalmente, en el apartado cuarto se señalan las principales conclusiones.

2. IMPORTANCIA RELATIVA Y CARACTERIZACIÓN ECONÓMICA DE LAS RAMAS T.I.C.

Como se desprende de los datos de la Central de Balances para el período 1995-1999 que se presentan en el cuadro 1a, el peso del valor añadido de las ramas TIC con relación al del conjunto de la economía de mercado ha mostrado una tendencia creciente, elevándose en algo más de un punto porcentual, hasta alcanzar el 5,2% del valor añadido total en 1999. Esta tendencia refleja la trayectoria seguida por las ramas TIC de acti-

CUADRO 1			
Peso de las ramas TIC en la economía española			
a) Porcentaje sobre el valor añadido del total economía de mercado			
TIC manufac-turas	TIC comuni-caciones	TIC infor-mática	Total TIC
1995	0,88	2,43	0,68
1996	0,87	2,55	0,73
1997	0,94	2,68	0,68
1998	0,94	2,76	0,95
1999	0,87	3,07	1,28
b) Porcentaje sobre el empleo asalariado del total economía de mercado			
TIC manufac-turas	TIC comuni-caciones	TIC infor-mática	Total TIC
1995	0,83	1,13	0,76
1996	0,85	1,17	0,80
1997	0,84	1,09	0,97
1998	0,83	1,00	1,15
1999	0,79	0,93	1,25

Fuentes: Central de Balances, DIRCE y Contabilidad Nacional.

vidades informáticas y de comunicaciones —la más importante de las tres— ya que el peso relativo de las TIC manufacturas ha permanecido relativamente invariable. La importancia del empleo de las actividades relacionadas con las nuevas tecnologías también ha mostrado una tendencia ascendente, aunque más moderada, que se explica, exclusivamente, por el avance en la ocupación de la rama de actividades informáticas, que en 1999 llegaba a representar el 1,25% del empleo asalariado (véase cuadro 1b). Para el conjunto de las ramas TIC, el peso en términos de empleo asalariado es inferior al que se observa en términos de valor añadido, indicando que su nivel de productividad es relativamente elevado.

Como indica el cuadro 2 —en el que se efectúa una comparación internacional de estas variables—, el peso de las actividades de las TIC en Europa, tanto en términos de valor añadido como de empleo —con la única excepción de Finlandia—, es inferior al de EEUU (5). Den-

(5) Con objeto de homogeneizar los datos españoles con los disponibles para el conjunto de países que aparecen en este cuadro, se ha incluido la rama de Correos en el conjunto de las ramas de TIC servicios (Comunicaciones más actividades informáticas), se han ajustado las cifras de empleo asalariado a las de empleo total y se han calculado los porcentajes con relación al conjunto del total de la economía, en lugar de con referencia a la economía de mercado. Por tanto, las cifras que figuran para España en este cuadro no coinciden con las del cuadro 1.

CUADRO 2

Comparación internacional del peso relativo de las ramas TIC en 1998

	TIC manu-facturas	TIC servicios	Total TIC
<i>a) Porcentajes sobre el valor añadido del total de la economía (a)</i>			
Alemania	1,44	4,46	5,90
Dinamarca	1,16	3,63	4,78
Finlandia	4,57	3,82	8,39
Francia	1,98	4,12	6,09
Holanda	1,35	4,52	5,86
Italia	1,07	3,65	4,72
UK	1,97	5,17	7,14
UE (b)	1,57	4,27	5,84
Zona euro (b)	1,49	4,08	5,57
EEUU	3,49	4,61	8,10
España	0,73	3,19	3,92
<i>b) Porcentajes sobre el empleo total de la economía</i>			
Alemania	1,34	2,19	3,53
Dinamarca	1,05	2,70	3,74
Finlandia	2,24	3,57	5,82
Francia	1,03	2,68	3,71
Holanda	1,14	3,12	4,26
Italia	2,24	3,57	5,82
UK	1,48	3,58	5,07
UE (b)	1,40	2,91	4,31
Zona euro (b)	1,39	2,76	4,14
EEUU	1,67	3,41	5,08
España	0,69	2,90	3,60

Fuentes: Van Ark (2001), AMECO, Central de Balances, DIRCE y Contabilidad Nacional.
(a) Precios constantes 1995=100.
(b) Media ponderada por PIB 98.

tro de las economías europeas consideradas, España muestra, a su vez, un desfase, más acusado en valor añadido que en empleo y en las ramas que producen manufacturas TIC que en las que proporcionan servicios. Así, en 1998, el peso de las TIC manufacturas sobre el PIB era en España la mitad que en la UE y casi cinco veces menos que en EEUU (0,7%, frente al 1,6% y 3,5%, respectivamente). Por lo que se refiere a las TIC servicios (Correos, Comunicaciones y actividades informáticas), las diferencias son más reducidas, sobre todo en términos de empleo. No obstante, como se verá más adelante, los incrementos de la producción han sido relativamente similares en España y en la UE en el quinquenio analizado, y los aumentos del empleo, considerablemente superiores en España, por lo que la brecha que se observa puede deberse a las discrepancias

existentes en los niveles de partida o al notable dinamismo del resto de los sectores productivos en la economía española.

En cuanto a la caracterización del comportamiento de las ramas TIC, conviene analizar, en primer lugar, la evolución de las variables más estrechamente relacionadas con los determinantes del crecimiento económico. En el período considerado, el conjunto de actividades de las TIC mostró un crecimiento del valor añadido significativamente más elevado que el del conjunto de la economía de mercado (6) (véase cuadro 3) (con tasas de variación del 9,8% y del 3,7%, respectivamente). El empleo asalarial también experimentó una mayor expansión, aunque con evoluciones desiguales entre las distintas ramas que componen las TIC. Así, mientras que la creación de empleo en las actividades informáticas alcanzó gran intensidad, el aumento de la ocupación en la rama de TIC manufacturas fue muy modesto e inexistente en la de comunicaciones.

Lógicamente, este comportamiento de la producción y del empleo en las ramas TIC ha tenido su reflejo en la evolución de la productividad del trabajo, que, si bien experimentó para el conjunto del sector un crecimiento mayor al de la economía de mercado, este fue desigual entre las distintas ramas TIC, destacando, por una parte, los importantes incrementos en la rama de comunicaciones y, por otra, la caída de la productividad en la de actividades informáticas. En este último caso, esta evolución puede estar reflejando, en parte, un sesgo a la baja en el cómputo de la tasa de variación del valor añadido, como consecuencia del deflactor utilizado (7).

Como se ve en el cuadro 3, detrás de este mejor comportamiento de la productividad del trabajo en el conjunto de las ramas TIC se encuentran los importantes avances registrados en la productividad total de los factores (8), ante el progreso tecnológico que incorporan los procesos productivos en las ramas de nuevas tecnologías. De nuevo, un análisis más desagregado indicaría que las actividades informáticas habrían mostrado retrocesos en la PTF que

(6) Una explicación detallada sobre los deflactores utilizados, la construcción de la serie de empleo en horas y la de la productividad total de los factores puede encontrarse en el Documento de Trabajo del mismo título.

(7) Aunque también se observa una aportación negativa de la *ratio* capital-trabajo a la productividad en esta rama productiva, como consecuencia de que la tasa de variación del *stock* de capital ha sido inferior a la de creación de empleo.

(8) La productividad total de los factores se ha aproximado como la diferencia entre la tasa de variación de la productividad del trabajo y la de la relación capital-empleo multiplicado por la proporción del valor añadido no utilizado en la remuneración del factor trabajo.

CUADRO 3

Crecimiento económico en las ramas TIC en 1996-1999 Tasas de variación medias anuales (a)						
	Valor añadido	Empleo asalariado	Empleo horas ocupado	Productividad del trabajo (b)	Productividad total de los factores (c)	Stock de capital
TIC manufacturas	6,97	1,43	0,93	6,05	6,14	0,62
TIC comunicaciones	9,19	-3,67	-3,89	13,15	12,38	-2,83
TIC informática	14,03	17,42	16,17	-2,41	-0,32	10,33
Total ramas TIC	9,80	5,13	4,78	5,00	7,45	0,38
Total manufacturas	3,82	4,01	3,77	0,04	0,99	1,27
Total servicios venta	2,99	3,99	2,37	0,61	0,30	3,17
Total economía mercado	3,70	4,13	2,73	0,95	0,87	2,91

Fuentes: Central de Balances, DIRCE y Contabilidad Nacional.
(a) Media de tasas de variación calculadas sobre variables en términos reales.
(b) Calculada como valor añadido por hora de ocupado.
(c) Calculada como Tasa. Var .PTF = Tasa. Var. (VA/hora ocu.) - [1-(sueldos y salarios/VA)] * Tasa. Var. (stock K/hora ocu.).

podrían explicarse, al menos en parte, por los problemas de medición ya señalados (9). Por su parte, el aumento del *stock* de capital en el conjunto de las ramas TIC ha sido modesto en comparación con los ritmos de crecimiento del empleo, de forma que solo se observa una intensificación de la relación capital-trabajo en la rama de comunicaciones. En esta rama, sin embargo, el *stock* de capital ha experimentado una tasa de variación negativa en el período analizado, lo que podría explicarse por el fuerte proceso de reestructuración seguido tras la desaparición del antiguo monopolio, que ha implicado, seguramente, cambios en la composición de su inmovilizado material.

No obstante, esta modesta aportación de la relación capital-trabajo al crecimiento de la productividad del trabajo del conjunto de las ramas TIC está motivada por el reducido incremento del *stock* de capital no relacionado con las nuevas tecnologías. En efecto, Hernando y Núñez (2001) muestran que cuando se descompone la tasa de variación del *stock* de capital del conjunto de las ramas TIC, el incremento de los bienes de equipo de las TIC —ordenadores y equipos de transmisión de información, principalmente— ascendió a un 26,1% anual en el período 1995-1999, mientras que el resto del inmovilizado se acumuló a una tasa del 0,4%.

Como se observa en el cuadro 4, en el que se presentan las tasas de variación del valor añadido, empleo y productividad del trabajo en diversos países europeos y en Estados Unidos (10), en Europa las ramas TIC han mostrado

una evolución favorable, con tasas de crecimiento del valor añadido y de la productividad muy superiores a las del total de la economía de mercado y un ritmo de creación de empleo algo más elevado. En las economías europeas, a diferencia de lo ocurrido en la americana, las actividades de servicios han tenido un comportamiento más dinámico que las de manufacturas. Por otra parte, el crecimiento del valor añadido registrado por las ramas TIC en la economía española ha sido similar al del conjunto de la UE, tanto en las manufacturas TIC como en los servicios, mientras que el avance en el empleo ha sido significativamente superior, determinando, por tanto, ritmos de crecimiento de la productividad comparativamente más bajos en España.

El resto de la información necesaria para caracterizar el comportamiento de las ramas TIC se presenta en el cuadro 5. Como se observa en dicho cuadro, los beneficios empresariales, aproximados por el resultado ordinario neto, registraron también un mayor crecimiento en las ramas TIC en el período analizado, lo que explica el notable aumento en el valor de mercado de las empresas analizadas. No obstante, los descensos registrados en los resultados empresariales y en las cotizaciones bursátiles de las empresas vinculadas a las nuevas tecnologías desde mediados del año pasado hacen prever que una información más actualizada de la Central de Balances matice esta valoración. Por su parte, la formación bruta de capital fijo (FBCF) registró tasas de variación inferiores a las del conjunto de la economía de mercado, en línea con la evolución seguida por el *stock* de capital. No obstante, las actividades de las TIC parecen haber realizado un mayor esfuerzo innovador que otras ramas, presentando un crecimiento del gasto en I+D significa-

(9) En la medida en que el valor añadido esté infravalorado, también lo estará la PTF, que se estima residualmente.

(10) En la elaboración de este cuadro la información se ha armonizado utilizando los mismos criterios que en el cuadro 2.

CUADRO 4

**Comparación internacional de la evolución económica de las ramas TIC
Media de tasas de variación en 1996-1999**

	TIC manu-facturas	TIC servicios	Total TIC	Total economía
a) VALOR AÑADIDO				
DE (a)	3,80	10,00	8,31	1,82
DK	3,17	5,77	5,11	2,34
FI	28,80	14,80	22,03	4,64
FR (a)	15,16	6,87	9,27	1,86
NL	2,72	16,65	13,05	3,66
IT	1,13	7,83	6,24	1,41
UK	5,54	12,60	10,50	2,82
UE (b)	6,51	9,84	9,05	2,26
UEM (b)	6,84	9,30	8,82	2,12
EEUU	18,93	6,97	11,66	4,68
ES	6,97	9,54	9,05	3,68
b) EMPLEO				
DE (a)	-3,43	-1,88	-2,49	0,14
DK	0,59	0,78	0,70	1,37
FI	9,18	5,92	7,16	2,32
FR (a)	-0,96	1,44	0,74	0,58
NL	0,33	11,73	8,28	2,70
IT	9,18	5,92	7,16	2,32
UK	1,09	7,22	5,36	1,59
UE (b)	0,99	3,29	2,62	1,43
UEM (b)	0,97	2,42	2,02	1,40
EEUU	1,81	5,33	4,14	1,98
ES	3,85	6,50	5,98	5,07
c) PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO				
DE (a)	7,44	12,11	11,08	1,68
DK	2,49	5,04	4,44	0,95
FI	17,82	8,36	13,79	2,27
FR (a)	16,28	5,40	8,50	1,27
NL	2,38	4,42	4,40	0,93
IT	-7,31	1,85	-0,82	-0,88
UK	4,50	5,02	4,88	1,22
UE (b)	5,71	6,50	6,43	0,82
UEM (b)	6,09	6,90	6,86	0,72
EEUU	16,88	1,57	7,25	2,64
ES (c)	3,11	3,04	3,07	-1,39

Fuentes: Van Ark (2001), AMECO, Central de Balances, DIRCE y Contabilidad Nacional.

(a) Tasas 1996-1998, puesto que no se dispone de datos para 1999.

(b) Media ponderada por PIB 98.

(c) Calculada como diferencia entre tasas de crecimiento de VA y empleo.

tivamente superior al de la economía de mercado. Por último, en las ramas TIC de manufacturas y comunicaciones, los salarios medios han crecido a tasas más altas que las del conjunto de la economía, aunque inferiores a las de la productividad.

En resumen, a lo largo del período 1995-99 el conjunto de ramas TIC ha presentado una evolución más favorable que la del conjunto de la economía de mercado, aunque se observa una cierta disparidad entre las distintas actividades analizadas. Así, la rama de actividades informáticas mostró los mayores incrementos de valor añadido y empleo, aunque una evolución desfavorable de la productividad del trabajo, que, más allá de los problemas de medición que podría encubrir este desarrollo, podría estar influida por un ritmo inversor inferior al requerido por el crecimiento del empleo. Por su parte, las ramas TIC de manufacturas y comunicaciones se expandieron de forma más lenta, aunque registraron crecimientos de la productividad del trabajo notablemente más elevados que el conjunto de la economía de mercado, explicados, fundamentalmente, por mejoras en la productividad total de los factores.

3. LA CONTRIBUCIÓN DIRECTA DE LAS RAMAS T.I.C. AL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA

Una forma de evaluar el efecto que está teniendo el desarrollo de las nuevas tecnologías sobre la economía es a través del análisis de las contribuciones de las ramas TIC al crecimiento del valor añadido, del empleo y de la productividad del conjunto de la economía de mercado. Al mismo tiempo, el examen de estas contribuciones permite sintetizar la información hasta aquí analizada, puesto que en su elaboración se tiene en cuenta tanto el peso de cada rama como las tasas de crecimiento de las variables económicas que se juzguen relevantes (11).

En este sentido, a pesar de que las ramas TIC solo representan el 5% del valor añadido de la economía de mercado, su aportación al crecimiento de esta variable ha sido relativamente significativa en el período analizado (véase cuadro 6). Así, de los 3,7 puntos porcentuales que creció el valor añadido total de la economía de mercado, en media anual, 0,4 p.p. son atribuibles a las ramas productoras de bienes y servicios de las

(11) De esta manera, ramas con una importancia relativa pequeña pueden tener una contribución significativa al aumento del producto total, siempre y cuando presenten tasas de crecimiento superiores al de las restantes ramas productivas. Una descripción detallada de los criterios utilizados para construir las distintas contribuciones puede encontrarse en el Documento de Trabajo del mismo título.

CUADRO 5

Evolución económica de las ramas TIC en 1996-1999
Tasas de variación medias anuales de otras variables económicas (a)

	FBCF material	Salario medio	Beneficios	Valor de mercado	Gasto en I+D
TIC manufacturas	6,69	4,65	19,87	51,39	17,59
TIC comunicaciones	2,96	8,89	24,02	93,75	4,03
TIC informática	32,62	-1,63	34,96	128,77	28,17
Total TIC	4,88	3,76	24,58	93,10	13,49
Total manufacturas	8,18	7,51	16,59	39,87	11,86
Total servicios venta	11,02	-1,46	22,07	49,79	6,19
Total economía de mercado	8,18	-1,17	17,60	43,17	9,04

Fuentes: Central de Balances, DIRCE y Contabilidad Nacional.

(a) Media de tasas de variación calculadas sobre variables en términos reales, salvo la del valor de mercado, que utiliza valores nominales.

TIC, lo que supone una aportación relativa del 11%. Por el contrario, la contribución de las ramas TIC al crecimiento del empleo fue muy inferior. Como contrapartida, las nuevas tecnologías han tenido un impacto directo relevante sobre el crecimiento de la productividad del trabajo de la economía de mercado, explicando casi un 40% de su aumento. Por otra parte, existe evidencia complementaria que indica que la utilización de las tecnologías de la información y de las comunicaciones como *input* por otras ramas productivas ha contribuido de forma significativa al crecimiento de la productividad del trabajo [véase Hernando y Núñez (2001)]. La combinación de estos resultados señala que las ramas TIC, tanto de forma directa como a través de su utilización como *inputs* productivos, han tenido una contribución positiva al crecimiento de la productividad.

También las ramas TIC han colaborado de forma clara al crecimiento de la productividad total de los factores de la economía. Como se observa en la última columna del cuadro 6, la

aportación media anual de las ramas TIC fue de casi 0,40 puntos porcentuales, lo que explica algo más del 40% del aumento registrado por la PTF en el período analizado. Esta importante contribución indica, como en el caso de la productividad del trabajo, que las restantes ramas productivas, con un peso muy superior, han experimentado tasas de avance de la PTF muy reducidas. Estos resultados podrían sugerir, por tanto, que la utilización de las TIC no ha dado lugar a externalidades positivas que se hayan traducido en aumentos de la eficiencia productiva, o que, si estas se han producido, no han podido compensar el efecto de signo contrario que han podido ejercer otros determinantes de la productividad total.

Como puede observarse en el cuadro 7, en el que se presenta una comparación internacional de las contribuciones de las ramas TIC, la aportación de este tipo de actividades al crecimiento del producto, del empleo y de la productividad del trabajo —de la economía en su con-

CUADRO 6

Contribución de las ramas TIC al crecimiento económico
Medias anuales en 1996-1999

	Valor añadido	Empleo	Productividad del trabajo	Productividad total de los factores
CRECIMIENTO:				
Total economía	3,70	4,13	0,95	0,87
CONTRIBUCIÓN :				
TIC manufacturas	0,06	0,01	0,05	0,06
TIC comunicaciones	0,24	-0,03	0,25	0,33
TIC informática	0,11	0,14	0,08	0,00
Total TIC (a)	0,42	0,11	0,38	0,38

Fuentes: DIRCE, Contabilidad Nacional y Central de Balances.

(a) Calculada como suma de las contribuciones de las tres ramas TIC.

CUADRO 7

Comparación internacional de la contribución al crecimiento de las ramas TIC
Media de contribuciones anuales en 1996-1999

	Contribuciones al crecimiento		Crecimiento	
	TIC manu-facturas	TIC servicios	Total TIC	Total economía
a) VALOR AÑADIDO				
DE (a)	0,05	0,38	0,43	1,82
DK	0,03	0,20	0,23	2,34
FI	1,01	0,48	1,49	4,64
FR (a)	0,24	0,26	0,49	1,86
NL	0,04	0,64	0,68	3,66
IT	0,01	0,27	0,29	1,41
UK	0,11	0,58	0,69	2,82
UE (b)	0,11	0,38	0,49	2,26
UEM (b)	0,11	0,34	0,45	2,12
EEUU	0,57	0,32	0,89	4,68
ES	0,05	0,28	0,33	3,68
b) EMPLEO				
DE (a)	-0,05	-0,04	-0,09	0,14
DK	0,01	0,02	0,02	1,37
FI	0,19	0,20	0,39	2,32
FR (a)	-0,01	0,04	0,03	0,58
NL	0,00	0,32	0,32	2,70
IT	0,19	0,20	0,39	2,32
UK	0,02	0,24	0,26	1,59
UE (b)	0,02	0,11	0,13	1,43
UEM (b)	0,02	0,08	0,10	1,40
EEUU	0,03	0,17	0,20	1,98
ES	0,03	0,18	0,21	5,07
c) PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO				
DE (a)	0,05	0,38	0,44	1,68
DK	0,02	0,15	0,17	0,95
FI	0,86	0,38	1,25	2,27
FR (a)	0,23	0,23	0,46	1,27
NL	0,00	0,51	0,51	0,93
IT	-0,01	0,19	0,18	-0,88
UK	0,08	0,49	0,56	1,22
UE (b)	0,09	0,32	0,41	0,82
UEM (b)	0,09	0,29	0,38	0,72
EEUU	0,50	0,22	0,71	2,64
ES	0,01	0,13	0,14	-1,39

Fuentes: Van Ark (2001), AMECO, Central de Balances, DIRCE y Contabilidad Nacional.

(a) Contribución 1996-1998, puesto que no se dispone de datos para 1999.

(b) Media ponderada por PIB 1998.

junto— ha sido significativa en todos los países analizados. Quizá el aspecto diferencial más relevante es el contraste que se observa en los ritmos de aumento de la productividad entre Europa y Estados Unidos, que indica, para este último país, una aportación significativa a su crecimiento, no solo por parte de las ramas TIC, sino también, del conjunto de las restantes actividades productivas.

4. CONCLUSIONES

El análisis realizado en las páginas anteriores muestra que las ramas de bienes y servicios de las TIC de la economía española han seguido en los últimos años una evolución más favorable que el conjunto de la economía de mercado, lo que se manifiesta en todas las variables relacionadas con el crecimiento económico: valor añadido, empleo, productividad del trabajo y productividad de los factores. No obstante, el patrón de crecimiento seguido por los tres grandes grupos de actividades presenta algunas discrepancias. Así, mientras que en la rama de actividades informáticas este se ha basado en la ampliación de la dotación de factores productivos, y en particular, del empleo, en las ramas de manufacturas y comunicaciones se ha sustentado, principalmente, en un aumento de la productividad total de los factores, reflejando los avances tecnológicos en estas ramas.

En el medio plazo, una vez superados los episodios de ralentización que registran las ramas productoras de las TIC en el período más reciente, cabe esperar un ritmo sostenido de crecimiento de este tipo de actividades, que se apoyaría en distintos factores. En primer lugar, la dotación de capital de las TIC en el conjunto de la economía española es todavía reducida en relación con los estándares internacionales, por lo que hay que prever que se mantenga una fuerte demanda de bienes y servicios de las TIC que acorte esta diferencia. Por otra parte, los bienes de capital de las TIC se deprecian a un ritmo muy acelerado, lo que obliga a las empresas usuarias a su reposición. Por último, el proceso de mejoras tecnológicas en la producción de bienes de las TIC no parece haberse agotado, de forma que no hay que descartar nuevos avances en la eficiencia productiva de estas ramas que permitan bajadas adicionales de sus precios e incentiven la inversión en los bienes producidos.

El mayor crecimiento de las ramas TIC con relación al conjunto de las restantes actividades económicas ha implicado que, a pesar de que su participación en la estructura productiva española no es todavía muy significativa, su con-

tribución al crecimiento medio anual del conjunto de la economía haya sido importante, confirmando la existencia de efectos directos positivos de las ramas TIC sobre el crecimiento económico y la productividad en España. No obstante, la utilización de las TIC no parece, por el momento, haber producido importantes mejoras en el grado de eficiencia económica del conjunto de la economía a través de los efectos inducidos sobre la productividad de otras ramas de actividad. Desde este punto de vista, el nivel alcanzado por el desarrollo de las TIC en España no es suficiente para sustentar una ampliación del producto potencial.

Para el conjunto de la UE, los trabajos realizados llegan a una conclusión similar, esto es, que la contribución de las TIC al crecimiento, tanto en su producción como en su utilización como *input* productivo, ha sido notable, pero, a diferencia de EEUU, no se observa, como cabría esperar, un crecimiento significativo en la productividad en las restantes ramas económicas. En numerosos foros económicos (OCDE, FMI, BCE, Comisión Europea, etc.) se señala que la razón de las diferencias con la economía americana reflejan la existencia de unos mercados de factores y de bienes menos flexibles. De esta forma se refuerza la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales que permitan un

mejor aprovechamiento de las nuevas oportunidades, lo que requiere unos mercados flexibles, una regulación eficiente y una mayor inversión en capital humano.

20.10.2001.

BIBLIOGRAFÍA

- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (CEA) (2000). Economic Report of the President, United States Government Printing Office.
- DAVERI, F. (2000). «Is growth an information technology story in Europe too?», IGIER Working Paper, nº 168.
- GORDON, J. (2000): «Does the 'New Economy' measure up to the great inventions of the past?», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, pp. 49-74.
- HERNANDO, I. and NÚÑEZ, S. (2001). «The contribution of ICT to economic activity: A growth accounting exercise with Spanish Firm-level data», mimeo.
- IMF (October 2001). World Economic Outlook, chapter III: «The information technology revolution».
- JORGenson, D. and STIROH, K. (2000). «Raising the speed limit: US economic growth in the information age», *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 123-235.
- SCHREYER, P. (2000). «The contribution of information and communication technology to output growth: a study of the G7 countries», OECD, STI Working Paper 2000/2.
- VAN ARK, B. (2001). «The renewal of the old economy: an international comparative perspective».

La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes

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

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de la década de los noventa, y con especial intensidad en los últimos años, el comportamiento de los mercados de renta variable en Europa, en general, y en los países que hoy componen el área del euro, en particular, ha venido caracterizado por un notable crecimiento de su tamaño y su liquidez, así como por un creciente protagonismo de las acciones en las carteras de los agentes económicos. Entre los elementos que ayudan a explicar esta evolución, ocupan un lugar destacado los procesos de privatización de empresas públicas; el continuado descenso de los tipos de interés nominales, en un contexto mayor estabilidad macroeconómica; la creciente institucionalización del ahorro privado, que ha facilitado el acceso de los pequeños ahorradores a las bolsas; y el desarrollo de la informática y las telecomunicaciones, que han propiciado notables mejoras, tanto en los procesos de difusión de la información como en los procedimientos de negociación, compensación y liquidación de valores.

La mayor dimensión y liquidez de las bolsas está contribuyendo positivamente al desarrollo de las economías del área en la medida en que está facilitando el flujo de financiación entre los ahorradores y los prestatarios, promoviendo, de este modo, una asignación más eficiente de los recursos financieros. Sin embargo, como recientemente ha puesto de manifiesto el «Informe del Comité de Notables» —o «Informe Lamfalussy»—, existe aún un importante margen de mejora a este respecto, cuyo aprovechamiento requiere un decidido avance hacia un mayor grado de integración entre los diferentes mercados de renta variable nacionales. Como señala el mencionado Informe, «un mercado financiero europeo integrado [...] permitirá que el capital y los servicios financieros fluyan libremente en la Unión Europea», propiciando, así, unos menores costes del capital y una mayor productividad de este factor.

De hecho, en los mercados monetarios (1) y de deuda pública de la UEM, se han producido, en los últimos años, importantes avances hacia un mayor grado de integración, que se han visto acelerados a partir de 1999 con la creación del euro y la instauración de una política monetaria única. Cabe destacar los avances en el área de la liquidación y compensación, donde no solo se han producido integraciones nacionales (como en los casos de España e Italia)

(1) Véase Ayuso *et al.* (1999).

sino también fusiones paneuropeas, como la creación del grupo Euroclear (procedente de Euroclear, Sicovam y el CBISSO del Banco de Irlanda) o la constitución del Clearstream International (fruto de la fusión de Cedel y el DBC, sistema único de registro y liquidación alemán).

En las bolsas, por el contrario, los avances han sido menores y tan solo cabe destacar la constitución de Euronext, que, en cierto sentido, ha podido suponer el punto de partida para la adopción de nuevas estrategias por parte de las distintas plazas financieras europeas (2). En el caso español, la firma del «Protocolo de integración del mercado de valores español», el 20 de junio de 2001, establece un hito en la configuración del modelo de mercado con el que nuestro país se une al proceso de creciente integración de los mercados financieros en Europa.

Este artículo analiza la situación actual de las bolsas en la UEM y los retos a los que se enfrenta la consecución de un mayor grado de integración entre ellas. Para ello, en el segundo epígrafe se revisan los principales aspectos tanto de la evolución reciente de los mercados de renta variable en Europa como de su marco regulatorio actual. Estos elementos proporcionan un marco de referencia para el análisis de los desarrollos institucionales más recientes en el terreno de la integración de las bolsas europeas, que es el objetivo del tercer epígrafe. En el cuarto y último epígrafe, se resumen las principales conclusiones del artículo.

2. ENTORNO, RETOS Y OPORTUNIDADES PARA LA INTEGRACIÓN

2.1. Desarrollos recientes de los mercados de renta variable en la UEM

Como se aprecia en el cuadro 1, en la década de los noventa, los mercados mundiales de acciones han experimentado un crecimiento espectacular que, salvo en el caso de Japón, se ha acelerado en las principales áreas geográficas en los últimos años del decenio. El aumento de la capitalización bursátil en el área del euro, tanto en términos absolutos como relativos, ha sido muy destacable. En términos del PIB, ha pasado del 21%, en 1990, a casi el 90%, en el año 2000. Aunque el avance en otras áreas ha sido también acusado, hay que señalar que, en 1995, la zona euro presentaba un nivel de capitalización muy por debajo del de Japón y a gran distancia, también, del de las otras dos zonas geográficas consideradas.

(2) Véase García-Vaquero (1998).

El crecimiento de las bolsas en la UEM ha estado impulsado, en primer lugar, por un ascenso de las cotizaciones bursátiles. Pero, a diferencia de lo ocurrido en otras áreas geográficas, también se ha visto fuertemente favorecido por la intensa incorporación de nuevas empresas a lo largo de los tres últimos años. Como se ve en el cuadro 2, en el área del euro se ha experimentado un crecimiento más intenso y sostenido del número de empresas admitidas a cotización, que ha sido fruto tanto de los importantes procesos de privatización de empresas públicas acometidos, como de la salida a bolsa de empresas privadas, entre las que cabe destacar las compañías de telecomunicaciones, tecnología y medios de comunicación.

El análisis detallado de los mercados primarios revela también que, en términos absolutos, el volumen de capital que han supuesto las nuevas admisiones ha sido muy importante tanto en Estados Unidos como en la zona euro, si bien, como recoge el cuadro 3, ha sido esta última la que ha experimentado un mayor crecimiento en términos relativos. Este mayor aumento ha venido impulsado, principalmente, por el avance de las OPV y de las salidas a bolsa ya comentado, aunque también se ha producido un buen número de ampliaciones de capital de empresas ya cotizadas. Como se observa en el cuadro 3, en el año 2000 la mitad de las emisiones en la zona euro ha tenido su origen en nuevas admisiones a cotización, frente a un 35% en EEUU y un 43% en el resto de Europa.

Este crecimiento de los mercados de renta variable en el área del euro se ha visto favorecido, entre otros factores, por la propia creación de la UEM. Así, por ejemplo, los criterios de convergencia, primero, y el Pacto de Estabilidad, después, han conseguido en pocos años reducir los déficit públicos y disminuir los saldos de deuda pública de estos países, generando un efecto de *crowding in* que podría estar impulsando la oferta de títulos privados tanto de renta fija como de renta variable. Por el lado de la demanda, la UEM ha propiciado una continua reducción de los tipos de interés nominales, en un contexto de elevada estabilidad macroeconómica, lo que supone un estímulo importante para la adquisición de valores de renta variable por parte de los inversores tanto individuales como, sobre todo, institucionales (véase cuadro 4).

Es importante señalar también que el avance de los mercados bursátiles de contado alimenta y se ve alimentado por un proceso paralelo de crecimiento de los mercados organizados de derivados sobre renta variable. El crecimiento de la contratación de este tipo de instrumentos en los

CUADRO 1

	Capitalización bursátil de acciones nacionales en porcentaje del PIB						
	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Área del euro	21	28	35	47	64	85	89
Resto UE	65	96	113	129	146	178	161
Estados Unidos	54	94	109	130	145	181	152
Japón	99	69	65	51	64	102	68

Fuentes: FIBV y BCE.

mercados europeos también ha sido notorio, aunque permanece el predominio, en este aspecto, de los mercados norteamericanos. Como se aprecia en el cuadro 5, la contratación de futuros sobre índices es, en Estados Unidos, más del doble que la realizada en Europa y casi ocho veces más que en Japón, al tiempo que, en las opciones sobre índices bursátiles, el volumen negociado en EEUU es casi tres veces superior al realizado en los mercados europeos y casi nueve veces al correspondiente a Japón. El aumento de la negociación en la zona euro a lo largo de los últimos años de la pasada década ha sido más intenso en los futuros que en las opciones y, dentro de estas últimas, las opciones sobre índices han experimentado cifras de contratación mayores que las emitidas sobre acciones individuales. Asimismo, es interesante señalar que los mercados paralelos OTC están experimentando un sensible crecimiento en Europa, siendo su ritmo de avance muy superior al de EEUU (véase cuadro 6).

Dado que los mercados de derivados se caracterizan por negociar activos más homogéneos que los mercados de contado, resulta más fácil que sus órganos rectores lleguen a acuerdos de colaboración con rapidez o, lo que es lo mismo, que el proceso de integración avance más deprisa. La adopción del euro está impulsando aún más este proceso de integración —que, en este caso, parece estar discurriendo principalmente por la vía de la concentración—. De hecho, diversos instrumentos negociados en mercados domésticos distintos, ligados a divisas o a tipos de interés, han desaparecido o están a punto de extinguirse.

2.2. El entorno legal

El marco regulatorio en el que se inscribe la actividad de los mercados de renta variable de la UEM es otro elemento que condiciona de modo importante la evolución futura del grado de integración de estos mercados. La normativa comunitaria que, a lo largo de la década de

los noventa, se ha establecido en el ámbito de los mercados de valores está compuesta por la directiva de adecuación de capital (DAC) de 1993, por la de sistemas de indemnización de inversores (DSII) de 1997 y, sobre todo, por la de servicios de inversión (DSI) de 1993, cuyo objetivo era establecer un marco legislativo común para el establecimiento de un mercado único de servicios de inversión (o mercado único de valores) bajo el cual todas las instituciones y agentes participantes en los mercados financieros deberán competir en las mismas condiciones (3).

El mercado único de valores que establece la DSI se basa en tres principios: *a)* la libertad de establecimiento de una empresa de servicios de inversión (4) en cualquier país de la UE; *b)* la libre prestación de servicios de inversión por empresas de inversión a través de sucursal —es decir, con establecimiento permanente— o incluso sin establecimiento permanente —mediante acceso remoto—, y *c)* la flexibilización de las condiciones de acceso a la condición de miembro de un mercado regulado, tanto por lo que se refiere a la cotización-contratación como a la compensación-liquidación, a una empresa de servicios de inversión. Es más, esta normativa comunitaria autoriza a las entidades de crédito a ser miembros de las bolsas.

A su vez, estos principios se apoyan en tres instrumentos básicos para conseguir su objetivo (5). En primer lugar, en la concesión de la

(3) La transposición de estas directivas al ordenamiento jurídico español se realizó mediante la publicación de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. La adaptación a dicha Directiva implicó que toda empresa de servicios de inversión (ESI), sea española o no, autorizada en uno de los Estados miembros de la UE, pudiera acceder a *cualquiera de sus mercados*, incluido el español, en condición de miembro, y a tener, igualmente, posibilidad de acceso o adhesión a los sistemas de compensación y liquidación.

(4) En la legislación española se considerará empresa de servicios de inversión a las sociedades y agencias de valores, y a las sociedades gestoras de carteras.

(5) Véase García-Vaquero (1998).

CUADRO 2 Número de compañías admitidas a cotización					
				Variación (en %)	
	1998	1999	2000	98-99	99-00
Área del euro	3.895	4.416	4.914	13	11
Resto UE	3.182	3.078	3.785	-3	23
Estados Unidos	7.738	7.421	7.194	-4	-3
Japón	1.890	1.935	2.096	2	8

Fuentes: FIBV y BCE.

denominada licencia única o «pasaporte comunitario», que, al igual que ocurre en el ámbito de la banca y los seguros (6), permite a una determinada empresa de servicios de inversión que ha sido autorizada en su país de origen desarrollar su actividad en cualquier otro país de la UE. En segundo lugar, en la supervisión prudencial en el país de origen respecto de las condiciones de autorización y ejercicio de la actividad y la supervisión en el país de acogida en lo relativo a las normas de conducta y operativa del mercado. Finalmente, mediante el cumplimiento de las obligaciones de transparencia (difusión de precios y de operaciones de mercado) e información para la supervisión relativa a los estados contables de los intermediarios.

En el terreno de la adaptación normativa, la Comisión de la Unión Europea elaboró el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), que fue aceptado por el Consejo Europeo de Lisboa de 2000, y que pretende contribuir a la constitución de un marco legislativo y operativo armonizado en todo el Espacio Económico Europeo antes del año 2005. En particular, el Plan de Acción propone una serie de prioridades y calendarios para conseguir un verdadero Mercado Único en tres ámbitos estratégicos: servicios financieros mayoristas, mercados minoristas abiertos y seguros, y supervisión y normas prudenciales.

A pesar de que estas normativas e iniciativas comunitarias establecían unos períodos transitorios amplios para la adaptación a las respectivas legislaciones nacionales, su trasposición a las legislaciones nacionales y su pue-

(6) En efecto, la segunda directiva de coordinación bancaria de 1989 establece el llamado mercado único bancario, que, de igual modo, instaura los principios de libertad de establecimiento y de prestación de servicios bancarios —incluso sin establecimiento permanente—. Las segundas y terceras directivas de 1988, 1990 y 1992 sobre seguros de vida y no vida hacen lo propio en el ámbito de las entidades aseguradoras.

ta en práctica están lejos de haberse completado, impidiendo, de este modo, que se produzca un avance significativo en la eliminación de las trabas legislativas y administrativas que impiden la creación de un verdadero mercado único de servicios financieros.

En este contexto, el Consejo Europeo celebrado en Estocolmo en marzo de este año decidió impulsar una regulación más eficaz del mercado de valores mobiliarios en la Unión Europea, a partir de las prioridades y las recomendaciones contenidas en el informe del Comité de Notables, o Informe Lamfalussy, sobre la Regulación de los Mercados Europeos de Valores Mobiliarios. Dichas prioridades pueden agruparse en dos grandes bloques. Por un lado, la aceleración de los plazos de ejecución de seis elementos concretos del PASF: folletos únicos para la emisión/admisión de valores (7), actualización del procedimiento de admisión a cotización, control en el país de origen de los grandes inversores y definición del perfil de los inversores profesionales, actualización de las normas de inversión de los inversores institucionales, adopción de normas de contabilidad internacionales y establecimiento del pasaporte único para los mercados bursátiles. Por otro, la adopción de una nueva estructura para la elaboración y la ejecución de las normas regulatorias basada en cuatro niveles: el diseño del marco para las nuevas directivas por parte de la Comisión Europea, en estrecho contacto con el Parlamento Europeo; la elaboración concreta de las nuevas normas por parte del Comité Europeo de Valores, de nueva creación; la interpretación normalizada de la nueva regulación y una mayor convergencia en las prácticas de supervisión, promovidas ambas por el Comité Europeo de Reguladores de Valores, también de nueva creación; y, finalmente, la verificación, por parte de la Comisión, de la adecuada adopción de las nuevas normas en los diferentes Estados miembros.

2.3. Otros aspectos que condicionan la integración de los mercados

Además del marco legislativo y del desarrollo reciente de los mercados de renta variable existen otros aspectos operativos, institucionales e incluso estratégicos que condicionan el proceso de integración de los mercados de valores europeos.

El euro se configura, en la actualidad, como el elemento impulsor más decisivo en el proceso de integración de los mercados de valores

(7) En este sentido, en julio de 2001, se ha aprobado la Directiva sobre información y admisión de valores negociables a cotización oficial.

CUADRO 3

Admisiones de capital a cotización por regiones

	1998		1999		2000	
	Admisiones (mm de €)	Capitalización bursátil (en %)	Admisiones (mm de €)	Capitalización bursátil (en %)	Admisiones (mm de €)	Capitalización bursátil (en %)
Área del euro	128	3,50	202	3,70	315	5,60
Resto UE	22	0,90	40	1,10	71	2,10
Estados Unidos	169	1,60	264	1,60	390	2,40
Japón	11	0,50	84	1,90	18	0,50

PRO MEMORIA:

	Compañías cotizadas (en %)	Nuevas compañías (en %)	Compañías cotizadas (en %)	Nuevas compañías (en %)	Compañías cotizadas (en %)	Nuevas compañías (en %)
Área del euro	67	33	60	40	50	50
Resto UE	76	24	77	23	57	43
Estados Unidos	70	30	59	41	65	35
Japón	100		100		100	

Fuentes: FIBV y BCE.

europeos (8) y, en cierto modo, del mayor protagonismo, en los últimos años, de los valores privados (en especial, de las acciones) en las carteras de los agentes. En su vertiente de política monetaria, la persecución de un objetivo de inflación reducida a medio plazo garantiza un marco de elevada estabilidad que propicia las expectativas de un alto crecimiento económico. Todo ello tiende a impulsar en mayor medida las carteras de renta variable que las de renta fija o activos monetarios. Por otro lado, la sustitución de las monedas nacionales por el euro ha traído consigo un importante crecimiento de los valores denominados en euros y emitidos por no residentes en las carteras, sobre todo, de los inversores institucionales, al no serles, ahora, de aplicación las limitaciones a la posición en moneda extranjera recogidas en la regulación prudencial en vigor en diversos Estados miembros.

La internacionalización tanto de los intermediarios financieros como de la mayoría de las empresas que emiten valores de renta variable también facilitan un avance más rápido hacia un mayor grado de integración de los mercados bursátiles en el área del euro. La libertad de establecimiento en la UE y, sobre todo, la posibilidad del acceso remoto a los distintos mercados regulados comunitarios está impulsando procesos de concentración de intermediarios que desean adquirir una dimensión europea que les permita competir en

mejores condiciones en una zona económica más amplia. Este acceso remoto, unido al desarrollo de Internet, está generando crecimientos muy significativos de los denominados *brokers on-line*, ya que con inversiones relativamente reducidas se consigue una expansión geográfica y de producto muy amplia. Por su parte, la internacionalización de las empresas emisoras facilita su acceso a mercados nacionales distintos y, consecuentemente, estimula la competencia y dificulta el mantenimiento del poder de mercado que confiere la existencia de una cierta segmentación geográfica de los centros de negociación.

El tratamiento fiscal de los activos financieros, por el contrario, sigue suponiendo en la actualidad una de las barreras más claras para la plena integración de los mercados de renta variable del área. Como se ha podido observar a lo largo de los últimos años, el logro de mayores cotas de armonización fiscal en el ámbito de la UE es muy complicado, ya que para aprobar cualquier normativa comunitaria, ya sea directiva o reglamento, se necesita la unanimidad de los Estados miembros. No obstante, se están realizando algunos progresos en el ámbito de la fiscalidad de rendimientos en forma de intereses, que, idealmente, deberían extenderse en el futuro al resto de los rendimientos y las ganancias de capital generados por los instrumentos financieros. Así, existe un acuerdo para garantizar una imposición mínima sobre las rentas en forma de intereses en la UE, en el que se establece que los

(8) Véase García-Vaquero (1996).

CUADRO 4 Activos gestionados por fondos de inversión Valores fin de periodo				
	mm de €			
	1995	1998	1999	2000
ÁREA DEL EURO:				
Total	1.017	1.963	2.492	2.885
Acciones	152	481	859	1.146
Acciones (en %)	15	24	34	40
RESTO UE:				
Total	154	335	516	564
Acciones	127	248	394	408
Acciones (en %)	77	74	76	72
ESTADOS UNIDOS:				
Total	1.974	4.234	6.104	6.652
Acciones	780	2.150	3.384	3.436
Acciones (en %)	40	51	55	52

Fuentes: FEFISI y BCE.

Estados miembros realizarán una retención mínima a cuenta en origen o bien aceptarán el intercambio de información entre las administraciones tributarias nacionales. En todo caso, la puesta en práctica de este acuerdo parece revestir dificultades importantes, al menos en el corto plazo.

Por su parte, la persistencia de distintos sistemas y procedimientos de liquidación y compensación en los países de la UEM supone una barrera muy importante para la integración plena de los mercados de valores. Ciertamente, en este terreno se han iniciado diversos procesos de integración que se han desarrollado según dos modelos de concentración distintos que, de algún modo, pueden o bien coexistir, o bien converger en una etapa posterior del proceso de integración: interrelación entre sistemas y fusiones nacionales o paneuropeas.

Por último, no debe olvidarse que, tradicionalmente, las facilidades de acceso y los costes de información tanto para los emisores como para los intermediarios e inversores últimos han desempeñado un papel relevante en la explicación del sesgo nacional que históricamente ha caracterizado la composición de las carteras de los inversores. Aspectos como las diferencias en el idioma, la distinta «cultura financiera» de cada país y la proximidad física del cliente suponen barreras de entrada que dificultan una mayor integración de los mercados europeos. A ello habría que añadir las barreras que se pueden derivar de la aplicación, en algún caso, de un cierto sesgo proteccionista por

parte de las diferentes autoridades nacionales a la hora de autorizar fusiones y adquisiciones transfronterizas.

3. DESARROLLOS INSTITUCIONALES RECIENTES EN TORNO A LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EN LA U.E.M.

Los aspectos comentados en el epígrafe anterior ofrecen un marco de referencia adecuado para contextualizar los desarrollos más recientes en el proceso de integración de los mercados de renta variable europeos. En particular, teniendo en consideración las economías de escala y de alcance que caracterizan a la industria de valores (9) y los beneficios potenciales derivados de un mayor grado de integración, se puede afirmar que el avance producido hasta ahora ha sido relativamente lento, si bien ha de tenerse en cuenta que se parte de una situación caracterizada por una notable fragmentación geográfica de la actividad financiera en Europa. En todo caso, los avances se están produciendo siguiendo un esquema que debe sortear un buen número de las barreras legislativas, institucionales y operativas, tal y como se ha señalado en la sección anterior.

En primer lugar, se ha procedido a la desmutualización de las bolsas de valores, lo que permite desvincular al accionista o socio de la sociedad rectora de la condición de miembro de un mercado regulado. Debido a problemas regulatorios, esta condición previa para la «privatización» de las bolsas no ha podido satisfacerse en un buen número de plazas europeas hasta muy recientemente. Ciertamente, mientras que la consideración de miembro de un mercado no tiene por qué exigir la participación accionarial en la sociedad propietaria de los sistemas de contratación o liquidación, es evidente que nuevos inversores podrían encontrar rentable ser accionistas del negocio de la intermediación de valores, que es, en definitiva, un segmento más de la industria de servicios de inversión. Las pioneras en esta desregulación institucional fueron las bolsas suecas, que permitieron a inversores institucionales, emisores e inversores privados ser accionistas de los *OM Gruppen* que gestionaban los sistemas de cotización, contratación y liquidación de valores suecos. Posteriormente, las bolsas británicas culminaron un proceso similar, tras superar un período de enfrentamiento entre los agentes de la Bolsa de Londres. Más re-

(9) Véase I. Hasan y M. Malkamäki (2000).

CUADRO 5

Contratación de derivados en las bolsas
Valores nacionales

mm de €

	1997	1998	1999
OPCIONES SOBRE ACCIONES			
Área del euro	484	197	330
Resto UE	82	37	31
Estados Unidos	878	915	2.170
Japón	4	18	41
OPCIONES SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES			
Índices nacionales área euro	1.722	1.598	2.049
Índices nacionales resto UE	585	440	525
Índices pan-europeos		7	150
Total Europa	2.307	2.045	2.724
Estados Unidos	6.813	5.631	7.724
Japón	659	548	729
FUTUROS SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES			
Índices nacionales área euro	2.742	3.372	4.447
Índices nacionales resto UE	695	1.532	1.098
Índices pan-europeos		17	241
Total Europa	3.437	4.921	5.786
Estados Unidos	8.586	8.475	13.830
Japón	1.342	292	1.611
PRO MEMORIA:			
Contratación de derivados sobre bonos públicos en Europa, EEUU y Japón	52.000	53.000	52.000

Fuentes: FIBV, CBOE, LIFFE y BCE.

cientemente, las bolsas alemanas y las españolas procedieron a su desregulación. En nuestro caso, no se produjo la desmutualización hasta finales del año 2000, con la aprobación de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos correspondientes a 2001.

Tras modificarse la normativa que regulaba la estructura de su propiedad, un número creciente de bolsas (o sociedades rectoras) han procedido a cotizar en los mercados de valores sus propias acciones. Esto parece obedecer a un doble objetivo: por un lado, distribuir su accionariado entre un abanico más amplio de inversores; y, por otro, propiciar una valoración más elevada de sus recursos propios ante la eventualidad de posibles concentraciones futuras con otras bolsas. Obviamente, una valoración que permitiera a las acciones de las bolsas cotizar por encima de sus valores contables haría posible una relación de canje más favorable, en una eventual fusión con otros mercados nacionales o internacionales. Hasta el momento, la Deutsche Börse, OM Gruppen y Euronext han salido ya a cotizar, mientras que la Bolsa

de Londres y la Bolsa de Milán planean hacerlo en un futuro inmediato.

En paralelo a este proceso de privatización, las distintas bolsas europeas han venido comercializando un número creciente de servicios con el objetivo de fidelizar aún más a su clientela y de aprovechar las economías de alcance de esta industria. En efecto, muchas bolsas europeas han abierto nuevos segmentos de negociación (como los Nuevos Mercados para empresas de crecimiento (10), el Latibex para empresas latinoamericanas o la negociación mayorista dirigida por precios), han creado nuevos índices bursátiles sectoriales y transnacionales y han ampliado los horarios de contratación.

Por otro lado, recientemente se ha procedido a dos integraciones internacionales alrededor de dos centrales depositarias europeas, con el ánimo de facilitar el registro y liquidación de valores localizados fuera del país de residencia del inversor. En

(10) Véase Blanco y García-Vaquero (2000).

CUADRO 6

Mercados derivados Over the counter (OTC)
Posiciones abiertas al final del período

mm de €

Instrumento/ Mercado	Valores nacionales				Valores de mercado			
	DIC 1998	DIC 1999	JUN 2000	DIC 2000	DIC 1998	DIC 1999	JUN 2000	DIC 2000
Contratos vinculados a acciones	1.275	1.801	1.743	2.014	202	357	306	308
En Estados Unidos	268	514	397	487	45	107	74	69
En Europa	861	1.035	1.082	1.319	141	213	198	211
de los cuales:								
Forwards y swaps	125	282	363	357	38	71	65	65
En Estados Unidos	48	103	117	134	17	36	22	26
En Europa	51	106	155	157	16	27	30	31
Opciones	1.150	1.520	1.380	1.656	165	287	241	244
En Estados Unidos	221	411	282	353	27	71	52	44
En Europa	811	930	926	1.162	124	186	168	180
PRO MEMORIA:								
Total derivados	68.838	87.797	98.099	101.396	2.769	2.800	2.692	3.387

Fuentes: BIS y BCE.

concreto, en 1999 se ha fusionado Cedel con el DAB, depositario central alemán de la Deutsche Börse Clearing, formando el grupo Clearstream International. Posteriormente, Euroclear se ha fusionado con los depositarios centrales de Francia, Bélgica, Holanda y el CBISSO del Banco de Irlanda, constituyendo el grupo Euroclear. Finalmente, el proceso de integración de los mercados de valores europeos ha dado un paso importante en septiembre de 2000 con la fusión de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, constituyendo una nueva bolsa, denominada Euronext.

En España, al igual que en Italia, se han desarrollado recientemente integraciones nacionales en torno a una única central depositaria. En este sentido, hay que destacar que se ha constituido la sociedad anónima Iberclear (11) con una aportación mayoritaria (55%) del Servicio de Compensación y Liquidación (en adelante, SCLV) y minoritaria (45%) del Banco de España, que pretende aglutinar en una central depositaria única el registro, compensación y liquidación de todos los valores negociables. En un primer momento, se liquidarán los valores incorporados en la Central de Anotaciones del Banco de España (CADE) y en el SCLV, aunque este proyecto está totalmente abierto a los sistemas de compensación y liquidación de ám-

bito autonómico, así como a MEFF, en cuanto sistema de liquidación del mercado de derivados. En julio de 2001, se produjo la unificación de la liquidación de la renta fija admitida en la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), en el SCLV y en el CADE, en torno a la plataforma técnica que gestiona la Central de Anotaciones del Banco de España. A lo largo del año 2002 se integrarán en esta plataforma los valores de renta fija que se negocian en las bolsas y cuya liquidación se realiza en el SCLV.

En el ámbito de la negociación, a finales del pasado año la AIAF (como mercado español de renta fija privada) tomó una participación importante (60%) en la plataforma de renta fija pública Senaf. A este *holding* se unió, más tarde, MEFF, tras haber completado el proceso de integración de la gestión de los derivados sobre renta fija y sobre renta variable en una única sociedad. En la actualidad, se está negociando la posible incorporación de las bolsas a este *holding*, que, accionarialmente, aglutina ya a los mercados de renta fija (pública y privada) y de derivados. Es asimismo razonable esperar que, relativamente pronto, sus acciones comiencen a cotizar en bolsa, lo que permitirá liberalizar la composición de su accionariado.

Así, el modelo de integración de los mercados financieros españoles avanza hacia la concentración de todos los mercados de valores regulados, así como de sus sistemas de compensación

(11) En la actualidad, Iberclear, S.A. está actuando como sociedad promotora.

y liquidación de valores. Esto supone un gran logro en el proceso de integración de mercados, que debe permitir mejorar la eficiencia operativa mediante la unificación de los distintos mercados de activos, aprovechando las economías de alcance de esta industria. No obstante, es preciso apuntar que este modelo necesita resolver al menos dos aspectos centrales. Por un lado, la integración operativa de las distintas plataformas de contratación, ya que la negociación de instrumentos derivados de opciones de MEFF se realiza según un modelo de dirigido por precios, mientras que la contratación de contado en las bolsas está dirigida por órdenes. Por otro, la organización institucional de los distintos mercados y su posible respuesta antes eventualidades como, por ejemplo, posibles avances adicionales hacia una mayor integración de los mercados de derivados en el ámbito europeo.

4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

La mayor integración de los mercados de valores europeos es un proceso necesario para aprovechar las economías de escala y de alcance que presenta la industria de servicios financieros y dar respuesta a la demanda de un auténtico mercado financiero único en Europa. Sin embargo, los progresos han sido, hasta el momento, mayores en el ámbito de los mercados monetarios y de las plataformas de negociación de deuda pública que en el terreno de la renta variable. El creciente peso relativo de las acciones en las carteras de los inversores hace aún más apremiante la necesidad de un avance decidido en esta área.

Aunque la creación del euro y la internacionalización de los intermediarios financieros y las empresas emisoras están suponiendo un claro estímulo para un mayor grado de integración, aún son bastantes los factores que lo obstaculizan. Entre ellos, destacan la distinta fiscalidad de los instrumentos financieros, las diferencias en los procedimientos de compensación y liquidación de valores, en el idioma y en la cultura financiera de dichos países, así como, sobre todo, la existencia de un cierto proteccionismo de algunas autoridades nacionales sobre determinadas parcelas de su industria financiera, que explica la lenta y dispersa adaptación de la legislación comunitaria entre los países de la UE. La puesta en práctica de las recomendaciones del Informe Lamfalussy, a partir de las decisiones adoptadas en el Consejo Europeo de Estocolmo, podría suponer, sin embargo, un impulso de gran relevancia para la adopción de las modificaciones normativas que resultan precisas.

En este contexto, los avances se están produciendo lentamente y en torno a estrategias

diversas que, dependiendo de los casos, pasan por procesos de concentración o de interconexión de las plataformas de negociación, y los sistemas de liquidación y de compensación. Un desarrollo, en todo caso, muy relevante ha sido la reciente creación de Euronext, que supone la primera fusión institucional y operativa entre tres bolsas (París, Amsterdam y Bruselas) del área del euro. Esta iniciativa, si tiene éxito, podría suponer la creación de un primer núcleo de negociación y liquidación de acciones en torno al cual se incorporaran, en el futuro, otras plazas financieras.

En el caso español, los órganos rectores de los mercados españoles han adoptado una estrategia ambiciosa que pretende concentrar —patrimonialmente, primero, y operativamente, después— en una única sociedad todos los mercados de valores de contado y derivados, así como los sistemas de compensación y de liquidación. Con toda probabilidad, esta iniciativa contribuirá de modo notorio a incrementar la eficiencia con la que se prestan los servicios financieros en nuestro país, incrementando, así, la capacidad de nuestros mercados para competir en una industria llamada a experimentar una profunda reestructuración a nivel europeo.

18.10.2001.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., FUENTES, I., PEÑALOSA, J. M. y RESTOY, F. (1999). *El mercado monetario español en la Unión Monetaria*, Servicio de Estudios, Estudios Económicos, nº 67, Banco de España.
- BLANCO, R. y GARCÍA-VAQUERO, V. (2000). «Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, mayo.
- ECB (2001). «The euro equity markets», Other publications of the European Central Bank, agosto.
- ECB (2001). «The euro bond markets», Other publications of the European Central Bank, julio.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1998). «Oportunidades y estrategias ante el mercado único de servicios de inversión», *Cuadernos de Información Económica*, Funcas, nº 131, febrero.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1996). «Los mercados de valores españoles ante el mercado y la moneda únicos: algunas implicaciones», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, septiembre.
- HASAN, I. y MALKAMÄKI, M. (2000). «Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective», *Discussion Papers*, nº 20, Research Dept. Bank of Finland.
- RESTOY, F. (1999). *Los mercados financieros españoles ante la unión monetaria*, Documento de Trabajo nº 9910, Servicio de Estudios, Banco de España.

DIRECCIONES DE INTERNET DE INTERÉS

www.aiaf.es/: Mercado de renta fija privada de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

www.bde.es: Banco de España.

www.bolsa.bilbao.es: Bolsa de Bilbao.

www.bolsamadrid.es: Bolsa de Madrid.

www.bolsavalencia.es: Bolsa de Valencia.

www.bolsabcn.es: Bolsa de Barcelona.

www.ecsda.com: European Central Securities Depositories Association.

www.euronext.com: Sitio de la Bolsa Euronext.

www.fese.com: Federación Europea de Bolsas de Valores.

www.fibv.com: Federación Internacional de Mercados de Valores.

www.iberclear.com: Depositario Central de Valores.

www.iosco.org: Federación Internacional de Organismos de Supervisión de Valores.

www.meffrv.es/: Mercado español de instrumentos derivados MEFF.

www.sbolsas.es/: Sociedad de Bolsas.

www.sclv.es: Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea

*Ponencia de José Luis Malo de Molina,
Director General del Banco de España, en el
Encuentro Luso Español de Economía.*

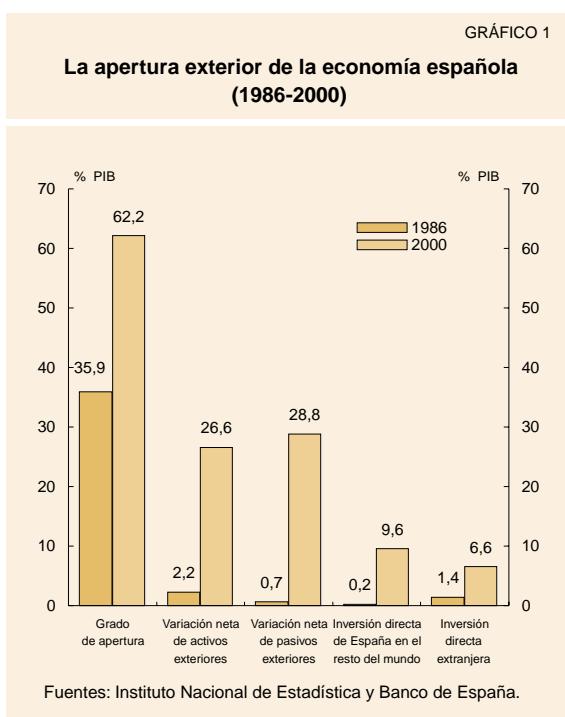
1. INTRODUCCIÓN

La entrada de España en la Comunidad Europea ha sido, sin duda, uno de los principales motores de la modernización experimentada por la economía española en los últimos quince años. La integración ha supuesto la culminación de un proceso de apertura que se había iniciado algunas décadas antes y que se ha acelerado notablemente desde 1986. En términos de flujos comerciales, la suma de exportaciones e importaciones que en 1986 representaba el 35,9% del PIB ha llegado al 62,2% en el año 2000. Un cambio de porcentajes que representa la transición desde una economía todavía relativamente cerrada hacia un grado de apertura comparable a los de las economías con mayor tradición de integración internacional. Las transformaciones son aún más sorprendentes, por su intensidad, cuando se observan las transacciones financieras y los flujos de inversión internacional. La variación neta de activos y pasivos exteriores en porcentaje del PIB ha pasado del 2,2% y 0,7%, en 1986, al 26,6% y 28,8%, respectivamente, en 2000. A su vez, la inversión extranjera directa en España ha pasado del 1,4% al 6,6% del PIB durante el mismo período, mientras que la inversión directa de España en el resto del mundo ha aumentado desde el 0,2% al 9,6% del PIB.

La apertura al exterior ha ejercido un impulso de transformación al actuar como un catalizador de la disciplina macroeconómica y financiera, que resulta imprescindible para el desarrollo de las economías avanzadas en el actual contexto internacional, y de la liberalización económica necesaria para la mejora de la eficiencia y el dinamismo de la innovación. En este artículo se aborda el cambio experimentado por la economía española, a partir de su entrada en la Comunidad, desde la perspectiva de los efectos disciplinadores sobre el funcionamiento macroeconómico y de sus repercusiones tanto sobre los mecanismos de ajuste como sobre la competitividad y la convergencia real de la economía.

2. LOS EFECTOS DE LA CONVERGENCIA HACIA LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

A la hora de analizar la influencia de la adhesión a la Comunidad sobre el funcionamiento macroeconómico conviene distinguir tres períodos diferentes, que pueden denominarse, a

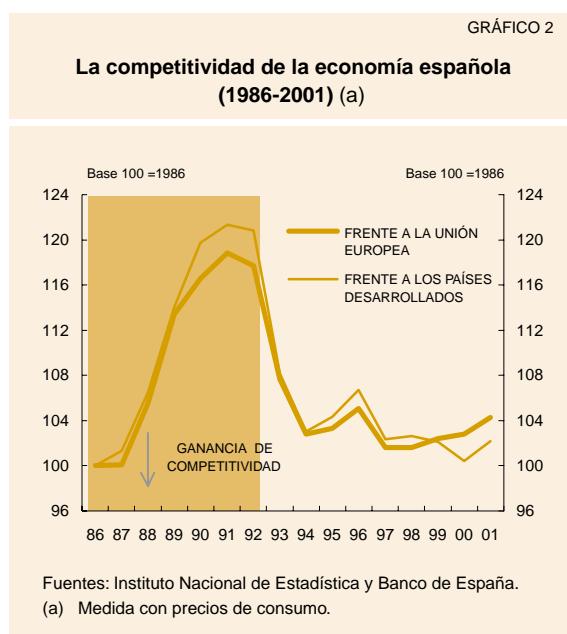


efectos puramente expositivos, de la siguiente manera: la fase inicial, la fase de la convergencia y la fase de la unión monetaria.

2.1. La fase inicial

La etapa inicial puede acotarse entre la entrada en la Unión Europea (UE) y la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) a finales de 1992. Es un período que, en términos generales, coincide con una larga fase cíclica expansiva en la que se registraron ritmos de crecimiento muy elevados acompañados por un fuerte dinamismo de la inversión pública y privada y por un alto ritmo en la creación de empleo, que no fue, sin embargo, suficiente para absorber las elevadas tasas de paro que se habían generado en la recesión de comienzos de los ochenta.

Durante esta etapa, los efectos disciplinadores procedentes de la integración europea fueron relativamente débiles. La participación en la Comunidad ejerció una gran influencia sobre los objetivos de la política económica, que se vio condicionada tanto por la necesidad de preservar la competitividad en un mercado más amplio, como por la importancia atribuida, en las reglas de funcionamiento de la misma, a los principios de estabilidad macroeconómica y financiera. Siguiendo este impulso, la política monetaria asumió un gran protagonismo en el combate de las tensiones inflacionistas y se decidió la entrada de la peseta en el SME, con la intención de importar la



credibilidad y la disciplina de los países más estables de la zona. Se hicieron algunos progresos en la reducción de la inflación, pero la política presupuestaria adoptó, sobre todo a partir de 1988, un tono inadecuadamente expansivo que, lejos de contribuir a suavizar los desequilibrios generados por un rápido crecimiento en una economía con escasa flexibilidad, complicó considerablemente la combinación de los instrumentos de política económica, obligando a la política monetaria a adoptar un tono muy restrictivo. A su vez, los salarios siguieron creciendo muy por encima de la productividad, de manera que los costes laborales unitarios crecieron a tasas medias anuales del 7%, cuatro puntos por encima de la media de la UE. No es esta la ocasión apropiada para analizar con profundidad los dilemas que se presentaron como consecuencia de esa situación, las decisiones que se adoptaron y los efectos que tuvieron sobre la economía española. Interesa solamente subrayar las implicaciones que se derivan del hecho de que durante esa etapa el tipo de cambio de la peseta continuara siendo un instrumento disponible para corregir las desviaciones en el comportamiento de los costes, cuya acumulación en el tiempo generaba abultadas pérdidas de competitividad.

La posibilidad de utilizar este instrumento, tanto a través del recorrido dentro de una banda del $\pm 6\%$ como mediante el recurso a una modificación de la paridad central, relajó los efectos disciplinadores del nuevo régimen cambiario, que, en presencia de una política presupuestaria fuertemente procíclica y un mercado de trabajo considerablemente rígido, no fue capaz de contener las presiones inflacionistas, a pesar de que

la política monetaria agotó todo su posible margen de actuación, llegando a recurrir, incluso, a los controles cuantitativos del crédito.

La persistencia de diferenciales de inflación y la apreciación de la peseta dentro de las bandas, como consecuencia de una combinación descompensada de políticas, que hacía muy atractiva la inversión en activos a corto plazo en pesetas, indujo una fuerte elevación del tipo de cambio efectivo real, que resultó muy gravosa para la competitividad de los sectores más expuestos a la competencia.

Cuando a raíz de las tensiones que se crearon entre las distintas necesidades de política económica de los países integrantes del SME —como consecuencia, principalmente, de la reunificación alemana— los mercados percibieron la imposibilidad de sostener la relación real de intercambio vigente en algunos países, se desataron fuertes presiones especulativas sobre las monedas que se consideraban sobrevaloradas, entre ellas la peseta. Estas turbulencias desembocaron en la crisis del SME, con el abandono de la libra esterlina y la lira italiana, y determinaron el inicio de una serie de devaluaciones de la peseta.

Por tanto, puede decirse que las expectativas que se habían alentado sobre los efectos de la incorporación al SME no se vieron satisfechas porque los beneficios que suministraba dicho sistema en el terreno de la credibilidad no se aprovecharon para cambiar el régimen de funcionamiento macroeconómico hacia uno basado en la estabilidad, sino que los ajustes necesarios para ello se pospusieron, cuando no se abandonaron, en tres áreas diferentes: la formación de los salarios, la consolidación presupuestaria y el ajuste de la balanza de pagos. El caudal de credibilidad se dilapidó en políticas de expansión del gasto y de aumento de las rentas de los ocupados, en perjuicio de un aumento creciente en el número de parados. La devaluación de la peseta fue, pues, la sanción de los mercados a políticas divergentes de los objetivos de estabilidad.

2.2. La fase de la convergencia

Las divergencias que se mantuvieron durante la etapa anterior, como resultado de la insuficiencia de los mecanismos de estabilización internos y externos adoptados, precipitaron a la economía española a una rápida y profunda recesión, en la que las fuertes depreciaciones cambiarias, alcanzadas mediante devaluaciones sucesivas y una contracción brusca de la producción y el empleo, ayudaron a restablecer



la competitividad. Un mecanismo de ajuste que resultó muy costoso porque supuso un retroceso de gran parte del avance conseguido en la convergencia real con los niveles de vida de los países más prósperos de la zona.

La crisis reveló la carencia de los resortes de estabilidad adoptados hasta entonces, carencia que se hizo especialmente patente ante la falta de credibilidad de los compromisos cambiarios después de las devaluaciones sucesivas y la imposibilidad de la política monetaria de mantener el control de la liquidez y de la financiación domésticas en un entorno de rápida innovación financiera y elevada movilidad transfronteriza de los capitales.

Se hacía necesario, por tanto, recomponer las bases para una estrategia orientada a la estabilidad, sobre todo una vez que la firma del Tratado de Maastricht había definido con claridad una serie de criterios muy ambiciosos en materia de convergencia nominal como condición para acceder a la unión monetaria.

Dicha recomposición empezó con lentitud en un marco de turbulencias cambiarias recurrentes, rápido aumento del desempleo y emergencia de los desequilibrios presupuestarios generados por la política procíclica llevada durante la fase anterior y que estaban conduciendo a un déficit público muy abultado y a un rápido aumento de la deuda. En esas condiciones, el cumplimiento de los criterios de convergencia parecía difícilmente alcanzable, pero el intento de conseguirlo se presentaba como la única opción posible desde la que re conducir la política económica.

En esta tarea, la política monetaria tomó el liderazgo introduciendo una estrategia de objetivos directos de inflación a medio plazo, que pretendía cubrir el vacío que habían dejado las crisis cambiarias y la inestabilidad de los agregados monetarios y crediticios. Esta nueva estrategia monetaria se consideró como la mejor opción para poner en el centro del debate de la política económica la necesidad de reducir la inflación y de impulsar el arraigo de una cultura de estabilidad. La reconducción de la política presupuestaria fue más tardía y se vio dificultada por el afloramiento de los aumentos de gastos comprometidos en el pasado y por la pérdida de recaudación que generó la desaceleración de la actividad económica. Cuando finalmente se adoptaron, con firmeza y credibilidad suficientes, políticas presupuestarias más rigurosas, estas se vieron favorecidas por la mejora de la inflación y la reducción de tipos de interés que la misma permitió, y por los efectos revitalizadores de los logros en materia de estabilidad y del mayor dinamismo de la coyuntura internacional.

Una vez que los mercados empezaron a percibir el giro de la política económica y el progresivo aumento de la probabilidad de alcanzar, dentro de los plazos previstos, el cumplimiento de los criterios de convergencia, se pusieron en marcha una serie de mecanismos que reforzaron la confianza e indujeron a un ajuste de las expectativas –especialmente sobre precios y déficit público–, que resultó muy favorable para dicho proceso. Las reducciones graduales en los tipos de interés y el nivel del tipo de cambio fueron crecientemente percibidos como sostenibles. La reducción del coste del endeudamiento y la posición fuertemente competitiva que se había alcanzado tras las sucesivas devaluaciones de la peseta ejercieron un impacto considerablemente expansivo, cuya transmisión a la actividad y el empleo se vio facilitada por el saneamiento realizado por las empresas y las familias en el transcurso de la recesión de 1993 y por el bajo nivel de utilización de los recursos existentes (capacidad ociosa y desempleo) y las oportunidades que ofrecía el horizonte de una mayor estabilidad macroeconómica.

Todos estos factores permitieron que, contrariamente a muchos de los pronósticos formulados, la intensificación de los esfuerzos de convergencia no supusiera un freno para la recuperación económica, sino que el cumplimiento de los criterios establecidos fuese paralelo al comienzo de una nueva fase de expansión, basada inicialmente en las exportaciones y en la inversión, de manera que la economía española empezó a beneficiarse por anticipado de los dividendos que cabía esperar de la entrada en la unión monetaria, a través de un mayor crecimiento

económico y una creación de empleo más intensa.

2.3. La fase de la unión monetaria

Para España, la integración en la Unión Económica y Monetaria (UEM) supuso la asunción de las reglas de estabilidad en las que se asienta todo el proyecto. Al cumplir satisfactoriamente los requisitos de convergencia que regulaban el acceso a esta nueva área, España lograba los objetivos de estabilidad de precios y disciplina presupuestaria que durante tantos años había perseguido la política económica con acierto y resultados muy desiguales.

La experiencia obtenida en el caso español, al compartir el patrón macroeconómico de los demás participantes de la unión monetaria, ha venido a ratificar una vez más la evidencia de que son los países que adoptan un régimen de estabilidad los que se encuentran en mejores condiciones para crecer de manera sostenida y generar más empleo.

Las ventajas teóricas de la estabilidad se materializaron en España en la coincidencia, no casual, del período final de la convergencia —cuando se alcanzaron las tasas de inflación más reducidas— y de inicio de la unión monetaria con una fase de claro signo expansivo, que permitió alcanzar ritmos de crecimiento sistemáticamente superiores a la media de la zona. Pero, además, a diferencia de lo ocurrido en ciclos alcistas anteriores, el patrón de crecimiento, siendo ligeramente más moderado, ha presentado una combinación más equilibrada. Aunque todavía la evidencia disponible es limitada, y está claro que la mera pertenencia a la UEM no supone la desaparición de las fluctuaciones cíclicas, existen indicios suficientes para esperar que el nuevo régimen macroeconómico vaya a permitir superar la violencia de las oscilaciones que la economía española había experimentado en ciclos anteriores, en los que fases de fuerte crecimiento desembocaban, con frecuencia, en recesiones muy profundas que provocaban una desviación duradera respecto de la senda de convergencia.

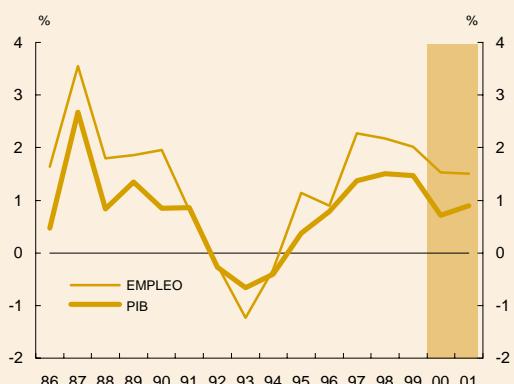
Estos resultados se consiguieron al romperse la vinculación de los tipos de interés y del tipo de cambio con los condicionamientos y problemas de índole doméstica. Cuando se mantiene la soberanía monetaria es inevitable que estas variables sean más vulnerables a cualquier dificultad interna y que haya que pagar una prima por la incertidumbre sobre la capacidad de mantener la estabilidad a largo plazo. La UEM permite a los países participantes

beneficiarse del acervo común con relativa independencia de cuál haya sido su trayectoria en el pasado. En ese sentido, es una forma menos costosa de adquirir con rapidez credibilidad y confianza. Este efecto ha sido patente en el caso de la economía española, en la que las turbulencias en los mercados financieros y cambiarios habían sido con frecuencia, como se ha señalado anteriormente, el factor desencadenante de las recesiones a través de fuertes alzas de los tipos de interés y de intensas depreciaciones de la peseta, a menudo desproporcionadas, como consecuencia de la inclinación de los mercados a la sobreexacción.

Las grandes ventajas de compartir el régimen macroeconómico de los países europeos más estables dependen, sin embargo, de que el impulso del gasto, asentado en una situación patrimonial más sólida, se enfrente a unas condiciones de oferta más flexibles que permitan que la mayor demanda se satisfaga con un aumento de la producción, del empleo y de la renta de los residentes en la economía española. Para ello es necesario que se produzca una adaptación de las expectativas de inflación al comportamiento a medio plazo de dicha variable en un régimen de estabilidad de precios y la incorporación de las mismas a los procedimientos de negociación y formación de las rentas y de los precios. Esta es la piedra de toque de la asimilación de los efectos de disciplina y credibilidad que se esperan obtener del hecho de compartir con otros países su régimen macroeconómico.

El establecimiento de un nuevo régimen de estabilidad ha ejercido un impacto muy positivo sobre la apertura y la proyección al exterior de la economía. No es una casualidad, por tanto, que la entrada en la unión monetaria haya coincidido con un impulso a la internacionalización de las inversiones de los residentes españoles, tanto de las familias —que han aumentado significativamente sus tenencias de activos emitidos por no residentes— como de las empresas —que han abordado, por primera vez en la historia del capitalismo español, planes de expansión internacional relativamente generalizados y ambiciosos en los sectores más dinámicos en la actual coyuntura internacional—. De hecho, como consecuencia de las nuevas oportunidades que se han abierto, la economía española, que había sido tradicionalmente importadora de capitales, ha pasado a ser exportadora neta de los mismos. Puede decirse, en consecuencia, que la asunción de la nueva moneda ha propiciado una modificación en lo que había sido el paradigma dominante en nuestras relaciones con el exterior, fenómeno que ilustra la envergadura del cambio estructural que la participación en la unión monetaria ha representado.

GRÁFICO 4
Diferenciales de crecimiento del PIB y del empleo con la UE



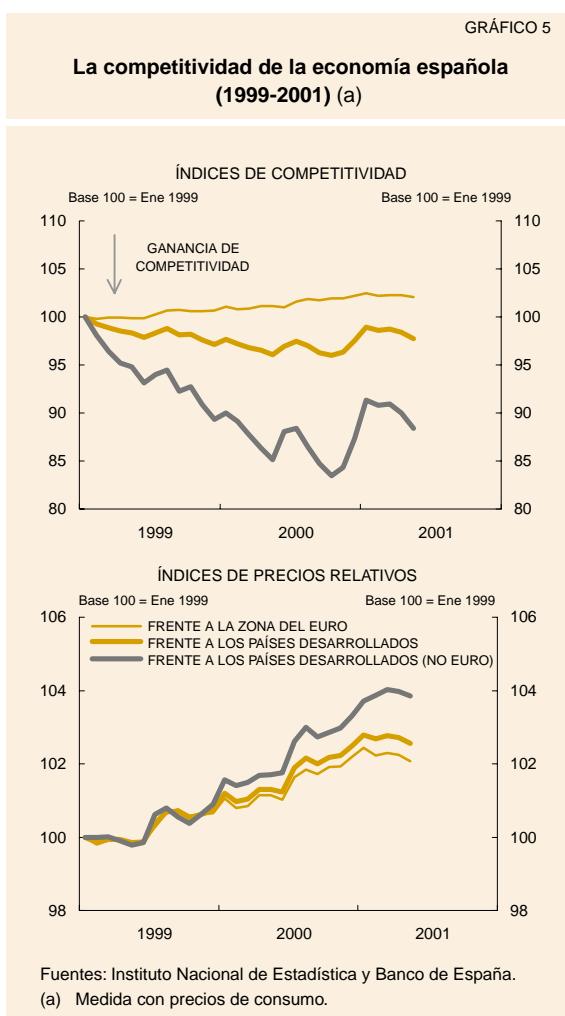
Fuentes: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

3. EFECTOS SOBRE EL MECANISMO DE AJUSTE

La participación en la unión monetaria supone también la asunción de unos compromisos que implican limitaciones, en ciertos casos muy importantes, en el manejo de las políticas económicas domésticas. Dichas limitaciones se pueden sintetizar en pérdida del manejo del tipo de interés y del tipo de cambio como instrumentos para la consecución de objetivos económicos propios y en las consecuencias de ello a la hora de corregir la eventual aparición de desequilibrios.

La moneda única implica la pérdida de la posibilidad de corregir posibles desequilibrios domésticos mediante un ajuste de su valor externo. Primero, porque el valor frente a los países miembros del área —que en España representan el 70% del comercio exterior— está irrevocablemente fijo y solo se podría modificar mediante un abandono traumático de la UEM. Y segundo, porque el valor externo frente al resto del mundo depende de las condiciones del conjunto del área y del comportamiento de los mercados, de manera que las autoridades de un país de mediana dimensión no tienen ningún medio efectivo de influir en su cotización.

La posibilidad de depreciar el tipo de cambio actúa, en principio, como una válvula de escape cuando se acumulan desfases prolongados de competitividad como consecuencia de la incapacidad de un país para mantener cotas de estabilidad de precios similares a las de sus competidores en los mercados internos y externos. Lo cual no es óbice para que si una economía carece de resortes propios de estabilidad, este mecanismo de ajuste resulte a la larga



poco eficaz porque las depreciaciones cambieras tienden a realimentar la inflación, de manera que solo la desaceleración de crecimiento —y en última instancia la recesión— termina siendo capaz de restaurar la competitividad perdida.

El mero hecho de pertenecer a la UEM cambia la escala y la propia entidad de los desequilibrios inflacionistas, pero no supone su desaparición. Aunque el Banco Central Europeo (BCE) logre asegurar una senda sostenible de estabilidad de precios, pueden surgir desviaciones de carácter inflacionista en algunos países.

Lo importante para las políticas económicas domésticas, en este nuevo marco, es que incluso una inflación de baja intensidad es potencialmente generadora de problemas de competitividad, y en cuanto tal representa riesgos para la sostenibilidad del crecimiento económico y la generación de empleo. Este es el problema al que pueden verse enfrentados los países pertenecientes a la unión monetaria cuando se encuentran sometidos a un ritmo de expansión del gasto superior a la capacidad de respuesta de la oferta nacional.

De hecho, el riesgo más serio al que se enfrenta la economía española dentro de la unión monetaria es el derivado de una persistencia de diferenciales de inflación, reflejo, en parte, de presiones excesivas de la demanda. Dichos diferenciales pueden generar un deterioro de competitividad, cuya corrección solo podría realizarse mediante un ajuste de los determinantes domésticos de los precios relativos: costes, salarios, productividad y márgenes. Estos últimos, en la medida en la que pueden influir en los precios de los *inputs* intermedios y, a través de los precios de consumo, en la negociación de los salarios y otras rentas.

La competitividad es una variable compleja difícil de medir. Las medidas tradicionales mediante tipos de cambios efectivos reales, basados en diversos indicadores de precios o costes, tienen muchas limitaciones y hay que interpretarlas con cautela. No obstante, su evolución en la economía española desde el inicio de la unión monetaria muestra un inquietante dualismo. Pues si bien los indicadores globales reflejan una posible mejora de la competitividad, cuando se desagrega teniendo en cuenta la diferente situación de régimen cambiario con los países de la UEM y el resto del mundo se detecta que dicha mejora se debe exclusivamente al efecto de la depreciación del euro sobre este segundo conjunto de países, ya que la relación de precios con la euro zona ha estado deteriorándose de forma continua.

Para evitar que esos riesgos se materialicen es imprescindible que la política presupuestaria adquiera mayor protagonismo como instrumento de estabilización a medio y largo plazo. Igualmente adquiere gran importancia profundizar en la liberalización de la economía, de manera que el aumento de la competencia impida que el incremento de la demanda permita elevar, mediante la subida de los precios, las rentas monopolistas de los agentes que ostentan un cierto poder de mercado. Para que los impulsos de la demanda se puedan satisfacer con una respuesta positiva y flexible de la oferta deben funcionar adecuadamente los estímulos para la capitalización de las empresas, la contratación de trabajadores y el aumento de la productividad de los factores. Todo ello requiere tener unos mercados de bienes, factores y servicios eficientes y flexibles.

Pero el mantenimiento de la competitividad no es solo importante porque dentro de la unión monetaria es la variable clave para asegurar los equilibrios macroeconómicos y el crecimiento sostenido, sino también porque es el determinante fundamental del avance en el acercamiento a los niveles de renta y bienestar de los países más avanzados: es decir, de la profundización en la convergencia real.

4. LA CONVERGENCIA REAL Y LA COMPETITIVIDAD

Conocer en qué medida la consolidación de un entorno de estabilidad macroeconómica se ha reflejado en un recorte de las diferencias en los niveles de renta *per cápita* en relación con las economías europeas y en una expansión del producto potencial de la economía española es fundamental para completar el diagnóstico de los efectos del ingreso de España en la UE.

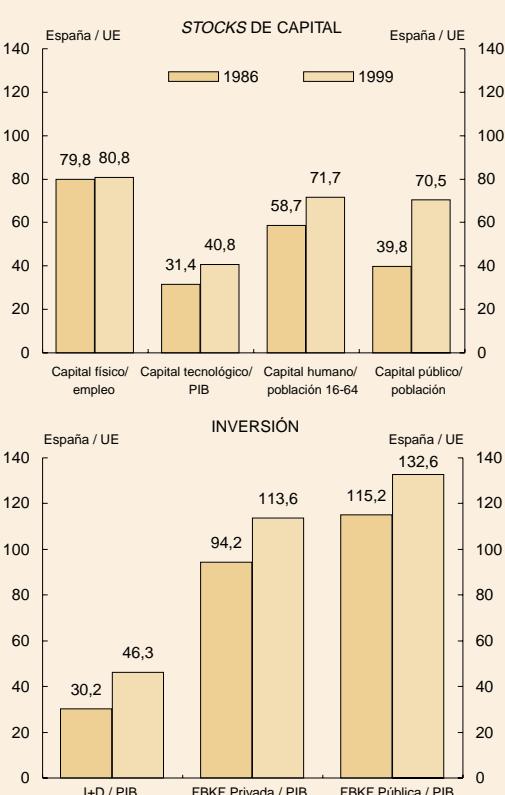
Para aproximarse a esta cuestión conviene revisar los determinantes del crecimiento de la economía española durante estos quince años, en comparación con lo ocurrido en la UE. La metodología más extendida a este respecto se basa en analizar la contribución de los recursos productivos primarios —trabajo y capital físico— al crecimiento del producto y de aquellos otros factores que facilitan la incorporación del progreso tecnológico a los procesos productivos y elevan la productividad total.

Cuando se observa la evolución que ha seguido la dotación del factor trabajo en estos quince años, se constata un incremento sostenido de la población activa en España —superior al registrado en la UE— y un aumento, solo interrumpido en el período recesivo 1992-1994, de la tasa de ocupación, y que ambos fenómenos se han acelerado en los últimos años. La trayectoria de estas dos variables ha estado muy condicionada, por un lado, por los cambios demográficos y sociológicos registrados, que han alcanzado una gran intensidad, y por otro, por las reformas que se han ido introduciendo en el mercado de trabajo para mejorar su funcionamiento.

El crecimiento de la población activa en España ha estado impulsado por aumentos continuados de la población en edad de trabajar —superiores a los registrados en el promedio de la UE durante la mayor parte del período— y por la incorporación creciente de la mujer al mercado laboral. Aunque en los últimos años se han empezado a notar los efectos sobre la población en edad de trabajar del brusco descenso en la tasa de natalidad que se produjo a principios de los ochenta, los fuertes incrementos observados en las tasas de actividad de la población femenina y de los jóvenes en este período han neutralizado el efecto anterior. En el conjunto del período, la demografía ha ejercido, por lo tanto, un efecto expansivo sobre la oferta de trabajo en España, de mayor alcance al registrado en la UE.

El aumento de la tasa de ocupación, por su parte, ha sido el resultado del ajuste de la eco-

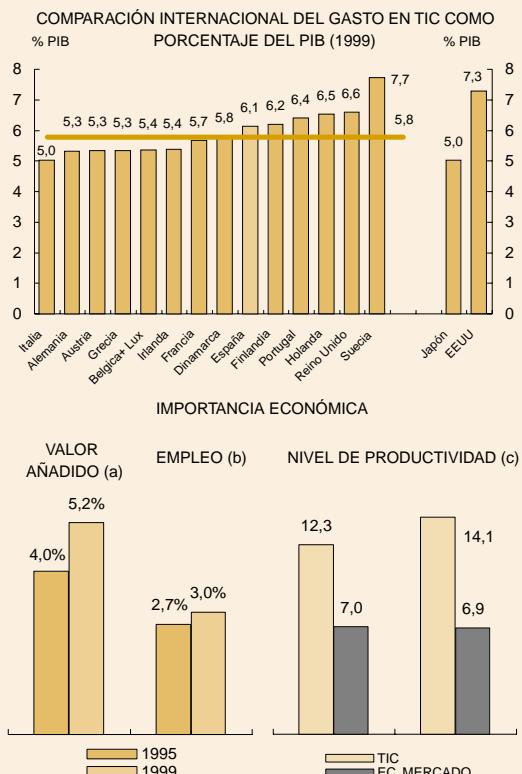
GRÁFICO 6
La dotación de los factores productivos tras el ingreso de España en la UE (Niveles relativos de España con respecto a la UE)



Fuentes: Departamento de Estudios Europeos de la Funcas, Ameco, Eurostat y Banco de España.

nomía tras la crisis de la primera mitad de los ochenta y de la adaptación progresiva a un marco de estabilidad. En este contexto, aunque con retraso, han desempeñado un papel significativo la moderación salarial conseguida al amparo de la convergencia nominal y el efecto de las sucesivas reformas que se han ido introduciendo en el mercado de trabajo, cuyo diseño se ha dirigido, básicamente, a ampliar las modalidades de contratación con el fin de dinamizar la generación de empleo, y a modificar los elementos de la negociación colectiva que reducían la flexibilidad del ajuste salarial ante situaciones económicas cambiantes. Aunque la efectividad de las reformas en este último frente ha sido modesta hasta el momento, no cabe duda que han tendido a dotar a la economía española de mayor capacidad para generar empleo en los últimos años. A pesar de ello, el mercado de trabajo español sigue mostrando algunos aspectos negativos —entre los que cabe destacar las elevadas tasas de temporalidad y de rotación del empleo, los altos niveles de paro de las mujeres, de los jóvenes y de la población con baja cualificación y la persistencia de una estructura salarial excesivamente

GRÁFICO 7
Evolución reciente de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC)



Fuentes: EITO, Ameco, INE y Central de Balances del Banco de España.

(a) Valor añadido de las ramas TIC respecto al total de economía de mercado.

(b) Empleo de las ramas TIC respecto al total de economía de mercado.

(c) Millones de pesetas constantes de 1995 por asalariado.

rígida— que alertan sobre las dificultades para seguir manteniendo un patrón de crecimiento intensivo en la generación de empleo.

Tras la aceleración registrada por las tasas de participación y de ocupación en el último período, la tasa de actividad de la población entre 16 y 64 años se situaba, en el año 2000, en el 65%, desde niveles del 57% en 1986, y la tasa de empleo en el 55,8%, desde el 44,8% en el año de ingreso de España en la UE. Con todo, esta última tasa se encuentra lejos de los objetivos suscritos en la Cumbre del Consejo Europeo de Lisboa, de abril de 2000, referidos al conjunto del área, de situar en el año 2010 la tasa de ocupación de la población en edad de trabajar en el 70% y la correspondiente a las mujeres, en el 60%.

Durante los últimos quince años se ha realizado un esfuerzo, también importante, de acu-

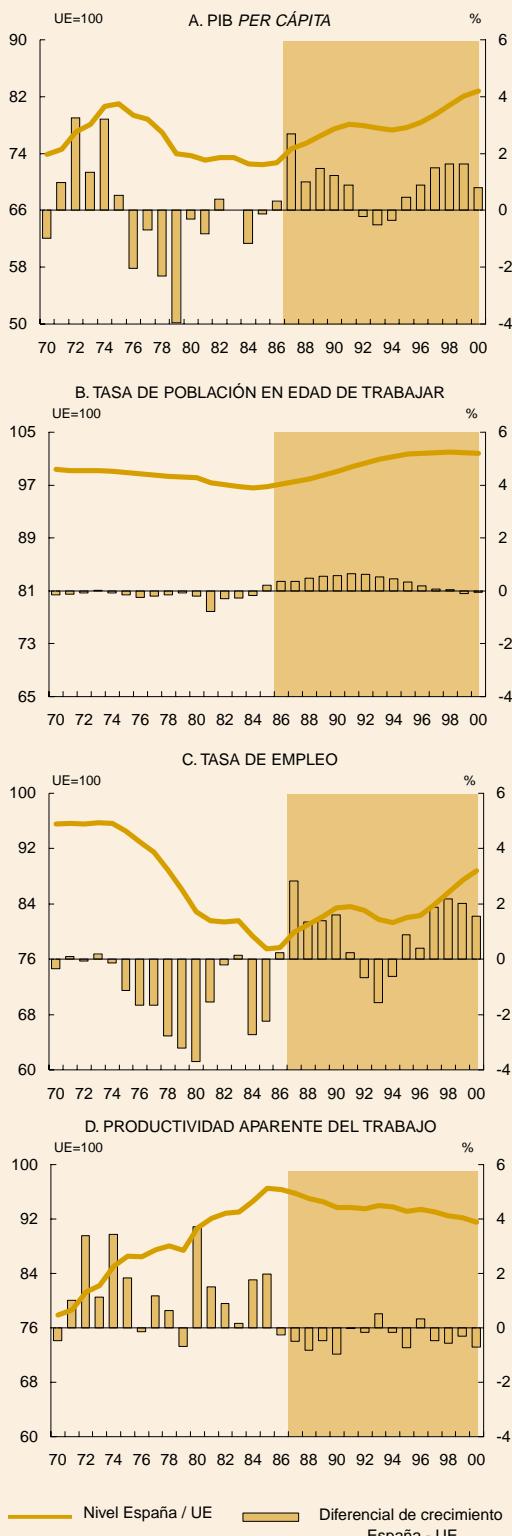
mulación de capital físico y se han mantenido tasas de formación bruta de capital elevadas —superiores, en general, a las tasas promedio en la UE—, en un contexto de fuerte dinamismo de la demanda final y de necesidad de modernizar el aparato productivo español. La inversión procedente del exterior desempeñó, como se ha visto, un papel muy importante en este proceso en las etapas iniciales del ingreso de España en la UE y ha recuperado, en los últimos años, un cierto protagonismo, en un entorno de creciente internacionalización de la economía española. Como resultado de todo ello, el stock de capital en España ha aumentado de forma continuada desde 1986, a un ritmo sistemáticamente superior al de la UE.

A pesar de ello, las mayores oscilaciones en la ocupación y, en particular, el fuerte aumento registrado por el empleo en los últimos años del período han condicionado la evolución de la relación capital-trabajo en España y los cambios en su posición relativa con respecto a la UE. De este modo, desde 1986 se observa tan solo una pequeña mejora en la relación capital-trabajo en comparación con la UE, que resulta, paradójicamente, de la elevación de esta ratio que se produjo en España como consecuencia de los fuertes ajustes de plantillas realizados durante el período recesivo comprendido entre 1992 y 1995. Desde 1997, sin embargo, la relación capital-trabajo ha aumentado menos en España que en la UE, a pesar de la mayor intensidad relativa en la acumulación de stock de capital. Este hecho refleja, sobre todo, la alta generación de empleo del modelo de crecimiento seguido por la economía española en los últimos años, en consonancia con la necesidad de reducir las altas tasas de paro alcanzadas en el período precedente.

Durante estos quince años, la dotación de infraestructuras y de capital tecnológico y humano se ha ampliado sustancialmente, lo que se ha reflejado en un marcado recorte de las diferencias que mantenía España con la UE a mitad de la década de los años ochenta. Entonces, el stock en infraestructuras representaba el 37% del stock disponible en el promedio de la UE; el stock de capital tecnológico apenas suponía un tercio del de la UE, y el stock de capital humano se situaba en torno al 60% del nivel en la UE. La posición de partida en términos de la relación capital-trabajo, próxima al 80% de los niveles comunitarios en 1986, era más favorable, aunque ello encubría una tasa de ocupación en España extraordinariamente baja tras el proceso de fuerte destrucción de empleo que se produjo durante la década que precedió al ingreso de España en la UE.

GRÁFICO 8

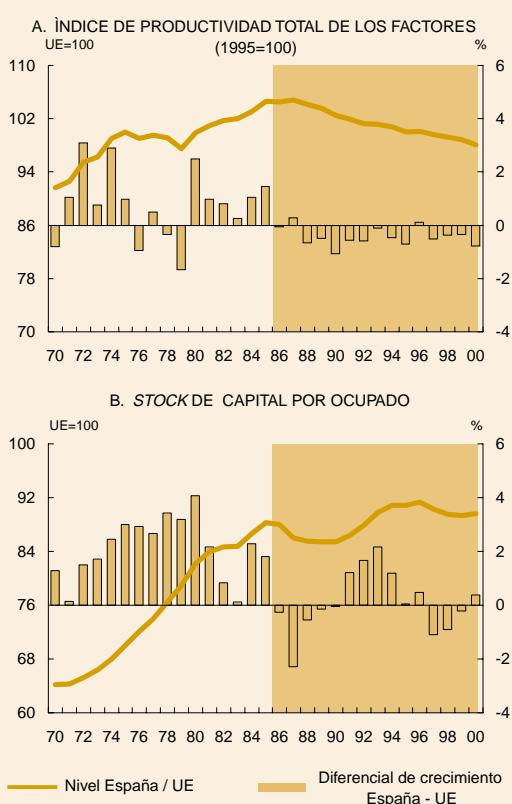
**Convergencia real España-UE
PIB per cápita: componentes (a)**



Fuentes: Ameco y Banco de España.
(a) Evolución de los niveles en España con relación a la UE (UE=100) (escala izquierda) y tasas diferenciales de crecimiento España-UE (escala derecha).

GRÁFICO 9

Factores explicativos de la productividad del trabajo (a)



Fuentes: Ameco y Banco de España.
(a) Evolución de los niveles en España con relación a la UE (UE=100) (escala izquierda) y tasas diferenciales de crecimiento España-UE (escala derecha).

Desde el ingreso de España en la UE ha adquirido un impulso notable la acumulación de capital público, que ha supuesto una mejora sustancial en la dotación de infraestructuras. También ha aumentado de forma significativa el stock de capital tecnológico, si bien su posición relativa se encuentra todavía muy alejada de la media europea, dados los niveles extremadamente reducidos de los que se partía. Sin embargo, en ambos casos se aprecia, en los últimos años, una cierta fatiga en la intensidad inversora. La ralentización de la inversión en infraestructuras puede estar relacionada con el ajuste que ha sufrido esta partida de gasto público en el proceso de consolidación fiscal. Por su parte, el escaso avance en el stock de capital tecnológico, también influido por el componente de gasto público en esta materia, revela que el agotamiento se extiende asimismo a la inversión en I+D que realiza el sector privado, lo que resulta especialmente preocupante habida cuenta de las diferencias que todavía existen con Europa y de su efecto negativo sobre la

incorporación del progreso tecnológico a los procesos productivos.

Sin embargo, ello no debe ocultar el aumento gradual, aunque moderado, que se viene produciendo en el grado de penetración de las tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC) en la economía española en el período más reciente, ya que este es un canal de transmisión de progreso técnico y de aumento de la eficiencia que resulta esencial para elevar la productividad, como demuestra lo ocurrido en la economía norteamericana en los últimos años. El gasto en TIC en España ha estado creciendo de manera sostenida desde 1996, de manera que en 1999 representaba el 6,1% del PIB, algo más de tres décimas porcentuales por encima del gasto medio en la UE, aunque en términos de gasto *per cápita*, España se sitúa por debajo de la referencia europea.

Los avances en la dotación de capital humano han sido también significativos, aunque menos intensos, ya que tras la importante expansión del gasto público en educación en la década de los ochenta, esta partida de gasto se ha visto también muy afectada por los programas de consolidación fiscal. Con todo, en el transcurso de los últimos años se aprecia una elevación de los niveles de formación y cualificación que afecta a los diferentes segmentos de la población española, de manera que el porcentaje de población con educación secundaria y superior representaba en el año 2000 el 73% de la población ocupada, desde un nivel del 42% en 1986. A pesar de ello, en la actualidad cerca del 20% de la población, concentrada en los estratos de mayor edad, sigue sin tener estudios. Al mismo tiempo, se observa un cierto desajuste entre la demanda y la oferta de trabajo que se dirigen hacia determinadas actividades y, en particular, hacia aquellas ligadas a las nuevas tecnologías.

Una manera de presentar de forma sintética la contribución de los distintos determinantes de la convergencia en los niveles de renta, descrita en párrafos anteriores, es mediante la descomposición del PIB real *per cápita* en el porcentaje de la población en edad de trabajar, la tasa de ocupación y la productividad del trabajo. Este tipo de presentación facilita la interpretación de la evolución de las diferencias en el crecimiento del PIB *per cápita* a partir de los desarrollos demográficos y de otros aspectos relacionados con el mercado de trabajo y la eficiencia productiva. A la hora de utilizar esta descomposición es importante señalar que la evolución de la productividad observada del trabajo resume el comportamiento de la relación capital-trabajo y de la productividad total de los factores; variable que generalmente se consi-

dera más adecuada para medir el potencial de crecimiento económico y el grado de eficiencia, y que depende, en gran medida, de la dotación de capital tecnológico y humano y de infraestructuras.

Como se observa en el gráfico adjunto, el ingreso de España en la UE en 1986 supuso un avance importante en la convergencia real. En el transcurso de estos últimos quince años, el PIB *per cápita* ha aumentado, en tasa acumulada, un 51,6% —unos 18 puntos porcentuales más que el PIB comunitario—. La descomposición en los factores explicativos indica que el recorte en las diferencias de bienestar económico con la UE se ha producido, fundamentalmente, por la mayor intensidad de la creación de empleo en España y, en menor medida, por un comportamiento algo más expansivo de la población en edad de trabajar, si bien la contribución de este último factor ha presentado una intensidad descendente. Por su parte, el crecimiento de la productividad del trabajo en España ha sido más moderado que el promedio de la UE, como consecuencia de que el diferencial en la generación de empleo ha sido más marcado que en el crecimiento real del producto.

No obstante, la descomposición de la productividad aparente del trabajo, en términos del grado de utilización relativa de los recursos productivos primarios y de la productividad total de los factores, muestra que también esta última variable creció a un ritmo más pausado que en la UE, y ello a pesar del recorte en las diferencias en las dotaciones de factores productivos a lo largo del período, lo que denota la existencia de riesgos para la continuidad de la convergencia en el futuro.

En resumen, el incremento de renta registrado desde el ingreso de España en la UE ha reducido el desfase, en términos de PIB *per cápita*, en 10 puntos, hasta situarse en el año 2000 en un nivel que representa el 83 % del de la UE. Este retraso relativo está determinado por las diferencias que todavía existen en las tasas de ocupación (88% del nivel promedio en la UE) y en la productividad del trabajo (92% del nivel comunitario). Desde esta perspectiva, para seguir avanzando en la convergencia real será necesario sostener un patrón de crecimiento que se beneficie de aumentos, tanto de la tasa de ocupación como de la productividad.

El incremento de la tasa de ocupación en España es imprescindible para seguir absorbiendo los incrementos necesarios en las tasas de participación —no solo las de los colectivos con tasas de actividad más bajas, sino, con carácter más general, con el fin de paliar los efectos

tos adversos sobre la fuerza de trabajo del envejecimiento de la población— y para reducir las elevadas tasas de paro. Este incremento en el empleo debería ser compatible, no obstante, con un comportamiento más dinámico de la productividad, y ello requiere, como se ha visto, favorecer la difusión del progreso técnico y aumentar la eficiencia productiva. En este terreno existe un amplio margen para la actuación de las políticas económicas, dado que, como se ha mencionado, España sufre un cierto retraso relativo en la dotación de capital tecnológico y humano y en infraestructuras.

La consecución de un modelo de crecimiento que permita mantener, simultáneamente, el dinamismo del empleo y la recuperación de la productividad, de la que depende el aumento sostenido de la capacidad productiva, requiere la existencia de unos mercados de bienes, servicios y factores más flexibles de lo que lo son en la actualidad y el arraigo definitivo de las pautas de conducta de una economía que tiene que desenvolverse en un entorno muy competitivo y asentado en la norma de la estabilidad de precios.

18.10.2001.

ANEJO

CUADRO A.1

Los efectos de la entrada de España en la Unión Europea (a)

	1986	Promedios			1997	1998	1999	2000
		1986-90	1991-95	1996-00				
I. Indicadores de apertura al exterior (% PIB)								
Grado de apertura	35,9	36,8	39,5	54,5	52,6	54,6	56,0	62,2
Variación neta de activos exteriores	2,2	3,9	6,8	14,9	10,5	13,5	16,7	26,6
Variación neta de pasivos exteriores	0,7	5,1	8,0	14,9	8,9	13,0	17,9	28,8
Inversión directa de España en el resto del mundo	0,2	0,4	0,7	4,9	2,2	3,2	7,0	9,6
Inversión directa extranjera	1,4	2,0	1,8	2,9	1,1	2,0	2,6	6,6
II. Principales agregados macroeconómicos								
<i>PIB</i>								
España	3,3	4,5	1,5	3,8	3,9	4,3	4,0	4,1
UE	2,8	3,3	1,5	2,6	2,6	2,8	2,5	3,4
Diferencial	0,5	1,2	0,0	1,2	1,4	1,5	1,5	0,7
<i>Empleo total</i>								
España	2,3	3,6	-0,4	3,0	3,2	3,8	3,6	3,3
UE	0,6	1,4	-0,4	1,2	1,0	1,6	1,6	1,7
Diferencial	1,6	2,2	0,0	1,8	2,3	2,2	2,0	1,5
<i>Costes laborales unitarios</i>								
España	8,5	7,3	5,2	2,5	1,4	2,2	2,3	3,2
UE	3,9	4,2	2,9	1,3	1,0	1,0	1,6	1,3
Diferencial	4,5	3,1	2,3	1,2	0,3	1,3	0,8	1,9
<i>Deflactor consumo privado</i>								
España	9,3	6,6	5,6	2,8	2,4	2,0	2,5	3,6
UE	3,9	4,4	4,2	2,0	2,2	1,7	1,4	1,9
Diferencial	5,4	2,2	1,4	0,8	0,2	0,3	1,1	1,7
<i>Necesidad de financ. de las AAPP (% PIB)</i>								
España	-5,3	-3,8	-5,7	-2,4	-3,2	-2,6	-1,1	-0,3
UE	-4,0	-3,2	-5,1	-1,4	-2,4	-1,5	0,0	1,2
Diferencial	-1,3	-0,5	-0,6	-1,0	-0,7	-1,0	-1,1	-1,6
<i>Saldo primario de las AAPP (% PIB)</i>								
España	-1,3	0,2	-1,0	1,8	1,6	1,7	2,5	2,9
UE	0,7	1,3	0,0	3,1	2,5	3,1	3,5	5,1
Diferencial	-2,0	-1,1	-1,0	-1,3	-0,9	-1,3	-1,0	-2,1
<i>Deuda bruta de las AAPP (% PIB)</i>								
España	43,6	42,6	54,9	64,6	66,6	64,5	63,1	60,4
UE	52,8	53,0	62,9	68,7	71,1	69,0	67,5	64,5
Diferencial	-9,2	-10,4	-8,0	-4,1	-4,5	-4,5	-4,3	-4,0
Tipo de intervención del Banco de España (%)	11,6	13,5	10,8	4,8	5,4	4,2	2,7	4,1
<i>Tipo de la deuda pública a largo plazo (%)</i>								
España	12,2	13,2	11,1	6,0	6,4	4,8	4,7	5,5
UE	6,2	6,9	7,3	5,2	5,6	4,6	4,5	5,3
Diferencial	6,0	6,3	3,8	0,8	0,8	0,3	0,2	0,3

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Ameco, Funcas (Programa de Estudios Europeos), European Information Technology Observatory 2000, Encuesta General de Medios, Comisión Nacional del Mercado de Telecomunicaciones y Banco de España.

(a) Tasas de variación, excepto indicación en contrario.

CUADRO A.1 (CONTINUACIÓN)

Los efectos de la entrada de España en la Unión Europea

	1986	Promedios			1997	1998	1999	2000												
		1986-90	1991-95	1996-00																
III. Indicadores de convergencia real																				
<i>PIB per cápita y componentes (nivel España/UE)</i>																				
PIB per cápita	72,7	75,4	77,7	80,8	79,5	80,8	82,1	82,8												
Tasa de población en edad de trabajar	97,2	98,0	100,8	101,9	101,9	102,0	101,9	101,8												
Tasa de ocupación 16-64	77,7	80,9	82,4	85,7	83,9	85,7	87,4	88,8												
Productividad por ocupado	96,3	95,0	93,6	92,5	93,0	92,5	92,2	91,5												
<i>Stocks de capitales (nivel España/UE)</i>																				
Capital total/empleo	88,0	86,1	89,2	90,0	90,3	89,5	89,3	89,6												
Capital físico privado/empleo	79,8	78,1	82,0	81,5	81,3	81,8	80,8	...												
Capital público población	39,8	45,6	62,0	68,9	68,3	69,5	70,5	...												
Capital tecnológico/PIB	31,4	31,8	39,5	41,1	41,1	41,1	40,8	...												
Capital humano/población 15-64	58,7	60,9	65,1	69,8	68,9	70,3	71,7	...												
<i>Otros indicadores estructurales complementarios</i>																				
Tasa de participación 16-64 (%)	57,0	58,9	60,3	62,9	61,9	62,6	63,5	65,0												
Hombres	79,4	78,8	76,7	76,9	76,0	76,7	77,4	78,4												
Mujeres	34,9	39,3	44,2	49,1	48,0	48,7	49,9	51,8												
% de pob. act. con estudios med. y sup.	42,0	46,6	57,6	69,0	67,0	69,0	71,0	73,0												
Tasa de ocupación 16-64 (%)	44,8	47,6	47,6	51,3	49,0	50,8	53,3	55,8												
Hombres	63,9	66,6	63,8	66,3	63,7	66,1	68,7	70,7												
Mujeres	25,9	28,9	31,6	36,5	34,3	35,7	38,3	41,1												
% de pob. ocu. con estudios med. y sup.	39,0	44,6	56,8	68,8	67,0	69,0	71,0	73,0												
Formación bruta de capital fijo (% PIB)	18,7	21,8	22,2	23,3	22,1	23,3	24,4	25,0												
Privada	15,4	18,0	18,0	20,1	19,0	19,9	21,1	21,7												
Pública	3,3	3,8	4,2	3,2	3,1	3,4	3,3	3,2												
Kilómetros de vías de gran capacidad	3.104	3.871	7.215	9.380	9.063	9.649	10.306	...												
Gasto en I+D (% PIB)	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	...												
Gasto público por funciones (% PIB)																				
Enseñanza	3,8	4,0	4,7	4,7	4,7	...	...	...									
Sanidad	4,5	4,8	5,7	5,5	5,4	...	...	...									
Prestaciones sociales	14,2	14,1	15,8	14,9	14,6	...	...	...									
Vivienda	1,8	2,0	1,9	1,9	2,0	...	...	...									
PRO MEMORIA:																				
<i>Evolución ramas TIC</i>																				
Gasto en TIC (% PIB)	...	...	...	5,1	5,0	5,5	6,1	...									
Valor añadido ramas TIC	...	...	...	9,8	8,1	10,7	14,4	...									
Empleo ramas TIC	...	...	...	5,1	1,5	7,1	10,7	...									
Productividad ramas TIC	...	...	...	4,7	6,6	3,6	3,7	...									
<i>Grado de penetración de las TIC</i>																				
Pob. más de 14 años que usa ordenador (%)	...	...	...	25,3	22,0	25,7	27,4	30,9									
Pob. de 14 años con acceso a internet (%)	...	...	...	6,8	3,3	5,1	8,2	15,8									
Penetración de la tel. móvil (líneas/100 Hab.)	...	...	2,2	18,2	11,0	16,3	38,1	...										

CUADRO A.1 (CONTINUACIÓN)

Los efectos de la entrada de España en la Unión Europea

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
IV. Indicadores de competitividad con respecto a la UE (Base 1990 = 100)								
Tipo de cambio efectivo nominal respecto a la UE								
	92,4	90,2	93,4	98,6	100,0	100,9	98,1	88,7
Índice de precios de consumo en España	79,5	83,7	87,7	93,7	100,0	105,9	112,2	117,3
Índice de precios de consumo en UE15	85,8	88,2	91,0	95,2	100,0	104,8	109,0	112,7
Índice de precios relativo España/UE15	92,7	94,9	96,4	98,4	100,0	101,1	102,9	104,1
Índice de competitividad con precios de consumo	85,8	85,8	90,5	97,3	100,0	102,0	101,0	92,4
Índice de costes laborales unitarios en España	76,2	81,0	85,7	90,9	100,0	108,5	117,8	124,1
Índice de costes laborales unitarios en UE15	85,9	88,7	91,0	94,6	100,0	105,5	110,1	113,1
Índice de costes laborales unitarios relativo España/UE15	88,7	91,2	94,2	96,1	100,0	102,9	107,0	109,7
Índice de competitividad con costes laborales unitarios	81,9	82,3	88,0	94,7	100,0	103,8	105,0	97,4
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Tipo de cambio efectivo nominal respecto a la UE								
	83,4	82,3	82,6	79,4	78,9	78,6	77,7	
Índice de precios de consumo en España	122,9	128,6	133,2	135,7	138,1	141,2	146,1	
Índice de precios de consumo en UE15	115,8	118,8	121,4	123,3	124,7	126,1	128,7	
Índice de precios relativo España/UE15	106,1	108,2	109,8	110,0	110,7	112,0	113,5	
Índice de competitividad con precios de consumo	88,2	88,6	90,1	87,2	87,2	87,8	88,2	
Índice de costes laborales unitarios en España	125,1	128,5	132,7	134,5	137,5	140,7	145,3	
Índice de costes laborales unitarios en UE15	113,3	115,1	116,6	117,7	118,7	120,5	122,0	
Índice de costes laborales unitarios relativo España/UE15	110,4	111,6	113,8	114,2	115,9	116,8	119,1	
Índice de competitividad con costes laborales unitarios	92,1	91,8	94,0	90,7	91,4	91,8	92,6	

Regulación financiera: tercer trimestre de 2001

1. INTRODUCCIÓN

Durante el tercer trimestre de 2001 se han publicado varias disposiciones de carácter financiero de gran trascendencia para el desarrollo de los mercados financieros. En primer lugar, el Ministerio de Economía ha regulado la distribución anticipada de billetes y monedas denominados en euros, estableciendo la fecha de inicio de la citada predistribución a las entidades de crédito, así como los sujetos a los que estas entidades podrán entregar cantidades limitadas de billetes y monedas en euros con anterioridad al 1 de enero de 2002.

En segundo lugar, el Banco Central Europeo (BCE) ha desarrollado una Recomendación, que establece las exigencias de información que los distintos Bancos Centrales Nacionales (BCN) deben facilitar al BCE en materia de estadísticas de balanza de pagos, planilla de reservas internacionales y estadísticas de posición de inversión internacional.

Por otro lado, el Banco de España ha publicado una circular relativa a la declaración de operaciones y saldos de activo y pasivos exteriores en valores negociables, que establece un nuevo procedimiento para obtener información sobre este tipo de operaciones, a fin de calcular las inversiones de cartera y sus rentas, y así cumplir con los requisitos que exige la normativa comunitaria.

En relación con los mercados de valores, cabe resaltar que la norma más transcendente de este trimestre ha sido el desarrollo reglamentario de los sistemas de indemnización de los inversores, que afecta tanto a las empresas de servicios de inversión como a las entidades de crédito, que ofrecen a los inversores una cobertura en los casos en que estas entidades no puedan reembolsar las cantidades de dinero o restituir los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan como consecuencia del ejercicio de su actividad.

En esta línea, se ha desarrollado también el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión en lo relativo al régimen administrativo al que estarán sujetas estas entidades en aspectos tales como los requisitos de acceso a la actividad y su operativa.

Finalmente, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro) ha introducido una mayor flexibilidad en las condiciones específicas de los creadores de mercado de deuda pública a la hora de garantizar la liquidez del mercado secundario.

2. DISTRIBUCIÓN ANTICIPADA DE BILLETES Y MONEDAS DENOMINADOS EN EUROS Y OTRAS NORMAS RELATIVAS A LA TRANSICIÓN AL EURO

La Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social (1), reformó la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro (2), adelantando del 30 de junio de 2002 al 28 de febrero de 2002 la fecha a partir de la cual los billetes y monedas denominados en pesetas dejarán de tener curso legal y solo conservarán un mero valor de canje con arreglo al tipo de conversión y a las normas de redondeo contenidas en la Ley 46/1998. Asimismo, habilitó al Ministerio de Economía para que regule la distribución de cantidades limitadas de billetes y monedas en euros antes del 1 de enero de 2002, con el fin de facilitar el tránsito a la nueva moneda.

Haciendo uso de esta facultad, se ha publicado la *OM de 20 de julio de 2001* (BOE del 21), sobre distribución anticipada de billetes y monedas denominados en euros, que establece la fecha de inicio de la citada predistribución a las entidades de crédito, así como los sujetos a los que estas entidades podrán entregar cantidades limitadas de billetes y monedas en euros con anterioridad al 1 de enero de 2002.

La entrega de moneda metálica por el Tesoro, a través del Banco de España, y la entrega de billetes por este a las entidades de crédito establecidas en España ha comenzado el *1 de septiembre de 2001*. Esta predistribución se está desarrollando de acuerdo con los convenios de distribución anticipada de billetes y monedas que a tal efecto han suscrito el Banco de España y las entidades de crédito. En ese sentido, el Banco de España, facultado por la citada Orden Ministerial, ha aprobado, mediante la *Resolución de 23 de julio de 2001* (BOE del 25), las cláusulas generales aplicables a la distribución anticipada de billetes y monedas denominados en euros. Los aspectos más relevantes de estas normas se comentan a continuación.

El Banco de España entregará los billetes denominados en euros, desde el 1 de septiembre de 2001 hasta el 1 de enero de 2002, a las entidades de crédito establecidas en España que puedan ser contraparte de operaciones de

política monetaria y hayan firmado el correspondiente convenio de distribución anticipada (en adelante, «las entidades receptoras») para su custodia y puesta en circulación a partir del 1 de enero de 2002. Hasta esta fecha, el Banco de España conservará la titularidad con pleno dominio de los billetes.

Desde el momento en que se efectúe la recepción anticipada de los billetes y hasta el 1 de enero de 2002, las entidades receptoras estarán obligadas a guardar y custodiar los mismos, debiendo quedar asegurados adecuadamente los riesgos derivados de su daño, pérdida, robo, hurto, deterioro o menoscabo en general. Además, las entidades receptoras se obligan a no poner en circulación los billetes, a no proceder a su distribución generalizada y a no efectuar operaciones de canje con anterioridad al 1 de enero de 2002.

A partir del 1 de enero de 2002, las entidades receptoras adquirirán la titularidad de los billetes, debiendo satisfacer al Banco de España el valor facial de los mismos. A tal efecto, dichas entidades se obligan a tener constituidas garantías, antes del cierre de operaciones a 31 de diciembre de 2001, a favor del Banco de España, que aseguren suficientemente esta obligación.

En lo referente a las monedas denominadas en euros, el procedimiento y las garantías serán idénticos a los descritos con los billetes, salvo que la titularidad con pleno dominio corresponderá al Tesoro hasta el 1 de enero de 2001, si bien este organismo actuará a través del Banco de España

Respecto a la distribución anticipada de billetes denominados en euros fuera de España, las entidades receptoras podrán:

- a) Entregar, desde el 1 de septiembre de 2001, billetes a sus sucursales establecidas en otros Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda única.
- b) Entregar, desde el 1 de diciembre de 2001, billetes a sus oficinas centrales o a sus sucursales establecidas fuera de los Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda única. Dichas oficinas y sucursales, a su vez, no podrán entregar a terceras partes los billetes recibidos antes del 1 de enero de 2002.
- c) Entregar, desde el 1 de diciembre de 2001, billetes a otras entidades de crédito establecidas fuera de los Estados

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2001, pp. 86-87.

(2) Ley 46/1998, de 17 de diciembre. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 69-77.

miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda única. Del mismo modo, dichas entidades, a su vez, no podrán entregar a terceras partes los billetes recibidos antes del 1 de enero de 2002.

En lo referente a la distribución anticipada de monedas denominadas en euros fuera de España, las entidades receptoras podrán entregarlas desde el 1 de septiembre de 2001 a sus sucursales, a sus oficinas centrales o a otras entidades de crédito establecidas fuera de los Estados miembros de la Unión Europea (UE) que han adoptado el euro como moneda única.

Asimismo, al objeto de facilitar el proceso de puesta en circulación, y con arreglo a lo dispuesto en la Orden Ministerial citada, las entidades receptoras podrán entregar billetes y, en su caso, monedas en euros, en los siguientes plazos:

- 1) Una subdistribución anticipada de billetes y monedas a partir del *1 de septiembre de 2001* a la gran distribución comercial, entendiendo por tal la actividad del comercio minorista caracterizada por un importante volumen de ventas, un número de locales comerciales que permita gran afluencia de público y una red que cubra la mayor parte del territorio nacional. Igualmente, los contratos podrán prever una subdistribución anticipada a partir de dicha fecha a otros grandes operadores de moneda, entendiendo por tales los que se abastecen directamente de las compañías de transporte de fondos.
- 2) Por su parte, a partir del *1 de diciembre de 2001* podrán entregar cantidades limitadas de billetes y moneda metálica en euros al comercio minorista (3), en los términos que señalen los correspondientes convenios de distribución anticipada.
- 3) Cuando así se prevea, el Tesoro, a través del Banco de España, y las entidades receptoras podrán distribuir pequeñas cantidades de monedas en euros al público en general a partir del *15 de diciembre de 2001*. Estas monedas deberán ser ofrecidas al público por el equivalente en pesetas a su valor facial.

(3) Por comercio minorista se entenderá aquella actividad desarrollada profesionalmente con ánimo de lucro consistente en ofrecer la venta de cualquier clase de artículos o la prestación de servicios a los destinatarios finales de los mismos, utilizando o no un establecimiento.

Finalmente, la Orden habilita al Tesoro para autorizar la subdistribución anticipada de billetes y monedas en euros a terceros distintos de la gran distribución comercial u otros operadores de monedas, cuando las circunstancias lo aconsejen.

En otro orden de cosas, cabe reseñar la publicación de la *OM de 16 de julio de 2001* (BOE del 19), por la que se establece el abono en euros en los pagos de la Administración General del Estado, Organismos Autónomos y otros Organismos Públicos a partir del *15 de septiembre de 2001*. Igualmente, a partir de dicha fecha se redenominarán en euros, de no estar ya redenominadas, las cuentas bancarias de las entidades públicas a través de las cuales se realicen los pagos en euros.

3. EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS

Los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del BCE requieren que este, asistido por los BCN, obtenga —bien de las autoridades nacionales o directamente de los agentes económicos— la información estadística que precise para desempeñar las funciones del SEBC.

Por otro lado, el SEBC requiere, para el desempeño de sus funciones, la elaboración de estadísticas fiables y completas de la balanza de pagos de carácter mensual, trimestral y anual, estadísticas mensuales que muestren el saldo de activos de reserva, y la estadística anual de la posición de inversión internacional, que muestre las principales rubricas que afectan a las condiciones monetarias y a los mercados de divisas en los Estados miembros participantes, considerados como un territorio económico único.

A tales efectos, se ha publicado la *Recomendación del Banco Central Europeo, de 11 de mayo de 2001* (DOCE de 21 de junio), sobre las exigencias de información del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, planilla de reservas internacionales y estadísticas de posición de inversión internacional.

En este sentido, los BCN facilitarán al BCE los datos sobre las transacciones transfronterizas, saldo de activos de reserva, otros activos en moneda extranjera y pasivos relacionados con las reservas y posiciones transfronterizas que el BCE requiera para elaborar la balanza de pagos agregada, la planilla de reservas in-

ternacionales (4) y la posición de inversión internacional del territorio económico de los Estados miembros participantes, en los plazos establecidos en los anejos de la citada Recomendación.

4. DECLARACIÓN DE OPERACIONES Y SALDOS DE ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES EN VALORES NEGOCIAZABLES

De acuerdo con los mismos antecedentes comentados en el punto anterior, el BCE publicó la Orientación BCE/2000/4, de 11 de mayo, que especificaba la información que los BCN debían poner a disposición del BCE en el ámbito de las estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas exteriores. En concreto, establecía las exigencias de información que los BCN debían proporcionar sobre las inversiones de cartera y sus rentas. Los datos que el Banco de España viene obteniendo y enviando al BCE sobre inversiones de cartera y sus rentas se calculan a partir del sistema de información sobre cobros y pagos exteriores establecido en la CBE 15/1992, de 22 de julio (5), la CBE 24/1992, de 18 de diciembre (6), la CBE 1/1994, de 25 de febrero (7), y la CBE 6/2000, de 31 de octubre (8). Dicha información no permitía cumplir con todos los requisitos establecidos en la Orientación.

Por ello, se ha publicado la *CBE 2/2001, de 18 de julio* (BOE de 2 de agosto), sobre declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables, que establece un nuevo procedimiento para obtener información sobre este tipo de operaciones, a fin de calcular las inversiones de cartera y sus rentas, y así cumplir con los requisitos que exige la mencionada Orientación.

En primer lugar, el ámbito de aplicación de esta Circular abarca a las siguientes entidades (en adelante, las entidades sujetas):

(4) Se refiere a la estadística que recoge, con el nivel de desagregación pertinente, los saldos de los activos de reserva, otros activos en moneda extranjera y los pasivos relacionados con las reservas del Eurosistema a una fecha de referencia.

(5) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1992, pp. 90-91.

(6) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1993, p. 74.

(7) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1994», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1994, pp. 94-95.

(8) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2001, pp. 81-83.

- 1) Los bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito residentes.
- 2) Aquellas otras entidades de crédito y financieras residentes inscritas en los registros oficiales del Banco de España o de la CNMV que actúen como entidades depositarias o liquidadores en los mercados organizados de valores negociables; las que mantengan activos en forma de valores negociables depositados en entidades no residentes, aunque no actúen como entidades depositarias o liquidadoras; y las sociedades gestoras de fondos de inversión, por lo que se refiere a las participaciones de no residentes en fondos de inversión españoles.
- 3) Las demás personas físicas y jurídicas residentes que mantengan activos en forma de valores negociables en entidades no residentes.

Las *entidades enumeradas en los dos primeros apartados* anteriores deberán remitir —por medios telemáticos— a la Oficina de Balanza de Pagos del Banco de España, *con periodicidad mensual*, la siguiente información:

- 1) Información sobre valores negociables emitidos por no residentes, que incluirá amplios desgloses sobre las operaciones realizadas y los saldos mantenidos por clientes residentes.
- 2) Información sobre valores negociables emitidos por residentes, que incluirá amplios detalles sobre las operaciones realizadas y saldos mantenidos por inversores no residentes.

Estas entidades podrán remitir esta información con *periodicidad trimestral* (en vez de mensual), en el caso de que las mencionadas entidades cumplan los siguientes requisitos:

- a) Que sus saldos totales de valores negociables por cuenta propia o por cuenta de sus clientes no superen al 31 de diciembre del año anterior 60 millones de euros (alrededor de 10 millardos de pesetas).
- b) Que sus operaciones totales de valores negociables por cuenta propia o por cuenta de sus clientes no superen durante el año anterior 600 millones de euros (alrededor de 100 millardos de pesetas).

Las *personas físicas y jurídicas residentes* que mantengan activos en forma de valores negociables en entidades no residentes en el apartado 3 deberán remitir a la Oficina de Ba-

lanza de Pagos del Banco de España, *con periodicidad mensual*, una información más reducida que la exigida a las anteriores entidades, que abarca:

- 1) Información sobre valores negociables emitidos por no residentes, que incluirá las operaciones realizadas y los saldos mantenidos por inversores residentes con un menor detalle que en el caso de las entidades de crédito.
- 2) Información sobre valores negociables emitidos por residentes, que incluirá las operaciones realizadas y los saldos de valores mantenidos por inversores no residentes con un menor detalle que en el caso de las entidades de crédito.

No obstante, *no* estarán obligadas a remitir la anterior información cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- a) Que sus saldos totales de valores negociables depositados en entidades no residentes no superen al 31 de diciembre del año anterior 6 millones de euros (alrededor de 1 millardo de pesetas).
- b) Que sus operaciones totales de valores negociables, efectuadas a través de entidades no residentes, no superen durante el año anterior 60 millones de euros (alrededor de 10 millardos de pesetas).

En otro orden de cosas, la Circular prevé que las entidades sujetas puedan remitir la información exigida de forma conjunta con otra entidad informante (*entidad presentadora*). Las entidades que opten por este procedimiento (entidades representadas) deberán facilitar a sus entidades presentadoras la información de sus propias operaciones y saldos, y las de sus clientes, con los detalles necesarios para cumplimentar la información requerida por esta Circular.

Asimismo, la información sobre las operaciones que los fondos de inversión españoles realicen con valores negociables emitidos por no residentes, y sobre los saldos correspondientes, deberá ser proporcionada por las entidades depositarias de los fondos. Del mismo modo, la información sobre las operaciones que los no residentes realicen con participaciones en fondos de inversión españoles y sobre los saldos correspondientes, deberá ser proporcionada por las sociedades gestoras de los fondos. No obstante, dicha información podrá ser proporcionada por las correspondientes entidades depositarias si así fuese acordado entre estas y las sociedades gestoras. Finalmente, la

información sobre operaciones y saldos de residentes con participaciones en fondos de inversión extranjeros deberá ser proporcionada por las entidades residentes comercializadoras en España de este tipo de fondos.

Por último, la presente Circular entrará en vigor el día 1 de enero de 2002, siendo la primera información que se deberá comunicar la referida a los saldos de valores negociables correspondientes a 31 de diciembre de 2001, y a las operaciones y a los saldos de enero de 2002, cuya remisión deberá efectuarse dentro de los primeros diez días hábiles del mes de febrero de 2002.

5. SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES

La protección de los clientes de entidades crédito fue abordada por la Directiva 94/19/CE, de 30 de mayo (9), relativa a los sistemas de garantía de depósitos, que estableció un nivel mínimo armonizado de garantía para los depósitos agregados de un mismo cliente, independientemente del país de la UE en que aquellos estuvieran situados. Esta Directiva fue transpuesta parcialmente al ordenamiento jurídico español mediante el Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre (10), sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financieras, y el RD 2606/1996, de 20 de diciembre (11), sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito.

De forma análoga a las entidades crédito, y con el fin de proporcionar una adecuada protección a los clientes de las empresas de servicios de inversión (ESI) (12) en la UE, se publicó la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo (DOCE, serie L de 26-3-97), relativa a los sistemas de indemnización de los inversores. Esta Directiva estaba orientada a lograr un grado de armonización necesario y suficiente para garantizar un nivel mínimo armonizado de protección al pequeño inversor en los casos en que una ESI no pueda cumplir con sus obligaciones con la clientela. La adaptación

(9) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1994, pp. 97-98.

(10) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 78-80.

(11) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1997, pp. 106-109.

(12) Conforme al artículo 64 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificado por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, son empresas de servicios de inversión: las sociedades y agencias de valores, y las sociedades gestoras de carteras.

de esta directiva a la normativa española se plasmó en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (13), de reforma del mercado de valores, que estableció la nueva figura del Fondo de Garantía de Inversiones (FGI). Asimismo, esta Ley introdujo las modificaciones pertinentes para que el Fondo de Garantía de Depósito de Entidades de Crédito (FGD) pudiera prestar garantía a sus clientes en relación con los servicios de inversión.

En esta línea se ha publicado el *Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto*, en adelante, Real Decreto (BOE del 4 de agosto), cuyo objeto es desarrollar reglamentariamente los sistemas de indemnización de los inversores, tanto de las ESI como de las entidades de crédito. Estos sistemas de indemnización tendrán como finalidad ofrecer a los inversores una cobertura, en los casos en que, por insolvencia, una ESI o una entidad de crédito no pueda reembolsar las cantidades de dinero o restituir los valores o instrumentos financieros que tuvieran en depósito. En ningún caso este sistema cubrirá el riesgo de crédito o las pérdidas en el valor de una inversión en el mercado.

Con este fin se establecen dos sistemas de indemnización de los inversores:

- 1) Que se instrumenta mediante uno o dos Fondos de Garantía de Inversiones (en adelante, FGI), de nueva creación, para las ESI (con excepción de las sociedades gestoras de carteras), así como para las sucursales en España de empresas de servicios de inversión extranjeras.
- 2) Que se instrumenta mediante los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito (en adelante, FGD) ya existentes.

5.1. Los fondos de garantía de inversiones

Los FGI se constituirán como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuyas representación y gestión se encomendarán a una sociedad gestora.

Las *entidades adheridas a los FGI* serán las ESI nacionales, con excepción de las sociedades gestoras de carteras, es decir, las sociedades y agencias de valores nacionales, ya que aquellas tienen su propio régimen específico (que se comenta más adelante). Respecto a las sucursales de ESI extranjeras, que no limi-

ten su actividad a la gestión discrecional e individualizada de carteras, se establece una distinción en el sistema de adhesión, en función de su origen comunitario o no. Respecto a las sucursales cuya sede está en un país perteneciente a la Unión Europea, se admite una adscripción voluntaria, en caso de que la cobertura ofrecida en su país de origen sea inferior, al objeto de completar dicha cobertura. Sin embargo, el régimen de adhesión de las sucursales de empresas de inversión no comunitarias varía, en cuanto a su obligatoriedad, en función de si existe o no cobertura en el país de origen, así como de si se produce o no diferencia en el nivel de la misma. En efecto, están obligadas a adherirse al fondo tanto aquellas que no puedan acreditar su pertenencia a un fondo similar en su país de origen como las que siendo miembros de un fondo de garantía en su país de origen no puedan proporcionar una protección análoga a la ofrecida por los fondos regulados por este Real Decreto.

Las sociedades y agencias de valores *miembros de una bolsa de valores*, cuando así lo acuerden y se adhiera un número suficiente de entre ellas, podrán crear un segundo FGI que las agrupe. En ese caso, cada una de ellas podría optar por cualquiera de los dos fondos. En los comentarios de este trabajo, todo lo referido al FGI será aplicable a cualquiera de estos dos fondos.

La *cobertura del FGI* se extiende al dinero y a los valores que los clientes hubieran confiado a las empresas para realizar servicios de inversión, pero no alcanzará a las pérdidas de valor de la inversión o a cualquier riesgo de crédito. Dentro de los valores garantizados se incluirán los que hayan sido objeto de cesión temporal y sigan anotados en la entidad cedente. El FGI garantizará que todo inversor perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha empresa, con el *límite cuantitativo de 20.000 euros*. La determinación de la posición del inversor se hará contabilizando todas las cuentas abiertas a su nombre en una empresa de servicios de inversión, teniendo en cuenta el signo de sus saldos, cualesquiera que fuesen las monedas de denominación. El cálculo de dicha posición acreedora se realizará tomando la cuantía de los recursos dinerarios y el valor de mercado de los activos financieros, estableciéndose unos criterios de valoración en el caso de que los activos financieros no se negocien en ningún mercado secundario, ni español ni extranjero.

Se establecen dos tipos de excepciones a esta cobertura: en función de la localización de la empresa de servicios de inversión y del tipo de inversor. Respecto a la primera, quedan ex-

(13) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 77-84.

cluidos de la garantía del FGI las sucursales de empresas de inversión españolas ubicadas en territorios definidos como paraísos fiscales, o en países que carezcan de órgano supervisor de los mercados de valores, o que, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV. Tampoco gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a sucursales de entidades de crédito españolas localizadas en países no comunitarios que dispongan de sistemas nacionales de indemnización de los inversores equivalentes a los españoles. Respecto a la segunda excepción, el FGI solo protegerá a los inversores no profesionales y, por consiguiente, no cubrirá el dinero o los valores que procedan de inversores que se consideran profesionalmente cualificados, como son todo tipo de entidades financieras. Tampoco cubrirá los activos confiados por las AAPP y las personas físicas que, o bien posean cargos representativos en las empresas de servicios de inversión, o bien se considere que han actuado de mala fe.

En cuanto a la *declaración de incumplimiento*, los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida al fondo el reembolso del dinero o la restitución de los activos que les pertenezcan, podrán solicitar a la sociedad gestora del FGI la ejecución de la garantía que presta el fondo, siempre que la empresa de servicios de inversión sea declarada insolvente, ya sea por vía judicial, en los supuestos de suspensión de pagos y de quiebra, o por vía administrativa, por la CNMV.

Respecto al *régimen económico*, el FGI se financiará, mayoritariamente, con aportaciones de las entidades adheridas, que tendrán periodicidad anual y alcanzarán una cuantía total del 2 por 1000 del dinero, más el 0,1 por 1000 del valor de los activos financieros depositados por los inversores. La sociedad gestora distribuirá esta aportación conjunta anual entre las empresas adheridas al mismo, atendiendo al número de clientes y al importe del dinero o activos cubierto por la garantía. También podrá concertar préstamos y créditos con empresas financieras, con el fin de cumplir con las obligaciones, frente a los inversores, previstas en este Real Decreto.

En cuanto a las sucursales de ESI, con ocasión de su establecimiento en España, pondrán en conocimiento de la CNMV su régimen de adhesión, conforme a lo previsto en este Real Decreto. En este caso, tendrán la obligación de aportar al FGI el importe establecido como aportación mínima inicial en el presupuesto anual correspondiente aprobado por la CNMV.

Cuando el patrimonio del FGI alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus

fines, el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, podrá acordar la disminución de las aportaciones mencionadas. En el caso contrario, cuando la sociedad gestora de un FGI prevea que los recursos patrimoniales y financiaciones disponibles por este en el curso de un ejercicio sean insuficientes, requerirá a las entidades adheridas realizar aportaciones de carácter extraordinario en la cuantía necesaria para subsanar el correspondiente desequilibrio financiero o patrimonial.

Las empresas de servicios de inversión que no realicen debidamente sus aportaciones al FGI, no contribuyan a las derramas o incumplan las obligaciones previstas en este Real Decreto podrán ser excluidas del fondo si no regularizan su situación en el plazo requerido. La competencia para acordar la exclusión es de la CNMV, previo informe de la sociedad gestora del FGI afectado y previa audiencia del interesado. Asimismo, la exclusión será causa para que el Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV, revoque la autorización que le hubiera sido concedida para ejercer su actividad, cuando la entidad excluida tenga su sede social en España.

En cuanto al *plazo para satisfacer las indemnizaciones de los inversores*, el FGI satisfará en metálico las indemnizaciones a los inversores, cuyo derecho haya sido debidamente comprobado, dentro de los tres meses siguientes a la declaración de incumplimiento prevista en este Real Decreto. La CNMV está facultada para prorrogar este plazo otros tres meses, cuando aprecie que concurren motivos excepcionales que justifiquen el retraso.

Por último, si bien se establece que la *entrada en vigor* del presente Real Decreto será el día siguiente a su publicación, se especifica que la cobertura del FGI se retrotrae al 1 de julio de 1993, coincidiendo con la fecha de vigencia de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

5.2. Las sociedades gestoras del Fondo de Garantía de Inversiones

Las *sociedades gestoras* se constituirán en forma de sociedades anónimas, cuyo capital social será el necesario para asegurar la consecución de su objeto social, que será suscrito por las empresas adheridas a cada FGI con arreglo a los mismos criterios a los que se ajustan las aportaciones al mismo. Dicho capital social podrá modificarse con el fin de adaptar las participaciones de cada una de las entidades adheridas como consecuencia de nuevas adhe-

siones o ceses en el fondo, o de variaciones en los porcentajes de participación de las empresas ya adheridas.

La supervisión de estas sociedades gestoras se encomienda a la CNMV.

El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director General deberá cumplir los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y exigirá la previa aprobación de la CNMV. Se integrará en el Consejo de Administración un representante de la CNMV, con voz y sin voto, quien velará por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad del fondo.

Serán funciones de la sociedad gestora las siguientes:

- a) Representar y gestionar el FGI, así como administrar su patrimonio.
- b) Atender con cargo al FGI los pagos de indemnizaciones y ejercitar por cuenta del mismo los derechos en los cuales este se haya subrogado.
- c) Informar a la CNMV y adoptar las medidas necesarias en caso de incumplimiento de cualesquiera de las obligaciones por parte de las empresas de servicios de inversión adheridas, tanto con el fondo como con la entidad gestora. Si llegara el caso, proponer a la CNMV tanto la suspensión de una entidad adherida, como la tramitación de la revocación de la autorización concedida para ejercer su actividad.
- d) Prestar a la CNMV cuanta asistencia le solicite en el ejercicio de sus funciones de supervisión, inspección y sanción.
- e) Cargar al FGI, en concepto de comisión de gestión, los gastos en los que haya incurrido como consecuencia de su representación y gestión, y que no sean directamente repercutibles sobre el mismo.
- f) Promover la información para dar a conocer a los inversores el alcance y contenido del fondo.

5.3. Los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito y la cobertura del sistema de garantía de inversiones

El presente Real Decreto, también tiene por objeto desarrollar el régimen jurídico relativo a la cobertura por servicios de inversión que han de prestar las entidades de crédito. Esto impli-

ca ciertas modificaciones en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre (14), sobre FGD, con el mismo contenido que en el caso de los FGI ya comentado, pero respetando las diferencias que se derivan de la propia estructura de cada tipo de fondo y de su específica regulación (véase cuadro 1).

Una de las principales novedades introducidas en esta nueva regulación afecta a la *delimitación de la garantía* que asumen las entidades de crédito, de forma que, a partir de la publicación del mencionado Real Decreto, el FGD no solo cubre los *depósitos garantizados* (tal como se contemplaba en la regulación anterior), sino también los *valores garantizados*.

Concretamente, respecto a los depósitos garantizados, el Real Decreto recoge los contemplados en el RD 2606/1996, es decir, los saldos acreedores mantenidos en cuenta, los fondos procedentes de situaciones transitorias por operaciones de tráfico y los certificados de depósito nominativos que la entidad tenga obligación de restituir en las condiciones legales y contractuales aplicables (siempre que estén constituidos en España o en otro Estado miembro de la UE), y los amplía a los recursos dinarios que la clientela haya confiado a la entidad para la realización de algún servicio de inversión o que provengan de la prestación de dichos servicios o actividades.

En cuanto a los valores garantizados, el Real Decreto contempla los valores negociables e instrumentos financieros previstos en la Ley del Mercado de Valores que los clientes hayan confiado a la entidad de crédito en España o en cualquier otro país, para su depósito o registro o para la realización de algún servicio de inversión. Dentro de los valores garantizados se incluirán, en todo caso, los que hayan sido objeto de cesión temporal y sigan anotados o registrados en la entidad cedente.

No obstante, al igual que lo comentado anteriormente para el FGI, el FGD no garantizará los valores e instrumentos financieros confiados a la entidad de crédito para realizar servicios de inversión y actividades complementarias en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV. Tampoco gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a sucursales de entidades de crédito españolas localizadas en

(14) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1997, pp. 106-109.

CUADRO 1

Comparación entre el Fondo de Garantía de Inversiones y el Fondo de Garantía de Depósitos	
FONDO DE GARANTÍA DE INVERSIONES	FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS
<i>PERSONALIDAD JURÍDICA</i>	
Patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuyas gestión y representación se encomendarán a una sociedad gestora.	Personalidad jurídica, con plena capacidad para el desarrollo de sus fines, en régimen de derecho privado y sin sujeción a normas reguladoras de los organismos públicos.
<i>ORGANISMO SUPERVISOR</i>	
Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).	Banco de España (BE).
<i>ENTIDADES ADHERIDAS</i>	
<ol style="list-style-type: none"> 1. Sociedades de valores y agencias de valores. 2. Sucursales de empresas de servicios de inversión extranjeras, que varía según el sistema de coberturas de su país de origen. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. 2. Sucursales de entidades de crédito extranjeras, que varía según el sistema de coberturas de su país de origen.
<i>COBERTURA DEL FONDO</i>	
Dinero y valores que los clientes hubieran confiado a las empresas para realizar servicios de inversión.	Depósitos garantizados y valores garantizados.
<i>PATRIMONIO DEL FONDO</i>	
Aportaciones anuales de las entidades adscritas, así como derramas en circunstancias excepcionales.	Aportaciones anuales de las entidades adscritas, así como derramas en circunstancias extraordinarias, y, excepcionalmente, por aportaciones del Banco de España.
<i>IMPORTE GARANTIZADO</i>	
Valor monetario de la posición acreedora global en la empresa de servicios de inversión con el límite cuantitativo de 20.000 euros.	Los depósitos garantizados tendrán como límite la cuantía de 20.000 euros. Los valores garantizados tendrán un límite independiente del correspondiente a los depósitos, que alcanzará como máximo la cuantía de 20.000 euros.
<i>CAUSAS PARA LA EJECUCIÓN DE LA GARANTÍA</i>	
Que la empresa de servicios de inversión sea declarada insolvente, bien por vía judicial, en los supuestos de suspensión de pagos y de quiebra, o bien por vía administrativa, por la CNMV.	Que la entidad de crédito sea declarada insolvente, bien por vía judicial, en los supuestos de suspensión de pagos y de quiebra, o bien por vía administrativa, por el BE.

países no comunitarios que dispongan de sistemas nacionales de indemnización de los inversores equivalentes a los españoles, puesto que en este caso la garantía la ofrece el país en el que esté situada la entidad. En ningún caso gozarán de garantía los valores confiados por inversores institucionales, ni aquellos de los que sean titulares personas que ostenten cargos representativos en la entidad que origine la actuación del FGDED o personas que hayan quebrantando las disposiciones vigentes o bien hayan contribuido a agravar la situación de la entidad.

Otra novedad introducida en esta nueva regulación hace referencia al *patrimonio de los fondos*. Concretamente, las entidades adscritas a los FGDED están obligadas a cumplir con el régimen económico de aportaciones anuales y derramas establecido en este Real Decreto, de forma que puedan cumplir con sus obligaciones frente a los depositantes e inversores impuestos en esta norma. Respecto a las derramas, que no existían en la anterior regulación, se establece que la comisión gestora podrá acordar la realización de las mismas entre las entidades adscritas cuando el patrimonio de los fondos alcance valores negativos. El importe total de estas derramas no podrá superar el valor del déficit existente, y la distribución entre las entidades será en la misma proporción que las aportaciones anuales.

Respecto a los *imports garantizados*, los depósitos tendrán como límite la cuantía de 20.000 euros. El importe garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros será independiente del correspondiente a los depósitos y alcanzará, como máximo, la cuantía de 20.000 euros. Los imports garantizados se abonarán en su equivalente dinerario.

5.4. Régimen aplicable a las sociedades gestoras de carteras

Como se ha comentado, las sociedades gestoras de carteras no están adheridas al FGI, por lo que deberán asegurar los riesgos derivados de su actuación mediante un seguro de responsabilidad civil concertado con una entidad aseguradora habilitada legalmente para operar en el ámbito de responsabilidad civil en la UE por una suma asegurada no inferior a 1.225.000 euros (204 millones de pesetas aproximadamente). Las prestaciones de dicho seguro estarán exclusivamente destinadas a atender los perjuicios causados a sus clientes derivados de la realización de los servicios de inversión propios de su actividad. Este requisito deberán cumplirlo en el plazo de seis meses a

partir de la entrada en vigor de este Real Decreto (antes del 5 de febrero de 2002), informando de ello a la CNMV, que hará constar este dato en el registro público de las ESI.

6. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

6.1. Antecedentes

La reforma global de los mercados de valores españoles se acometió mediante la Ley 24/1988, de 28 de julio (15), siendo uno de sus principales objetivos potenciar nuestro mercado ante la perspectiva, en 1992, de un mercado único de valores en la UEM.

Por otra parte, la construcción del mercado financiero único europeo se ha ido configurando a lo largo de estos últimos años sobre la emisión de tres directivas importantes:

En primer lugar, en el área bancaria, la publicación de la Segunda Directiva Bancaria —Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre de 1989 (16)— fue el elemento fundamental para la consecución de un marco común de actuación de las entidades de crédito en el seno de la UE, bajo la doble perspectiva de la libertad de establecimiento y de prestación de servicios. La Directiva fue traspuesta a la legislación española mediante la Ley 3/1994, de 14 de abril (17), que jurídicamente se articuló ampliando y modificando el contenido de la Ley 26/1988, de 29 de julio (18), de disciplina e intervención de las entidades de crédito, para incluir lo establecido en dicha norma comunitaria.

En segundo lugar, se publicó la Directiva 93/6/CEE, de 15 de marzo (19), sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito, con el ánimo de armonizar los elementos que se consideran básicos para garantizar el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial de las empresas de inversión.

(15) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 77-84.

(16) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1990, pp. 71-72.

(17) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1994, pp. 92-96.

(18) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 56-58.

(19) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1993, pp. 108-109.

Finalmente, la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo (20), relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, constituyó una pieza esencial para la realización del mercado interior, en lo que se refiere a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios de las empresas de inversión. La Directiva de servicios de inversión, al igual que la Segunda Directiva Bancaria, introdujo el principio del pasaporte comunitario o licencia única (21), que se fundamenta en la armonización de las condiciones de autorización y de ejercicio de la actividad, así como de los sistemas de supervisión prudencial (22) de las empresas de inversión.

La transposición de esta Directiva al ordenamiento jurídico español se realizó mediante la publicación de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. La adaptación a dicha Directiva implicó el derecho de toda empresa de servicios de inversión (23), sea española o no, autorizada en uno de los Estados miembros de la UE, a acceder a cualquiera de sus mercados, incluido el español, en condición de miembro, y a tener, igualmente, posibilidad de acceso o adhesión a los sistemas de compensación y liquidación.

Recientemente, se ha desarrollado la Ley 37/1998 mediante la publicación del *RD 867/2001, de 20 de julio* (BOE del 7 de agosto), sobre el régimen jurídico de las ESI, que regula el régimen administrativo al que estarán sujetas estas entidades en aspectos tales como los requisitos de acceso a la actividad y su operativa. Al mismo tiempo, deroga el RD 276/1989, de 22 de marzo, sobre sociedades y agencias de valores, y el Titulo IV del RD 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre,

(20) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1993, pp. 106-108.

(21) Este principio implica que una empresa de servicios de inversión, al amparo de la autorización concedida por el Estado de su sede social, puede prestar servicios de inversión y actividades complementarias en el resto de la UE, tanto estableciendo sucursales en otros Estados miembros como ofreciendo en ellos sus servicios.

(22) El reconocimiento de los sistemas de supervisión permite aplicar el principio de supervisión por el Estado miembro de origen.

(23) La Ley 37/1998 define a las empresas de servicios de inversión como aquellas entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión con carácter profesional a terceros. Dentro de esta categoría, incluye a las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras; entidades que podrán aprovechar las ventajas del pasaporte único para actuar en otros Estados miembros de la Unión a través de la libre prestación de servicios o de la libertad de establecimiento.

reguladora de las instituciones de inversión colectiva, referente a la regulación de las sociedades gestoras de carteras.

6.2. Régimen de las actividades y de las operaciones desarrolladas por las ESI

Las ESI podrán realizar los siguientes *servicios de inversión*: la recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros, la ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros, la negociación por cuenta propia, la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, la mediación por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas, y el aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta.

Asimismo, podrán realizar, entre otras, las siguientes *actividades complementarias*:

- a) El depósito y administración de determinados instrumentos financieros, como los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario, los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción, los contratos de permuta financiera, y cualquier contrato u operación sobre instrumentos, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no.
- b) La concesión de créditos o préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos enumerados en el apartado a) anterior.
- c) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- d) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.
- e) La actuación como entidades registradas para realizar transacciones en divisas vinculadas a los servicios de inversión.

Por otro lado, las ESI podrán obtener financiación de las entidades financieras españolas o extranjeras que figuren inscritas en los Registros Oficiales del Banco de España, la CNMV, la Dirección General de Seguros o en registros

de igual naturaleza de la Unión Europea (en adelante, las entidades financieras). También podrán efectuar operaciones activas de préstamo o depósito con las citadas entidades financieras, con las limitaciones que establezca el Ministerio de Economía.

Asimismo, las ESI no podrán recibir fondos de personas distintas de las entidades financieras, excepto por concepto de emisión de acciones, financiación subordinada y emisión de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial. No obstante, las sociedades y agencias de valores podrán mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que abran a clientes en relación con la ejecución de operaciones desarrolladas por cuenta de ellos. Los saldos de estas cuentas deberán estar invertidos en aquellas categorías de activos líquidos y de bajo riesgo que el Ministerio de Economía determine.

6.3. Tipos de empresas de servicios de inversión

Son empresas de servicios de inversión las siguientes entidades:

- 1) Las *sociedades de valores*, que pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia, y realizar todos los servicios de inversión y actividades complementarias comentadas anteriormente.
- 2) Las *agencias de valores*, que solo podrán operar profesionalmente por cuenta ajena, y podrán realizar los servicios de inversión y las actividades complementarias con las siguientes excepciones: la negociación por cuenta propia, el aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta, y la concesión de créditos o préstamos a inversores.
- 3) Las *sociedades gestoras de carteras* podrán gestionar discrecional e individualmente carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y realizan las actividades complementarias relacionadas con el asesoramiento.

Las *entidades de crédito*, aunque no sean ESI, podrán realizar habitualmente todos los servicios y las actividades complementarias, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello. Las entidades de crédito extranjeras que vengan a prestar en territorio español alguno de los servicios de inversión se regirán por el RD 1245/1995, de 14 de julio, so-

bre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito. Asimismo, el Banco de España comunicará a la CNMV las entidades de crédito extranjeras o españolas que presten en España servicios de inversión, a fin de que esta incorpore la información a sus registros.

6.4. Régimen jurídico de las ESI

Creación de una ESI

La creación de una ESI o la transformación de una sociedad en dicha categoría corresponderá al Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV. Para obtener y conservar su autorización deberá cumplir los siguientes requisitos:

- a) Tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias de las ESI.
- b) Revestir la forma de sociedad anónima, con la excepción de las sociedades gestoras de carteras que podrán configurarse como sociedades de responsabilidad limitada.
- c) Contar con un capital social mínimo y unos fondos propios no inferiores a las siguientes cantidades:
 - En el caso de sociedades de valores: 2 millones de euros (aproximadamente 333 millones de pesetas).
 - En el caso de agencias de valores: 300.000 euros (alrededor de 50 millones de pesetas), salvo que pretendan adquirir la condición de miembros de mercados secundarios, o adherirse a sistemas de compensación y liquidación de valores, o bien incluyan en su programa de actividad el depósito de valores y puedan mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio, en cuyo caso el capital social no podrá ser inferior a 500.000 euros (alrededor de 83 millones de pesetas).
 - En el caso de sociedades gestoras de carteras: 100.000 euros (alrededor de 17 millones de pesetas).
- d) Contar con un Consejo de Administración formado, al menos, por cinco miembros (sociedades de valores), o tres (agencias de valores y sociedades gestoras de carteras) de reconocida honorabilidad empresarial o profesional.

- e) Contar con una buena organización administrativa y contable y medios técnicos y humanos adecuados con relación a su programa de actividades, así como con procedimientos de control interno y de seguridad.
- f) Tener un reglamento interno de conducta.
- g) Adherirse a un fondo de garantía de inversiones (ver apartado anterior), en el caso de sociedades y agencias de valores, o concertar un seguro de responsabilidad civil con una entidad financiera legalmente habilitada, en el caso de las sociedades gestoras de carteras.
- h) Tener su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, en territorio nacional.

Coeficiente de liquidez

Las ESI, a excepción de las sociedades gestoras de carteras, deberán mantener —como mínimo— un coeficiente de liquidez equivalente al 10%, medido como porcentaje entre el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez sobre la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año (excluyendo de estos los saldos de las cuentas acreedoras derivadas de las operaciones financieras con el público). El Ministerio de Economía y, con su habilitación expresa, la CNMV establecerán los activos aptos para el cumplimiento del coeficiente de liquidez, los criterios para delimitar contablemente y valorar los saldos de los pasivos exigibles, y los procedimientos que se aplicarán para controlar el cumplimiento del citado coeficiente.

En el cuadro 2, se detallan las novedades más significativas del régimen jurídico de las ESI.

6.5. Régimen jurídico de las participaciones significativas y obligaciones de información sobre la composición del capital social

Una participación significativa en una ESI implica alcanzar, de forma directa o indirecta, al menos, el 5% del capital o de los derechos de voto de la entidad, o la participación que, sin llegar a este porcentaje, permita ejercer una influencia notable en la misma. En este sentido, cualquier persona física o jurídica que pretenda adquirir (o, en su caso, dejar de tener), directa o indirectamente, una participación significativa

en una ESI deberá informar previamente a la CNMV. También deberá informar a la CNMV quien pretenda incrementar (o, en su caso, reducir) su participación significativa alcanzando alguno de los siguientes niveles de participación de capital o derechos de voto: 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 40%, 50%, 66% o 75%. Por su parte, la CNMV dispondrá de un plazo máximo de dos meses para, en su caso, oponerse a la adquisición pretendida.

6.6. Sucursales y agentes de las ESI

La apertura de sucursales de ESI españolas en territorio nacional será libre, pero deberá ser comunicada previamente a la CNMV, la cual podrá requerir información adicional sobre los medios materiales y humanos o la suficiencia de los sistemas de control.

Asimismo, las ESI podrán otorgar poderes de representación a personas físicas o jurídicas (agentes), para la promoción y comercialización de los servicios de inversión objeto de su programa de actividades. También podrán, igualmente, otorgar poderes de representación a dichos agentes para realizar habitualmente frente a la clientela determinados servicios de inversión, así como las actividades complementarias, siempre y cuando estén incluidos en el programa de actividades de la ESI registrado en la CNMV. Los agentes actuarán en exclusiva para una sola ESI y, en ningún caso, ostentarán representación alguna de los inversores.

6.7. Actuación transfronteriza de las ESI

Apertura de sucursales y libre prestación de servicios en España por ESI extranjeras

La apertura en España de sucursales de entidades de Estados no comunitarios que no tengan la condición de ESI pero que, sin embargo, presten algún servicio de inversión requerirá la autorización del Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV. Se les exigirá los mismos requisitos que los establecidos para la autorización de una ESI en España, con determinadas particularidades. El objeto social de la sucursal no podrá contener actividades no permitidas a la entidad en su país de origen.

La apertura en España de sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea no requerirá autorización previa. Sin embargo, quedará condicionada a que la CNMV reciba una comunicación de la autoridad supervisora

CUADRO 2

Novedades en el régimen jurídico y coeficientes de las ESI

<i>Sociedades y agencias de valores (s/ RD 276/1989, de 22 de marzo)</i>	<i>Sociedades y agencias de valores (s/ RD 867/2001, de 20 de julio)</i>
Capital social	Capital social
Deben contar con un capital social mínimo de: 750 millones de pesetas (4,51 millones de euros) para las sociedades de valores y 150 millones de pesetas (0,9 millones de euros) para las agencias de valores.	Deben contar con un capital social mínimo de: 333 millones de pesetas (2 millones de euros) para las sociedades de valores y 50 millones de pesetas (300.000 euros) o 83 millones de pesetas (500.000 euros), según los casos, para las agencias de valores.
Composición Consejo de Administración	Composición Consejo de Administración
En el caso de agencias de valores que sean miembros de una bolsa de valores, será requisito adicional que cada uno de los miembros del Consejo de Administración posea una participación en el capital social no inferior al 5%, y que la totalidad de sus acciones pertenezcan a personas físicas.	Este requisito adicional desaparece.
Coeficiente de liquidez	Coeficiente de liquidez
Deberán mantener —como máximo— un coeficiente de liquidez equivalente al 10% (OM 28.7.1989), medido como porcentaje entre el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez, sobre la totalidad de sus pasivos exigibles, con plazo residual inferior a un año (excluyendo de estos los saldos de las cuentas acreedoras derivadas de las operaciones financieras con el público).	Deberán mantener —como mínimo— un coeficiente de liquidez equivalente al 10%, medido como porcentaje entre el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez, sobre la totalidad de sus pasivos exigibles, con plazo residual inferior a un año (excluyendo de estos los saldos de las cuentas acreedoras derivadas de las operaciones financieras con el público).
<i>Sociedades gestoras de carteras (s/ RD 1393/1990)</i>	<i>Sociedades gestoras de carteras (s/ RD 867/2001, de 20 de julio)</i>
Capital social	Capital social
Deben contar con un capital social mínimo de 10 millones de pesetas (60.000 euros) más un 5% del volumen patrimonial administrado, si este no excede de 10 millones de pesetas o de un 3% en lo relativo al exceso.	Deben contar con un capital social mínimo de 17 millones de pesetas (100.000 euros).

de las ESI que contenga determinada información, como la referente al programa de actividades que pretendan realizar, el nombre de los directivos responsables de la sucursal, e información detallada sobre cualquier sistema de garantía de inversiones que tenga por finalidad asegurar la protección de los inversores de la sucursal, entre otros extremos.

Por otro lado, la realización en España, por primera vez, de actividades en *régimen de libre prestación de servicios*, por ESI autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, podrá iniciarse una vez que la CNMV reciba una comunicación de su autoridad supervisora indicando las actividades que van a ser ejercidas.

Dicho régimen será de aplicación siempre que la ESI pretenda, por primera vez, realizar en España una actividad distinta a las eventualmente contenidas en la citada comunicación. La CNMV notificará a las empresas las condiciones y normas de conducta que deben de cumplir los prestadores de servicios de inversión en España.

Si se trata de una entidad no autorizada en otro Estado miembro de la Unión Europea que pretenda prestar servicios de inversión sin sucursal en España, deberá solicitarlo previamente a la CNMV, indicando las actividades que van a ser realizadas, y obtener la correspondiente autorización.

Apertura de sucursales y libre prestación de servicios en el extranjero por ESI españolas

Las ESI españolas que pretendan abrir una sucursal en el extranjero deberán solicitarlo previamente a la CNMV, acompañando, junto con la información del Estado en cuyo territorio pretenden establecerse, un programa de actividades en el que se indiquen las actividades que se pretenden realizar y el nombre de los directivos responsables de la entidad. Cuando la sucursal de una ESI vaya a establecerse en otro Estado miembro de la Unión Europea, la CNMV deberá dar traslado, en su caso, de la autorización a la autoridad competente de dicho Estado. Cuando se pretenda abrir en un Estado no-miembro de la Unión Europea, la CNMV podrá denegar la solicitud, entre otros motivos, por considerar que la actividad de la sucursal no va a quedar sujeta a un efectivo control por parte de la autoridad supervisora del país de acogida, o por la existencia de obstáculos legales o de otro tipo que impidan o dificulten el control e inspección de la sucursal por la CNMV.

Por otro lado, la creación de una ESI extranjera por una ESI o un grupo de ESI españolas, o la adquisición directa o indirecta de una participación en una empresa ya existente, cuando dicha empresa de servicios de inversión extranjera vaya a ser constituida o se encuentre domiciliada en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, quedará sujeta a la previa autorización de la CNMV.

Por último, las ESI españolas que pretendan, por primera vez, realizar sus actividades en régimen de libre prestación de servicios en un Estado no-miembro de la Unión Europea deberán solicitarlo previamente a la CNMV, indicando las actividades para las que esté autorizada que se propone llevar a cabo. El procedimiento de autorización es similar a los casos de apertura de sucursales. Cuando la prestación de servicios se realice en otro Estado miembro solo requerirá ser comunicada previamente a la CNMV, precisando las actividades que se van a realizar de entre las que estén autorizadas a la

entidad. La CNMV trasladará dicha información a la autoridad competente de dicho Estado.

7. MODIFICACIÓN DE LA FIGURA DE CREADOR DE MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

Un acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, de fecha 19 de enero de 1988, estableció la figura de los creadores de mercado y reguló los criterios de acceso a tal condición y de mantenimiento de la misma, así como las relaciones entre estas entidades y el propio Banco de España. Estos criterios han sido revisados con cierta regularidad, siendo la última modificación la introducida por la OM de 10 de febrero de 1999, desarrollada por la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro), de 11 de febrero de 1999 (24), cuyo fin fue el de adaptar la figura del «creador de mercado» a la propia evolución de los mercados de deuda pública como consecuencia del proceso de integración europea y de implantación de una política monetaria única. Concretamente, dicha Resolución establecía entre las obligaciones de los creadores de mercado de deuda pública, garantizar la liquidez del mercado secundario, por lo que debían cotizar determinadas referencias de bonos y obligaciones, de acuerdo con las condiciones específicas reseñadas en dicha normativa. La práctica aconseja introducir una mayor flexibilidad en la fijación de estas condiciones, teniendo en cuenta las circunstancias del mercado y la política de emisiones del Estado.

En virtud de lo anterior, la *Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, de 31 de julio de 2001* (BOE del 8 de agosto), establece que el Tesoro podrá modificar las condiciones de cotización establecidas en la normativa mencionada en el párrafo anterior, previo acuerdo con los creadores de mercado.

5.10.2001.

(24) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1999, pp. 118-121.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de septiembre de 2001

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	7,00	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	6,56	33,18	29,00	32,53	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ACTIVOBANK	-	30,32	27,00	30,32	27,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALÁ	7,71	23,24	21,00	22,13	20,50
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ALLFUNDS BANK	-	-	-	-	-
ALTAE BANCO	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR	5,00	13,75	-	18,10	-
BANCOPOPULAR-E, S.A.	-	33,18	29,00	32,31	29,00
BANESTO BANCO DE EMISIÓNES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	3,75	23,88	22,00	23,88	22,00
BBVA BANCO DE FINANCIACIÓN	-	-	-	-	-
BBVA PRIVANZA BANCO	7,50	18,12	17,00	18,12	17,00
BSN BANIF	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CASTILLA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	5,50	19,25	18,00	19,25	18,00
CRÉDITO BALEAR	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	-	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBVA	7,75	33,18	29,00	-	-
DEPÓSITOS	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL	6,50	28,97	26,00	28,97	26,00
DEXIA BANCO LOCAL	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
ESFINGE	6,25	15,63	-	22,50	-
ETCHEVERRÍA	5,60	19,86	-	19,54	-
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	6,00	13,75	-	19,00	-
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS	6,00	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES	6,50	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO	7,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALICIA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGTO	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
HBF BANCO FINANCIERO, S.A.	6,00	33,18	29,00	33,18	29,00
HERRERO	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	-	-	-	-	-
INDUSTRIAL DE BILBAO	-	-	-	-	-
LIBERTA	-	-	-	-	-
MAPFRE	6,75	10,62	-	10,62	-
MARCH	6,00	30,60	-	29,86	-
MURCIA	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-

(Continuación) 2

Situación al día 30 de septiembre de 2001

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
PASTOR	4,75	21,34	19,50	31,08	28,00
PATAGON INTERNET BANK	-	10,26	9,81	10,26	9,81
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	5,75	34,37	31,84	34,37	30,66
POPULAR HIPOTECARIO	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS	4,90	20,39	-	-	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS	-	-	-	-	-
PUEYO	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL BANCA PRIVADA, S.A.	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT.	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS	6,00	19,82	18,50	19,82	18,50
UNOE BANK	-	-	-	-	-
VALENCIA	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO	6,00	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i>	<i>6,10</i>	<i>26,07</i>	<i>24,56</i>	<i>25,98</i>	<i>24,29</i>
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.	-	-	-	-	-
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.	4,52	10,62	-	10,62	-
AMÉRICA	4,30	15,75	14,89	15,75	14,89
ARAB BANK PLC, S.E.	4,50	13,74	-	13,74	-
ÁRABE ESPAÑOL	6,50	26,56	-	28,07	-
ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION	-	-	-	-	-
ATLÁNTICO	5,00	33,18	29,00	33,18	29,00
BANCOVAL	7,00	10,00	-	-	(5,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.	3,16	10,00	-	10,00	-
BANKOA	4,85	33,18	29,00	19,25	18,00
BARCLAYS BANK	5,25	13,75	-	32,31	-
BARCLAYS BANK PLC, S.E.	4,75	10,62	-	32,31	-
BNP PARIBAS, S.E.	5,00	10,62	10,35	-	(6,00)
BNP PARIBAS ESPAÑA	5,00	13,75	13,30	-	(6,00)
BNP PARIBAS SECURITIES SERV., S.E.	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
BPI, S.E.	5,87	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.	7,00	12,50	-	-	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRÉNÉES-GASCOGNE, S.E.	-	-	-	-	-
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.	-	-	-	20,31	-
CDC URQUIJO	4,25	29,97	26,50	29,97	26,50
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.	4,50	13,75	12,95	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.	4,50	13,75	12,95	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK INTERNATIONAL PLC, S.E.	7,25	20,00	-	20,00	-
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CORTAL, S.E.	-	-	-	-	-
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	-	13,74	13,30	13,74	13,30
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	6,00	16,99	16,00	(6,14)	(6,00)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	4,60	9,25	-	9,25	-
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	-	-	-	-	-
DEUTSCHE BANK	4,50	29,86	27,00	29,86	27,00

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 2001

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.	-	-	-	-	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	6,00	10,62	-	13,75	-
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.	-	-	-	-	-
DRESDNER BANK A.G., S.E.	3,75	13,75	12,88	13,75	12,88
EDMOND ROTHSCHILD LUXEMB., S.E.	-	5,38	-	-	-
ESPIRITO SANTO	4,75	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROHYPO A.G., S.E.	-	-	-	-	-
EXTREMADURA	5,75	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.	6,00	13,75	-	6,00	-
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.	-	-	-	-	-
FIMATEX, S.E.	-	-	-	-	-
FIMESTIC	-	-	-	-	-
FRANFINANCE, S.E.	-	-	-	-	-
FORTIS BANK, S.E.	4,75	15,56	15,00	-	(3,00)
GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK	9,75	-	-	22,50	-
HALIFAX HISPANIA	-	13,75	-	-	-
HSBC BANK PLC, S.E.	4,25	13,74	13,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.	6,00	-	-	-	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	-	-	-	-	-
INTESA BCI, S.P.A., S.E.	6,00	10,62	-	-	(3,00)
INVERSIÓN	5,57	19,56	18,00	19,56	18,00
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.	4,75	13,65	13,00	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	5,75	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID	-	-	-	-	-
MAROCAIN DU COM. EXT. INTERNAT.	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
MERRILL LYNCH INTERNT. BANK LTD	-	-	-	-	-
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.	4,50	9,50	-	-	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.	4,27	9,35	9,00	9,55	9,35
NACIÓN ARGENTINA, S.E.	10,00	24,36	22,00	-	(4,00)
NATEXIS BANQUES POPULAIRES, S.E.	-	-	-	-	-
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.	6,13	26,25	-	20,40	-
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.	-	-	-	-	-
PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.E.	-	-	-	-	-
PRIVAT BANK	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PSA FINANCE, S.E.	6,55	-	-	-	-
RABOBANK NEDERLAND, S.E.	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ROMA, S.P.A., S.E.	5,75	10,25	10,00	-	(4,00)
ROYAL BANK CANADA EUROPE, S.E.	4,75	10,62	-	-	(2,00)
ROYAL BANK OF SCOTLAND, S.E.	-	-	-	-	-
SIMEÓN	5,75	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
SYGMA HISPANIA, S.E.	-	-	-	-	-
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	4,25	24,32	-	(2,02)	-
UBS ESPAÑA	4,80	13,75	12,95	13,75	12,95
UCABAIL, S.E.	4,34	-	-	-	-
URQUIJO	3,75	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	5,00	14,49	13,75	14,49	13,75
<i>Media simple</i>	5,24	17,51	17,80	20,32	19,56
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,65	21,93	21,76	23,92	22,95

(Continuación) 4

Situación al día 30 de septiembre de 2001

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	5,75	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	5,50	27,44	-	27,44	-
BADAJOZ	4,00	18,70	-	19,25	18,00
BALEARES	5,25	20,39	-	26,24	-
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,00	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	5,04	13,62	-	15,87	-
BURGOS MUNICIPAL	5,00	13,75	13,31	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	5,35	19,00	-	-	(8,00)
CANARIAS INSULAR	7,00	27,44	25,00	19,82	18,50
CASTILLA-LA MANCHA	5,75	23,30	-	23,30	-
CATALUNYA	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA	6,50	13,75	13,30	-	(2,00)
COLONYA-POLLENSA	6,24	25,06	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	4,07	23,21	-	(6,14)	-
EXTREMADURA	4,59	13,72	13,55	13,72	12,45
GALICIA	4,25	20,98	19,20	20,98	19,20
GIRONA	5,50	22,00	20,39	22,00	20,39
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN	5,50	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	5,50	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	-	18,11	-
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,50	26,82	-	26,25	-
JAÉN	5,75	26,56	-	27,44	-
LAIETANA	5,25	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	3,75	19,75	-	19,75	-
MANRESA	6,25	22,50	20,47	22,50	20,47
MEDITERRÁNEO	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	5,00	18,75	17,56	-	(6,00)
NAVARRA	5,75	21,00	20,00	21,55	20,00
ONTINYENT	6,40	19,50	17,95	19,50	18,22
PENEDÉS	4,60	27,44	-	-	(14,75)
PENSIONES DE BARCELONA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
RIOJA	5,75	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	5,75	17,94	16,85	17,94	16,85
SALAMANCA Y SORIA	5,25	18,00	-	18,00	-
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ	7,25	22,50	-	-	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA	5,75	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA	6,00	18,75	-	18,75	-
TARRAGONA	5,75	22,54	20,50	22,54	20,50
TERRASSA	5,64	16,65	-	16,65	-
UNICAJA	5,75	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	4,00	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA	4,50	21,35	20,31	21,35	19,82
VITORIA Y ÁLAVA	5,75	13,75	13,75	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA	5,87	19,00	-	24,00	-
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>5,42</i>	<i>21,81</i>	<i>20,25</i>	<i>21,58</i>	<i>19,81</i>

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

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

CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACIÓN EN EL «BOE»
3/2001, de 24 de septiembre	Entidades de crédito. Modificación de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela.	9 de octubre de 2001
4/2001, de 24 de septiembre	Entidades adscritas a un fondo de garantía de depósitos. Información sobre los saldos que integran la base de cálculo de las aportaciones a los fondos de garantía de depósitos, y alcance de los importes garantizados.	9 de octubre de 2001
5/2001, de 24 de septiembre	Entidades miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Norma SNCE-008, subsistema general de operaciones diversas; modificación de la Circular 9/1998, de 30 de octubre, sobre adaptación del SNCE al euro y de la Circular 8/1988, de 14 de junio, Reglamento del SNCE.	9 de octubre de 2001

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 18 de octubre de 2001

Código	Nombre	Fecha	Concepto
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3058	CAJA RURAL DE ALMERÍA Y MÁLAGA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO	15.10.2001	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA RURAL INTERMEDITERRÁNEA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO.
3189	CAJA RURAL ARAGONESA Y DE LOS PIRINEOS, S. COOP. DE CRÉDITO	16.10.2001	ALTA PROVISIONAL, PROCEDENTE DE LA FUSIÓN DE LA CAJA RURAL DE HUESCA, S. COOP. DE CRÉDITO Y DE LA CAJA RURAL DE ZARAGOZA, S. COOP. DE CRÉDITO, CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE BERENGUER, 2-4.- 22002 HUESCA.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8908	BBVA FACTORING, E.F.C., S.A.	21.09.2001	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE LLULL, 102.- 08005 BARCELONA.
4767	CAIXALEASING Y FACTORING, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	28.09.2001	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A GRAN VÍA LES CORTS CATALANES, 130-136.- 08038 BARCELONA.
8806	VOLVO TRUCK FINANCE ESPAÑA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	05.10.2001	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR VFS FINANCIAL SERVICES SPAIN, E.F.C., S.A.
8912	CRÉDIT LYONNAIS IBÉRICA DE FACTORING, S.A., ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, E.F.C.	08.10.2001	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR INTER-FACTOR EUROPA, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, E.F.C.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
0105	CRÉDIT LYONNAIS, S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA	05.10.2001	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE JUAN BRAVO, 3B (PL. 1).- 28006 MADRID.
1477	THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA	15.10.2001	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE MARQUÉS DE CUBAS, 4.- 28014 MADRID.
0172	CRÉDIT COMMERCIAL DE FRANCE, SUCURSAL EN ESPAÑA	18.10.2001	BAJA POR CIERRE.
Nombre		Fecha recepción comunicación	Concepto
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 21, DIRECTIVA 2000/12/CE)			
BROWN BROTHERS HARRIMAN. (LUXEMBOURG) S.C.A.		21.09.2001	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
DG BANK DEUTSCHE GENOSSENSCHAFTSBANK AG		28.09.2001	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR DZ BANK AG DEUTSCHE ZENTRAL-GENOSSENSCHAFTSBANK, FRANKFURT A.M.
EVLI BANK PLC		01.10.2001	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FINLANDIA.
DANSKE BANK A/S		02.10.2001	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: DINAMARCA.
DAI-ICHI KANGYO BANK NEDERLAND NV		15.10.2001	BAJA POR FUSIÓN EN MIZUHO BANK NEDERLAND N.V.
FUJI BANK NEDERLAND N.V.		15.10.2001	BAJA POR FUSIÓN EN MIZUHO BANK NEDERLAND N.V.
MIZUHO BANK NEDERLAND N.V.		15.10.2001	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 18 de octubre de 2001 (continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1239	DG BANK DEUTSCHE GENOSSENSCHAFTSBANK AG	03.10.2001	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR DZ BANK AG DEUTSCHE ZENTRAL-GENOSSENSCHAFTSBANK, FRANKFURT A.M.
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1744	UNIGIROS EXPRESS, S.A.	21.09.2001	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE QUINTANA, 20.- 28008 MADRID.
1745	GIROEXPRESS, S.A.	25.09.2001	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE JUAN BRAVO, 3 (PL. 2 - B).- 28006 MADRID.
1746	ROMERO TRANSFER AND COURIER, S.A.	26.09.2001	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE COCHABAMBA, 17 (BAJO D).- 28016 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4336	VALORACIO D' ACTIUS, S.A.	25.09.2001	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A AVENIDA FRANCESC CAMBÓ, 17 (6-B).- 08003 BARCELONA.
4459	TASACIONES HIPOTECARIAS RENTA, S.A.	17.10.2001	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE SANTA ENGRACIA, 141 (PL. 1, OFICINA 1).- 28003 MADRID.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 21 de septiembre y el 18 de octubre de 2001

Código	Nombre	Concepto
--------	--------	----------

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

3066	CAJA RURAL DE HUESCA, S. COOP. DE CRÉDITO	FUSIÓN.
3092	CAJA RURAL DE ZARAGOZA, S. COOP. DE CRÉDITO	FUSIÓN.

PUBLICACIONES RECENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Soledad Núñez Ramos y Miguel Pérez García-Mirasierra

EL GRADO DE CONCENTRACIÓN EN LAS RAMAS PRODUCTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0113

Este trabajo pretende caracterizar el grado de concentración de las ramas productivas de la economía española en el período 1996-1999, tanto de la industria como de los servicios. Para ello, se presenta una batería de índices de concentración calculados con relación al empleo asalariado, tanto a nivel de grupo como de división, a partir de la información del directorio de empresas del INE (DIRCE). En el documento también se realiza un análisis de los cambios ocurridos en el grado de concentración a lo largo del corto período considerado, desagregando entre los dos componentes que determinan esta variable: número de empresas y desigualdad en su tamaño.

Del análisis realizado se desprende que el grado de concentración de las distintas ramas productivas es, en general, relativamente bajo, si bien en un número significativo de ramas, principalmente de servicios, se observa una cierta heterogeneidad en el tamaño de las empresas. También se concluye que el grado de concentración ha experimentado una ligera reducción en el período considerado.

Klaus Desmet and Ignacio Ortuno Ortin

RATIONAL UNDERDEVELOPMENT
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0114

Proponemos un modelo de desarrollo desigual, con dos sectores y dos regiones, en el que el cambio tecnológico puede beneficiar indistintamente a la región atrasada o a la región avanzada. En este contexto, las transferencias entre regiones pueden conducir a un subdesarrollo persistente; al elevar los salarios, sin

modificar la productividad, las transferencias reducen la posibilidad de que la región atrasada adopte la nueva tecnología y de que se produzca su despegue. Debido a la incertidumbre existente sobre la región que sale beneficiada del cambio tecnológico, la región atrasada puede decidir, de forma racional, seguir siendo subdesarrollada, siempre que la región avanzada continúe pagando las transferencias. El modelo ofrece una justificación para casos, como el del *Mezzogiorno* italiano, en los que una misma región avanzada subvenciona de manera continuada a una misma región atrasada .

Matteo Ciccarelli and Alessandro Rebucci

THE TRANSMISSION MECHANISM OF EUROPEAN MONETARY POLICY: IS THERE HETEROGENEITY? IS IT CHANGING OVER TIME?
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0115

Este documento examina el mecanismo de transmisión de la política monetaria en un grupo de países europeos mediante modelos dinámicos heterogéneos estimados de forma bayesiana. Utilizando evidencia relativa a Alemania, Francia, Italia y España anterior al establecimiento de la UME, se muestra que: a) existen diferencias entre estos países respecto al momento en que se producen los efectos de la política monetaria en la actividad económica, aunque su impacto acumulado después de dos años es bastante homogéneo; b) parece que el mecanismo de transmisión ha ido cambiando en el período previo a la creación de la UME, si bien su grado de heterogeneidad no ha disminuido, y c) puede que los efectos «a nivel europeo» de la política monetaria sobre la actividad económica hayan sido más rápidos en la segunda mitad de los años noventa, tardando de 6 a 7 meses en aparecer; alcanzando su máximo tras 12-16 meses y desapareciendo entre los 18 y los 24 meses.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

INDICADORES ECONÓMICOS

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/calenda.htm>) 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.

Páginas

1. PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

1.1. PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y zona del euro	5*
1.2. PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle	6*
1.3. PIB. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España	7*
1.4. PIB. Deflactores implícitos. España	8*

2. ECONOMÍA INTERNACIONAL

2.1. PIB a precios constantes. Comparación internacional	9*
2.2. Tasas de paro. Comparación internacional	10*
2.3. Precios de consumo. Comparación internacional	11*
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	12*
2.5. Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales	13*
2.6. Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales	14*
2.7. Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro	15*

3. DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

3.1. Indicadores de consumo privado. España y zona del euro	16*
3.2. Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España	17*
3.3. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España	18*
3.4. Índice de producción industrial. España y zona del euro	19*
3.5. Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro	20*
3.6. Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro	21*
3.7. Diversas estadísticas de turismo y transporte. España	22*

4. MERCADO DE TRABAJO

4.1. Población activa. España	23*
4.2. Ocupados y asalariados. España y zona del euro	24*
4.3. Empleo por ramas de actividad. España	25*
4.4. Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España	26*
4.5. Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España	27*
4.6. Convenios colectivos. España	28*
4.7. Encuesta de salarios en la industria y los servicios. España y zona del euro	29*
4.8. Costes laborales unitarios. España y zona del euro	30*

5. PRECIOS

5.1. Índice de precios de consumo. España	31*
5.2. Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro	32*
5.3. Índice de precios industriales. España y zona del euro	33*
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España	34*

6. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

6.1. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional (SEC95). España	35*
6.2. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España	36*
6.3. Estado. Pasivos en circulación. España	37*

**7. BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR
Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**

7.1. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes de la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente	38*
7.2. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes de la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera	39*
7.3. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	40*
7.4. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	41*
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	42*
7.6. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes de la zona del euro y al resto del mundo. Resumen	43*
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	44*
7.8. Activos de reserva de España	45*

8. 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	46*
8.2. Activos financieros líquidos de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL, residentes en España	47*
8.3. Activos financieros líquidos de las sociedades no financieras, residentes en España	48*
8.4. Activos financieros líquidos de los hogares e ISFL, residentes en España	49*
8.5. Financiación a los sectores no financieros, residentes en España	50*
8.6. Financiación a las sociedades no financieras y hogares e ISFL, residentes en España	51*
8.8. Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España	52*
8.9. Crédito por finalidades de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España	53*
8.10. Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España	54*
8.11. Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación	55*
8.12. Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro	56*

9. TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO

9.1. Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español	57*
9.2. Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo	58*
9.3. Tipos de interés: bancos y cajas de ahorros, residentes en España	59*
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro	60*
9.5. Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados	61*

1.1. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y Zona del euro (a)

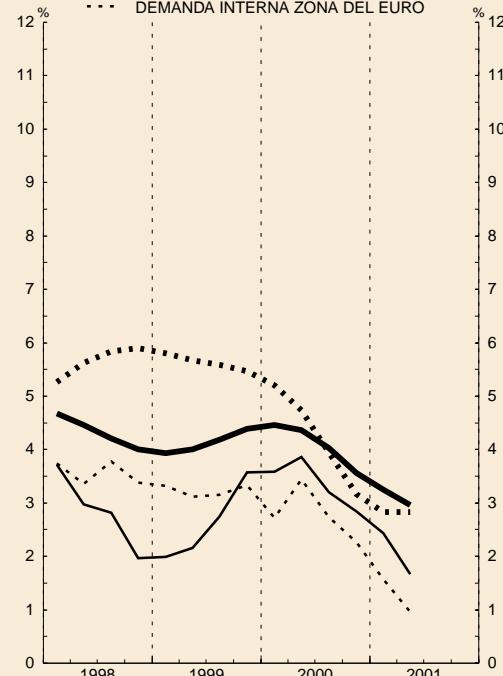
■ Serie representada gráficamente.

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	
98	P	4,3	2,9	4,5	3,0	3,7	1,2	9,7	5,1	5,7	3,6	8,2	7,2	13,3	9,9	528	5 881
99	P	4,1	2,6	4,7	3,2	4,2	2,2	8,8	5,4	5,6	3,2	7,6	5,2	12,8	7,3	565	6 136
00	P	4,1	3,4	4,0	2,5	4,0	1,9	5,7	4,4	4,2	2,8	9,6	12,1	9,8	10,8	609	6 427
98 //	P	4,5	3,0	4,6	2,7	3,7	0,8	9,3	4,6	5,6	3,4	8,9	9,3	13,5	11,1	131	1 462
///	P	4,2	2,8	4,3	3,4	3,7	1,2	10,9	5,9	5,8	3,8	6,6	5,2	12,8	8,5	133	1 478
IV	P	4,0	2,0	4,2	3,4	3,6	1,9	11,3	4,2	5,9	3,4	5,7	2,4	12,7	6,8	135	1 493
99 I	P	3,9	2,0	4,4	3,5	3,7	2,1	10,5	4,7	5,8	3,3	6,2	1,4	13,0	5,4	137	1 511
II	P	4,0	2,2	4,7	3,0	4,0	1,9	9,1	5,5	5,7	3,1	7,2	2,8	13,2	5,8	140	1 523
III	P	4,2	2,7	4,9	3,2	4,3	2,2	8,1	5,6	5,6	3,2	8,1	6,2	12,9	7,7	143	1 542
IV	P	4,4	3,6	5,0	3,0	4,6	2,4	7,5	5,9	5,5	3,3	8,7	10,5	12,3	10,1	145	1 561
00 I	P	4,5	3,6	4,7	2,5	4,6	2,1	7,3	5,3	5,2	2,7	9,2	12,3	11,5	10,1	148	1 582
II	P	4,4	3,9	4,3	3,3	4,4	2,2	6,7	4,9	4,7	3,4	9,7	12,2	10,7	11,4	151	1 600
III	P	4,0	3,2	3,8	2,4	3,9	1,6	5,2	4,2	3,9	2,7	10,1	12,2	9,4	11,3	154	1 615
IV	P	3,6	2,8	3,2	1,9	3,2	1,6	3,6	3,1	3,2	2,3	9,4	11,7	7,7	10,5	156	1 630
01 I	P	3,3	2,4	2,9	2,0	2,4	1,7	2,9	1,8	2,8	1,6	7,7	8,7	6,1	6,6	159	1 684
II	P	3,0	1,7	2,7	1,6	1,9	1,5	3,7	0,4	2,8	1,0	5,9	5,1	5,3	3,2	162	1 695

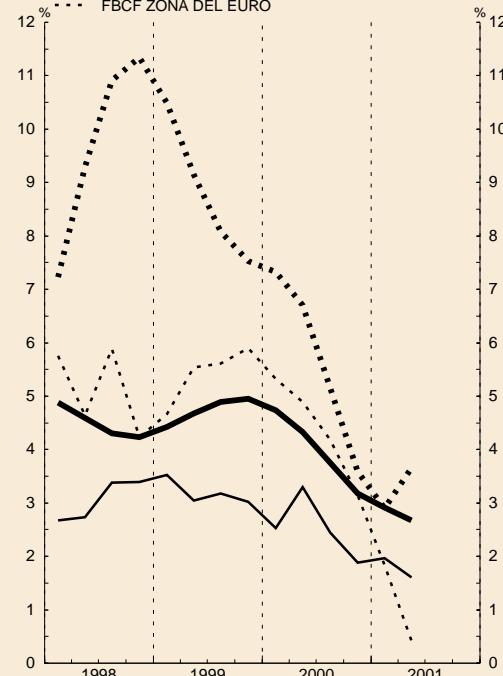
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual

— PIB ESPAÑA
— PIB ZONA DEL EURO
··· DEMANDA INTERNA ESPAÑA
··· DEMANDA INTERNA ZONA DEL EURO



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual

— CON. FINAL HOGAR. E ISFLSH. ESPAÑA
— CON. FINAL HOGAR. E ISFLSH. ZONA DEL EURO
··· FBCF ESPAÑA
··· FBCF ZONA DEL EURO



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

(a) España: elaborado según el SEC 95, series ciclo-tendencia; Zona del euro: elaborado según el SEC 95.

(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.

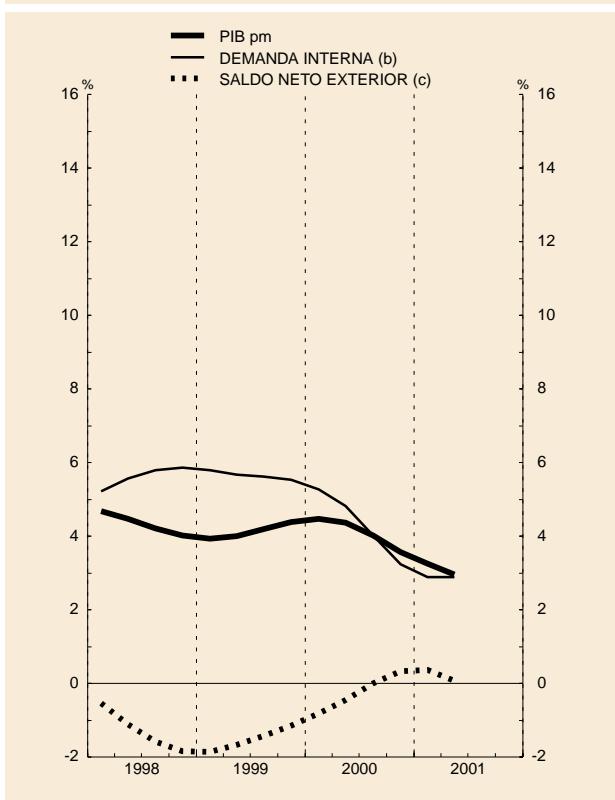
1.2. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle (a)

■ Serie representada gráficamente.

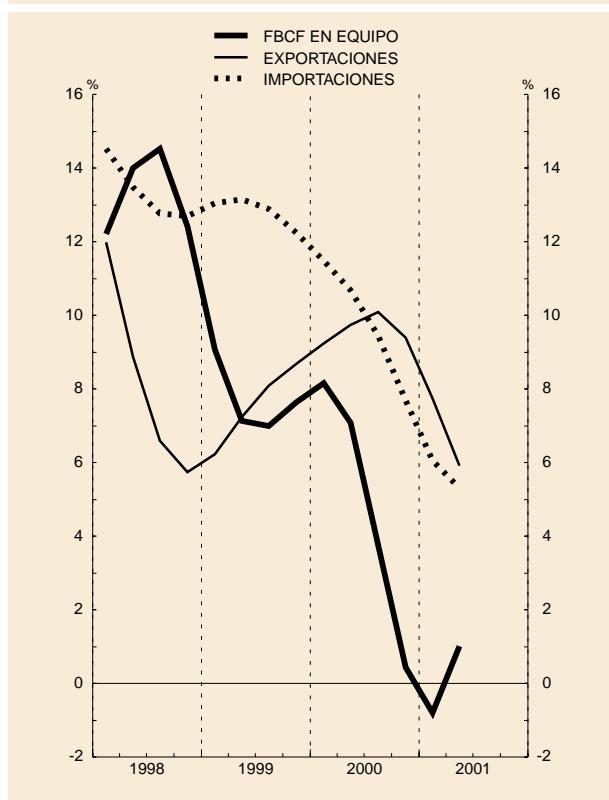
Tasas de variación interanual

	P	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)	Demanda interna (b)	PIB
		1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
98	P	9,7	13,3	8,1	8,1	0,2		8,2	7,1	10,0	12,9	13,3	13,4	10,5	13,6	-1,3	5,6	4,3
99	P	8,8	7,7	9,0	10,2	0,1		7,6	6,3	9,6	12,7	12,8	12,5	13,0	14,6	-1,5	5,7	4,1
00	P	5,7	4,8	6,2	5,7	-0,1		9,6	9,2	5,7	18,4	9,8	9,6	9,9	10,9	-0,2	4,3	4,1
98 //	P	9,3	14,0	7,2	7,2	0,1		8,9	7,8	10,1	14,0	13,5	13,5	10,5	14,3	-1,1	5,6	4,5
//	P	10,9	14,5	9,3	9,4	0,2		6,6	5,0	9,8	11,8	12,8	12,8	12,1	12,8	-1,6	5,8	4,2
/IV	P	11,3	12,4	10,9	10,8	0,2		5,7	4,0	9,9	10,6	12,7	12,8	13,1	12,1	-1,8	5,9	4,0
99 /	P	10,5	9,1	11,2	11,1	0,1		6,2	4,5	10,5	10,6	13,0	13,1	14,2	12,6	-1,9	5,8	3,9
//	P	9,1	7,1	9,9	10,6	0,1		7,2	5,7	10,7	11,5	13,2	13,0	12,5	14,1	-1,7	5,7	4,0
///	P	8,1	7,0	8,2	9,9	0,1		8,1	6,9	9,7	13,2	12,9	12,5	12,9	15,6	-1,4	5,6	4,2
IV	P	7,5	7,6	7,0	9,1	-0,0		8,7	7,9	7,5	15,3	12,3	11,7	12,5	16,0	-1,1	5,5	4,4
00 /	P	7,3	8,2	6,6	8,2	-0,1		9,2	8,9	5,2	18,0	11,5	11,0	9,9	14,6	-0,8	5,3	4,5
//	P	6,7	7,1	6,4	6,8	-0,2		9,7	9,5	4,6	19,4	10,7	10,5	10,4	11,9	-0,5	4,8	4,4
///	P	5,2	3,8	6,1	4,9	-0,2		10,1	9,7	5,6	19,4	9,4	9,4	9,2	9,6	0,0	4,0	4,0
IV	P	3,6	0,4	5,6	3,0	-0,1		9,4	8,7	7,2	17,1	7,7	7,6	9,9	7,9	0,3	3,2	3,6
01 /	P	2,9	-0,8	5,4	1,8	0,0		7,7	6,8	7,9	12,8	6,1	5,7	12,8	6,6	0,4	2,9	3,3
//	P	3,7	1,0	5,8	1,8	0,1		5,9	4,8	7,8	9,5	5,3	4,8	13,1	6,6	0,1	2,9	3,0

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 SEC 95, series ciclo-tendencia.

(b) Aportación al crecimiento del PIBpm.

1.3. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

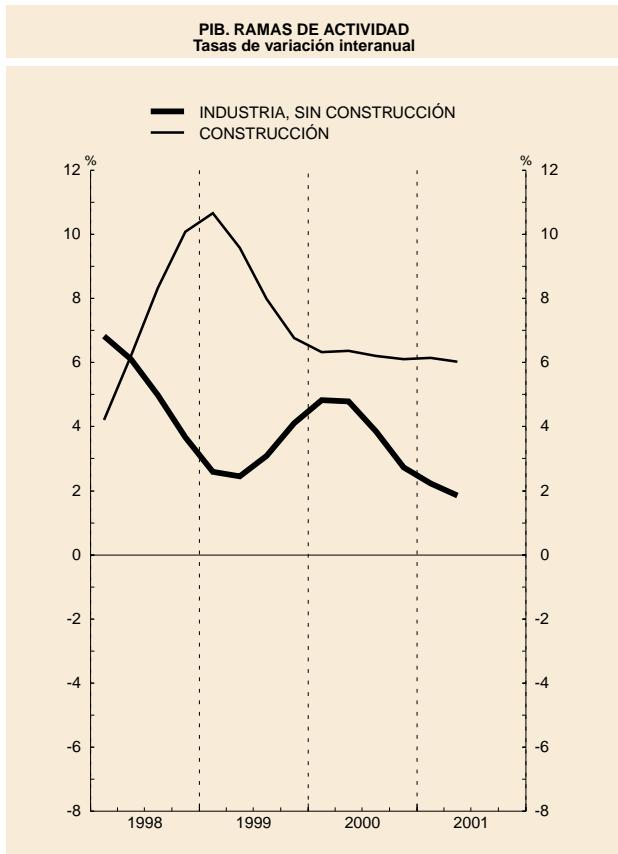
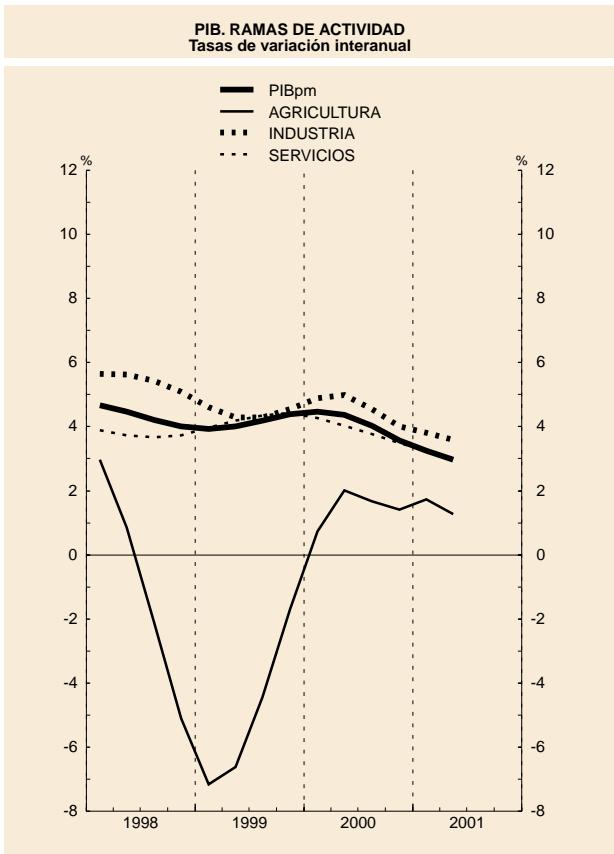
	1	2	3	4	5	6	Ramas de los servicios			9	10	11
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
98	P	4,3	-0,9	2,6	5,4	7,2	3,8	4,1	2,5	4,6	11,2	14,4
99	P	4,1	-5,0	2,9	3,1	8,7	4,2	4,6	3,1	7,8	6,8	6,5
00	P	4,1	1,5	4,0	4,0	6,3	3,9	4,2	2,7	5,1	7,4	5,0
98 II	P	4,5	0,8	2,5	6,1	6,2	3,7	4,1	2,5	4,1	11,9	15,6
III	P	4,2	-2,1	2,3	5,0	8,3	3,7	4,0	2,5	4,4	10,8	14,2
IV	P	4,0	-5,1	2,6	3,7	10,1	3,7	4,1	2,6	5,4	9,5	11,8
99 I	P	3,9	-7,2	3,1	2,6	10,7	4,0	4,3	2,9	7,0	8,0	9,0
II	P	4,0	-6,6	3,3	2,4	9,6	4,2	4,5	3,1	8,2	6,8	6,7
III	P	4,2	-4,4	2,9	3,1	8,0	4,4	4,7	3,3	8,4	6,0	5,4
IV	P	4,4	-1,7	2,4	4,1	6,8	4,4	4,8	3,3	7,5	6,3	5,2
00 I	P	4,5	0,7	2,4	4,8	6,3	4,3	4,6	3,2	6,6	7,5	5,2
II	P	4,4	2,0	3,2	4,8	6,4	4,0	4,4	2,9	5,7	8,2	5,4
III	P	4,0	1,7	4,6	3,8	6,2	3,8	4,1	2,6	5,0	7,8	5,0
IV	P	3,6	1,4	5,8	2,7	6,1	3,5	3,9	2,1	3,2	5,9	4,4
01 I	P	3,3	1,7	6,6	2,2	6,1	3,3	3,7	1,6	1,2	3,4	3,8
II	P	3,0	1,3	6,9	1,9	6,0	3,0	3,5	1,2	0,3	1,6	3,8

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual

- PIBpm
- AGRICULTURA
- INDUSTRIA
- SERVICIOS

- INDUSTRIA, SIN CONSTRUCCIÓN
- CONSTRUCCIÓN



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

(a) Elaborado según el SEC 95, series ciclo-tendencia.

1.4. Producto interior bruto. Deflactores implícitos. España (a)

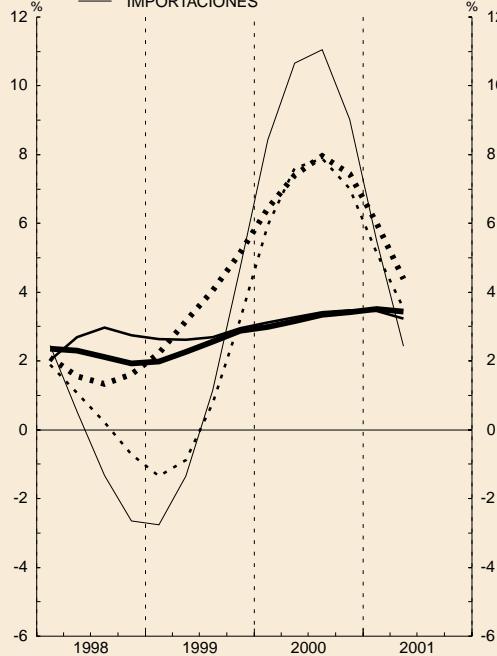
■ Serie representada gráficamente.

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	Formación bruta de capital			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas de actividad					De los que	Servicios de mercado					
			Del cual						Ramas agraria y pesquera											
			Formación bruta de capital fijo						Ramas energéticas											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15					
98	P	2,2	2,6	1,7	0,7	1,6	3,9	0,6	-0,3	2,4	-0,4	-3,4	0,5	2,4	3,1	3,1				
99	P	2,4	2,7	3,7	1,5	4,5	5,2	0,5	0,5	2,9	-0,5	-3,6	0,5	4,1	3,2	3,2				
00	P	3,2	3,3	7,3	4,5	9,1	6,7	7,1	9,8	3,4	-0,3	0,4	1,5	8,8	3,6	3,6				
98 //	P	2,3	2,7	1,6	0,8	1,4	3,7	1,1	0,5	2,4	-1,3	-2,7	0,5	2,3	3,1	3,1				
//	P	2,1	3,0	1,3	-0,2	1,4	4,2	0,2	-1,3	2,5	-0,6	-3,8	1,1	2,6	3,1	3,0				
IV	P	1,9	2,8	1,6	-0,2	1,8	4,5	-0,7	-2,7	2,6	1,0	-5,1	0,9	2,6	3,1	3,1				
99 /	P	2,0	2,6	2,2	0,8	2,3	4,6	-1,4	-2,8	2,6	1,8	-5,3	0,2	2,6	3,1	3,1				
//	P	2,3	2,6	3,2	1,7	3,5	4,8	-0,9	-1,4	2,8	0,5	-4,3	0,1	3,2	3,1	3,2				
///	P	2,6	2,7	4,1	1,9	4,9	5,3	0,8	1,1	2,9	-1,6	-2,9	0,7	4,4	3,2	3,2				
IV	P	2,9	2,9	5,2	1,6	7,0	6,2	3,2	4,7	3,1	-2,8	-1,7	1,2	6,3	3,2	3,1				
00 /	P	3,0	3,1	6,4	1,9	8,9	7,3	5,9	8,4	3,2	-2,4	-1,0	1,5	8,3	3,2	3,1				
//	P	3,2	3,3	7,4	3,3	9,8	7,6	7,6	10,7	3,3	-0,4	-0,2	1,3	9,5	3,4	3,3				
///	P	3,3	3,4	8,0	5,6	9,6	6,9	7,9	11,0	3,5	1,2	1,0	1,2	9,3	3,7	3,7				
IV	P	3,4	3,5	7,4	7,4	8,0	5,4	7,0	9,0	3,7	0,6	1,6	2,0	8,1	4,1	4,3				
01 /	P	3,5	3,4	6,0	6,9	6,1	3,6	5,2	5,5	4,0	0,2	1,9	3,5	6,4	4,4	4,7				
//	P	3,4	3,2	4,4	4,2	4,8	2,8	3,5	2,4	4,0	0,7	1,5	4,5	5,2	4,4	4,8				

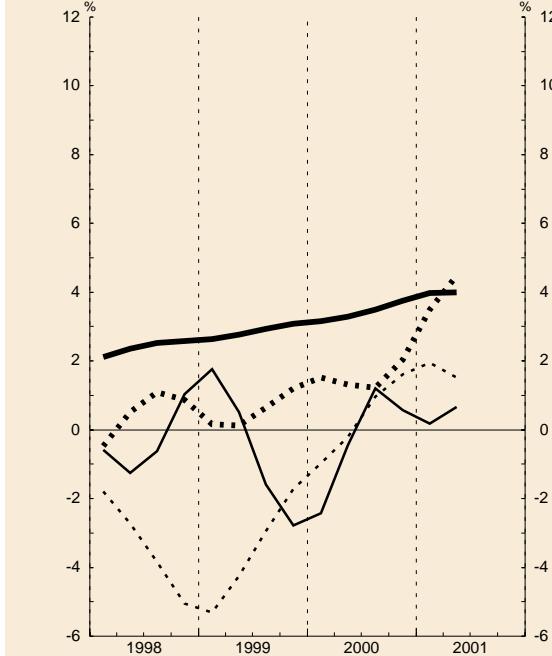
PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual

- CONSUMO FINAL HOGARES E ISFLSH
- CONSUMO FINAL AAPP
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL
- EXPORTACIONES
- IMPORTACIONES



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual

- PIBpm
- AGRICULTURA
- INDUSTRIA
- ENERGÍA



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

(a) Elaborado según el SEC 95, series ciclo-tendencia.

2.1. Producto interior bruto a precios constantes. Comparación internacional

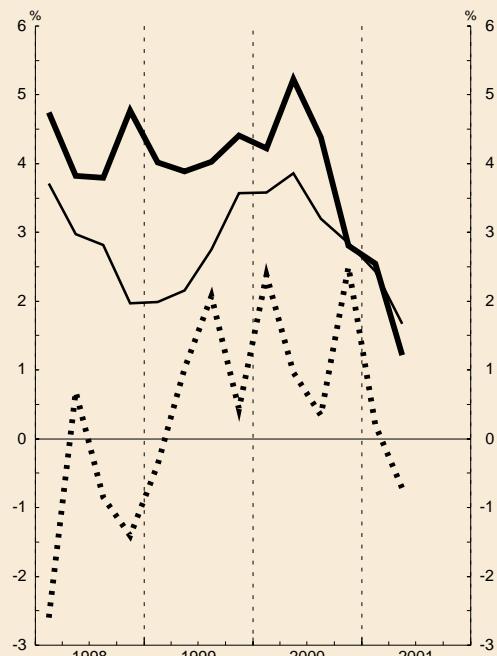
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
98	2,7	2,9	2,9	1,7	4,3	4,3	3,5	1,8	-1,1	3,0
99	3,1	2,6	2,6	1,7	4,1	4,1	3,0	1,6	0,8	2,1
00	3,8	3,5	3,4	3,2	4,1	4,1	3,4	2,9	1,5	2,9
98 //	2,8	2,9	3,0	1,7	4,5	3,8	3,9	1,7	0,7	3,2
///	2,4	2,8	2,8	1,6	4,2	3,8	3,6	1,9	-0,9	3,0
IV	2,5	2,1	2,0	0,6	4,0	4,8	2,9	0,7	-1,4	2,6
99 I	2,6	2,0	2,0	0,7	3,9	4,0	2,8	1,0	-0,4	1,8
II	2,9	2,2	2,2	1,0	4,0	3,9	2,5	1,3	1,0	1,6
III	3,4	2,7	2,7	2,0	4,2	4,0	3,0	1,4	2,1	2,3
IV	3,7	3,5	3,6	3,0	4,4	4,4	3,7	2,8	0,4	2,7
00 I	4,1	3,6	3,6	2,9	4,5	4,2	3,6	3,3	2,4	3,0
II	4,4	3,9	3,9	4,3	4,4	5,2	3,5	3,0	1,0	3,3
III	3,8	3,3	3,2	3,2	4,0	4,4	3,4	2,7	0,3	2,7
IV	3,0	2,9	2,8	2,5	3,6	2,8	3,1	2,6	2,5	2,4
01 I	2,2	2,6	2,4	1,8	3,3	2,5	2,8	2,5	0,2	2,7
II	1,2	1,9	1,7	0,6	3,0	1,2	2,3	2,1	-0,7	2,3

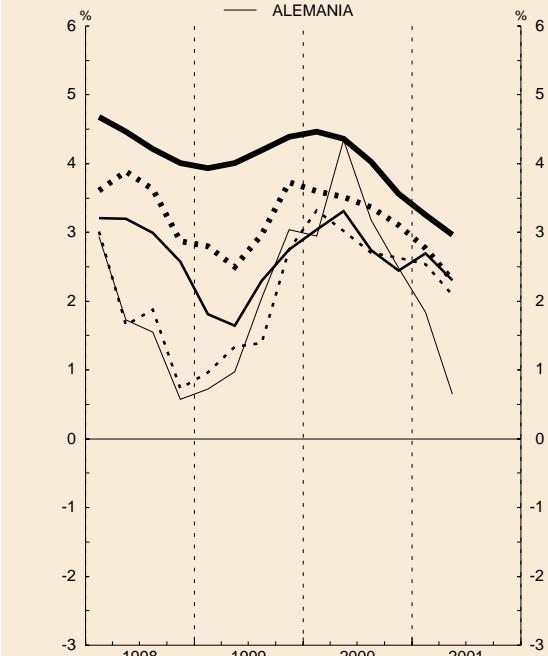
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual

ESTADOS UNIDOS
ZONA EURO
JAPÓN



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual

ESPAÑA
REINO UNIDO
FRANCIA
ITALIA
ALEMANIA



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.

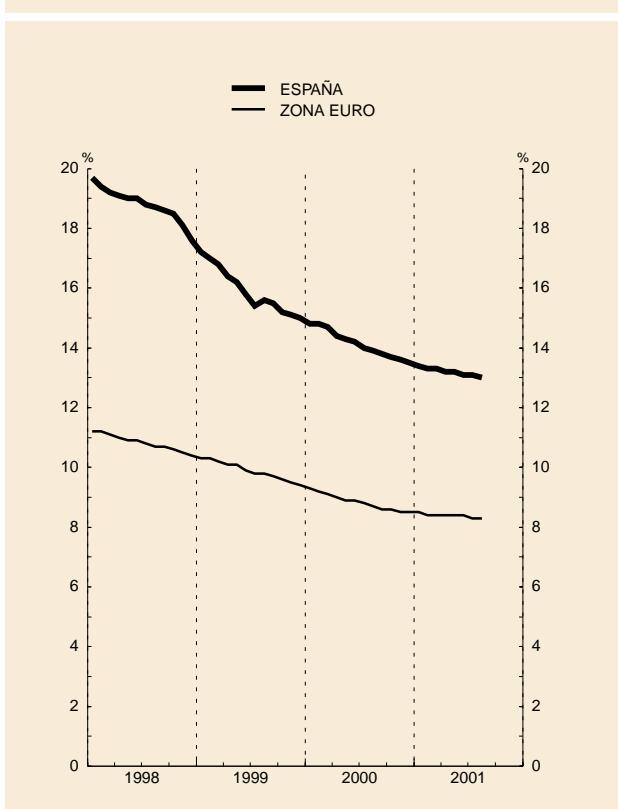
2.2. Tasas de paro. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

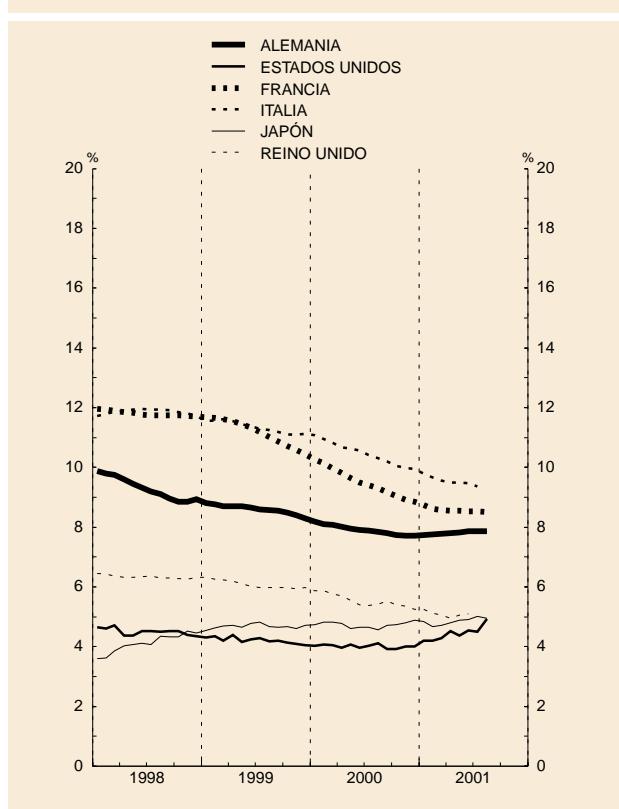
Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
98	7,1	9,9	10,8	9,3	18,8	4,5	11,8	11,9	4,1	6,3
99	6,8	9,2	9,9	8,6	15,9	4,2	11,2	11,3	4,7	6,1
00	6,3	8,2	8,8	7,9	14,1	4,0	9,5	10,5	4,7	5,5
00 Mar	6,5	8,5	9,1	8,1	14,7	4,1	10,0	10,8	4,8	5,8
Abr	6,4	8,4	9,0	8,0	14,4	4,0	9,8	10,7	4,8	5,7
May	6,4	8,3	8,9	8,0	14,3	4,1	9,7	10,6	4,6	5,6
Jun	6,3	8,2	8,9	7,9	14,2	4,0	9,5	10,6	4,7	5,4
Jul	6,3	8,1	8,8	7,9	14,0	4,0	9,4	10,4	4,7	5,4
Ago	6,3	8,1	8,7	7,8	13,9	4,1	9,3	10,3	4,6	5,4
Sep	6,2	8,0	8,6	7,8	13,8	3,9	9,2	10,2	4,7	5,5
Oct	6,2	7,9	8,6	7,7	13,7	3,9	9,0	10,0	4,7	5,4
Nov	6,2	7,9	8,5	7,7	13,6	4,0	8,9	10,0	4,8	5,4
Dic	6,2	7,8	8,5	7,7	13,5	4,0	8,9	9,9	4,9	5,2
01 Ene	6,3	7,8	8,5	7,7	13,4	4,2	8,7	9,8	4,9	5,2
Feb	6,3	7,7	8,4	7,8	13,3	4,2	8,6	9,7	4,7	5,1
Mar	6,3	7,7	8,4	7,8	13,3	4,3	8,6	9,6	4,7	5,1
Abr	6,4	7,6	8,4	7,8	13,2	4,5	8,6	9,5	4,8	5,0
May	6,3	7,6	8,4	7,8	13,2	4,4	8,5	9,5	4,9	5,1
Jun	6,4	7,6	8,4	7,9	13,1	4,5	8,5	9,5	4,9	5,1
Jul	6,3	7,6	8,3	7,9	13,1	4,5	8,5	9,4	5,0	...
Ago	6,4	7,6	8,3	7,9	13,0	4,9	8,5	...	5,0	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



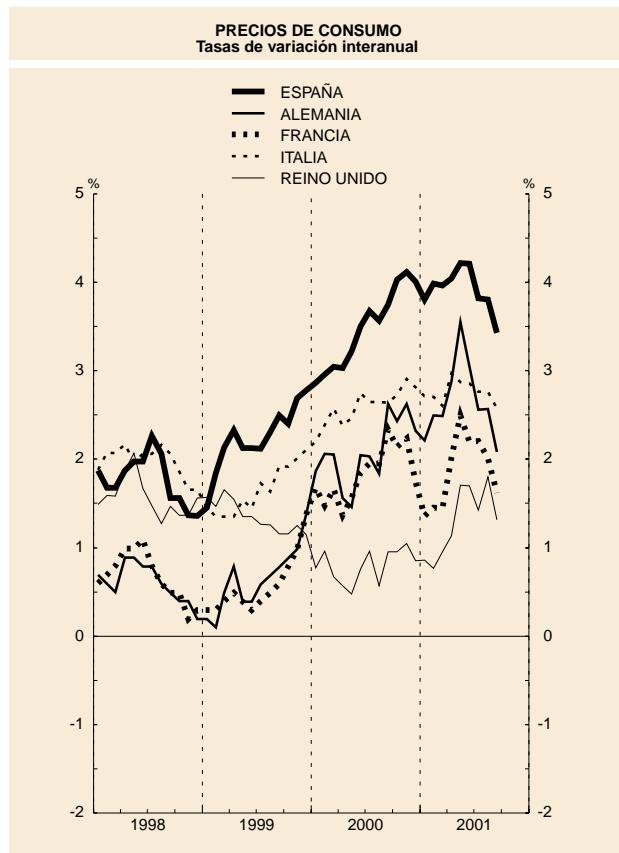
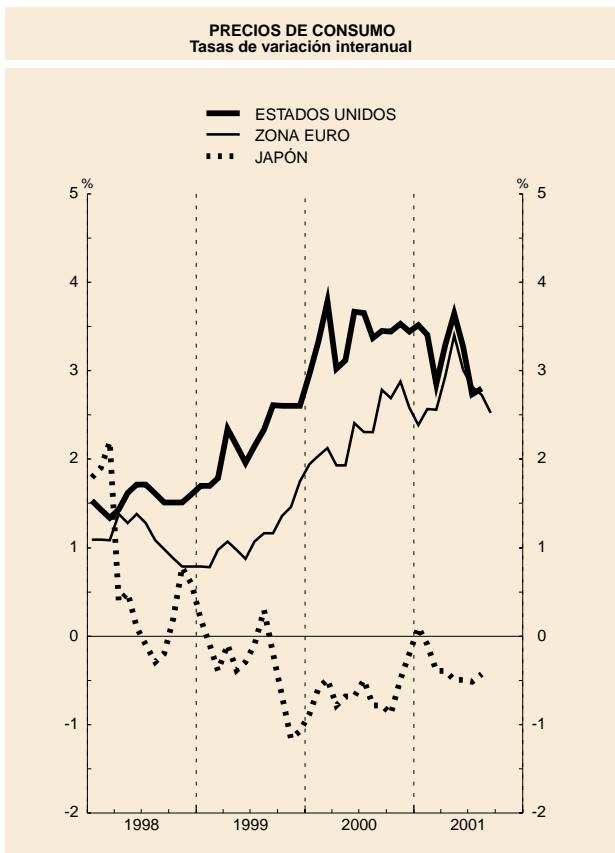
Fuentes: BCE y OCDE.

2.3. Precios de consumo. Comparación internacional (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
98	2,0	1,3	1,1	0,6	1,8	1,5	0,7	2,0	0,6	1,6
99	1,7	1,2	1,1	0,6	2,2	2,2	0,6	1,7	-0,3	1,3
00	2,5	2,1	2,3	2,1	3,5	3,4	1,8	2,6	-0,6	0,8
00 Abr	2,1	1,7	1,9	1,6	3,0	3,0	1,4	2,4	-0,8	0,6
May	2,2	1,7	1,9	1,5	3,2	3,1	1,6	2,5	-0,7	0,5
Jun	2,6	2,1	2,4	2,0	3,5	3,7	1,9	2,7	-0,7	0,8
Jul	2,8	2,1	2,3	2,0	3,7	3,7	2,0	2,6	-0,5	1,0
Ago	2,5	2,0	2,3	1,8	3,6	3,4	2,0	2,6	-0,8	0,6
Sep	2,7	2,5	2,8	2,6	3,7	3,4	2,3	2,6	-0,8	1,0
Oct	2,6	2,4	2,7	2,4	4,0	3,4	2,1	2,7	-0,9	1,0
Nov	2,7	2,6	2,9	2,6	4,1	3,5	2,2	2,9	-0,5	1,0
Dic	2,6	2,3	2,6	2,3	4,0	3,4	1,7	2,8	-0,2	0,9
01 Ene	2,8	2,2	2,4	2,2	3,8	3,5	1,4	2,7	0,1	0,9
Feb	2,7	2,3	2,6	2,5	4,0	3,4	1,4	2,7	-0,1	0,8
Mar	2,4	2,3	2,6	2,5	4,0	2,8	1,4	2,6	-0,4	1,0
Abr	2,7	2,6	2,9	2,9	4,0	3,3	2,0	3,0	-0,4	1,1
May	3,0	3,1	3,4	3,6	4,2	3,6	2,5	2,9	-0,5	1,7
Jun	2,7	2,8	3,0	3,1	4,2	3,3	2,2	2,9	-0,5	1,7
Jul	2,3	2,6	2,8	2,6	3,8	2,7	2,2	2,8	-0,5	1,4
Ago	2,3	2,6	2,7	2,6	3,8	2,8	2,0	2,8	-0,4	1,8
Sep	...	2,4	2,5	2,1	3,4	...	1,6	2,6	...	1,3



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.

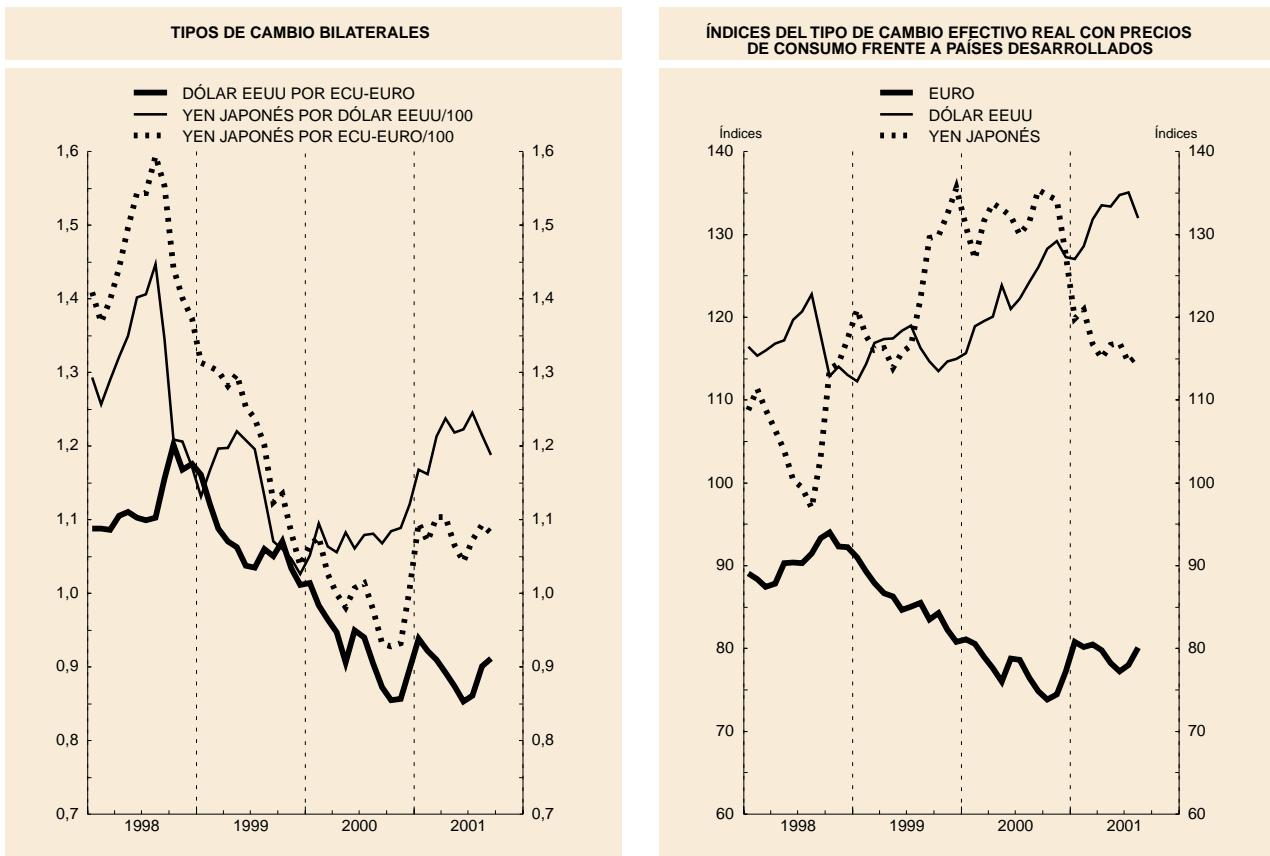
(a) Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

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 1990=100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1990=100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
98	1,1206	146,42	130,84	92,6	110,6	120,4	90,6	116,9	107,0	92,6	113,1	102,1
99	1,0666	121,39	113,75	87,4	108,2	140,4	85,6	115,8	122,3	87,2	112,4	116,1
00	0,9239	99,52	107,76	78,3	113,0	157,0	77,4	123,0	131,8	79,3	118,2	124,5
00 E-S	0,9421	100,84	107,06	79,1	111,5	156,3	78,1	121,3	131,7	80,0	116,8	124,6
01 E-S	0,8955	108,11	120,81	79,6	119,9	143,6	79,4	132,0	117,0	80,9	125,8	111,4
00 Jul	0,9397	101,39	107,90	79,4	112,1	155,5	78,7	122,2	129,9	80,2	117,5	123,0
Ago	0,9041	97,76	108,12	77,2	114,0	157,6	76,5	124,3	131,5	78,3	119,0	124,8
Sep	0,8721	93,11	106,76	75,6	115,5	162,5	74,8	126,1	135,4	76,5	121,0	127,4
Oct	0,8552	92,75	108,45	74,5	117,4	161,7	73,8	128,3	134,7	75,4	122,7	126,4
Nov	0,8564	93,26	108,91	75,2	118,4	161,5	74,4	129,2	134,1	76,7	123,5	126,0
Dic	0,8973	100,61	112,11	77,9	116,6	153,5	77,3	127,2	127,5	79,4	121,7	120,3
01 Ene	0,9383	109,57	116,78	81,4	115,7	144,8	80,8	127,0	119,8	82,5	121,3	113,2
Feb	0,9217	107,08	116,18	80,6	116,9	147,2	80,2	128,6	120,9	81,9	122,4	115,0
Mär	0,9095	110,33	121,35	80,7	119,9	142,6	80,5	131,8	116,7	82,2	125,1	111,4
Abr	0,8920	110,36	123,72	80,0	121,4	140,9	79,8	133,5	115,1	81,4	127,3	109,4
May	0,8742	106,50	121,81	78,5	121,3	143,5	78,3	133,4	116,7	79,9	127,7	110,7
Jun	0,8532	104,30	122,24	77,3	122,3	144,3	77,2	134,8	116,9	78,7	128,8	111,1
Jul	0,8607	107,21	124,57	77,9	122,6	141,3	78,0	135,1	114,5	79,4	128,1	109,0
Ago	0,9005	109,34	121,45	80,1	119,8	142,3	80,1	132,0	115,4	81,5	...	...
Sep	0,9111	108,20	118,78	80,3	119,1	145,4	...	...	...	...	...	...



Fuentes: BCE y BE.

(a) Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 para el euro, y del comercio total de 1991 para el dólar estadounidense y el yen japonés, 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 puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país. (c) La metodología utilizada en la elaboración de estos índices aparece en el recuadro 5 del Boletín mensual del BCE de octubre de 1999.

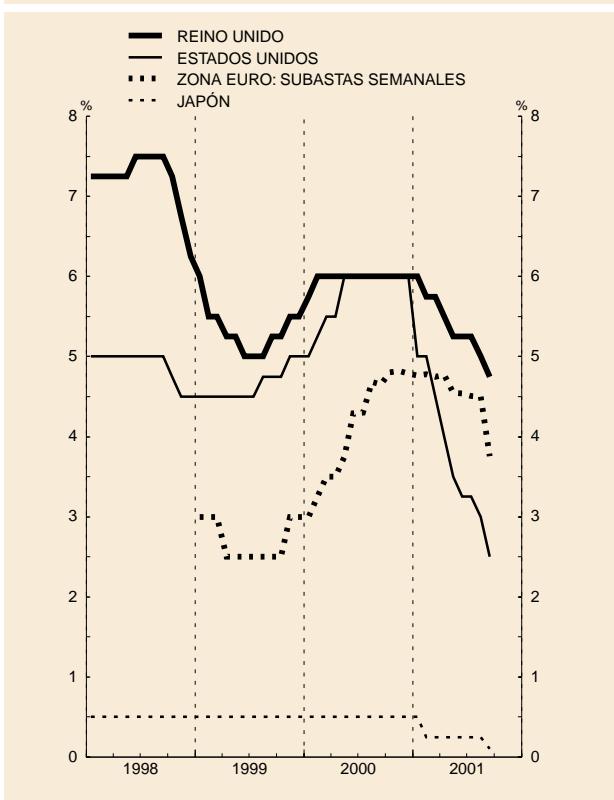
2.5. Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales

■ Serie representada gráficamente.

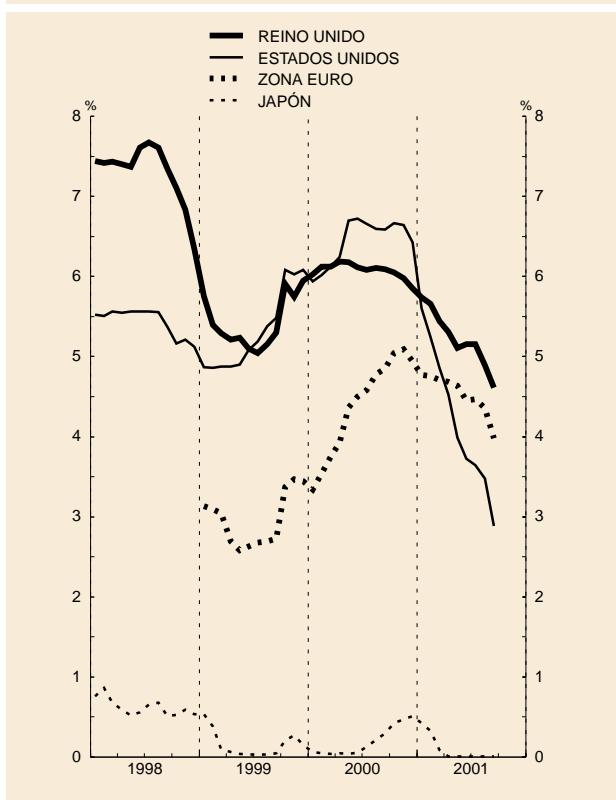
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro (a)	Estados Unidos de América (b)	Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
98	-	4,50	0,50	6,25	4,22	4,57	-	3,47	4,24	5,44	3,42	4,95	0,62	7,30
99	3,00	5,00	0,50	5,50	3,69	3,42	2,96	-	-	5,31	-	-	0,16	5,42
00	4,79	6,00	0,50	6,00	4,71	4,65	4,39	-	-	6,44	-	-	0,19	6,08
00 Abr	3,50	5,50	0,50	6,00	4,46	4,29	3,93	-	-	6,25	-	-	0,05	6,19
May	3,75	6,00	0,50	6,00	4,80	4,65	4,36	-	-	6,70	-	-	0,04	6,18
Jun	4,29	6,00	0,50	6,00	4,85	4,75	4,50	-	-	6,72	-	-	0,06	6,11
Jul	4,30	6,00	0,50	6,00	4,86	4,82	4,58	-	-	6,66	-	-	0,13	6,08
Ago	4,68	6,00	0,50	6,00	4,92	4,97	4,78	-	-	6,59	-	-	0,22	6,11
Sep	4,65	6,00	0,50	6,00	4,95	5,02	4,85	-	-	6,59	-	-	0,30	6,09
Oct	4,80	6,00	0,50	6,00	5,05	5,15	5,04	-	-	6,66	-	-	0,42	6,05
Nov	4,82	6,00	0,50	6,00	5,05	5,16	5,09	-	-	6,64	-	-	0,47	5,98
Dic	4,79	6,00	0,50	6,00	4,90	5,00	4,94	-	-	6,42	-	-	0,51	5,85
01 Ene	4,76	5,00	0,50	6,00	4,58	4,85	4,77	-	-	5,60	-	-	0,42	5,74
Feb	4,78	5,00	0,25	5,75	4,40	4,83	4,76	-	-	5,24	-	-	0,33	5,65
Mar	4,75	4,50	0,25	5,75	4,15	4,75	4,71	-	-	4,86	-	-	0,09	5,45
Abr	4,77	4,00	0,25	5,50	3,97	4,71	4,68	-	-	4,53	-	-	0,01	5,30
May	4,55	3,50	0,25	5,25	3,72	4,64	4,64	-	-	3,99	-	-	0,01	5,11
Jun	4,54	3,25	0,25	5,25	3,56	4,51	4,45	-	-	3,73	-	-	0,01	5,15
Jul	4,51	3,25	0,25	5,25	3,52	4,50	4,47	-	-	3,65	-	-	0,01	5,15
Ago	4,50	3,00	0,25	5,00	3,40	4,38	4,35	-	-	3,48	-	-	0,01	4,89
Sep	3,76	2,50	0,10	4,75	2,99	4,03	3,98	-	-	2,88	-	-	0,01	4,62

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

- (a) Operaciones principales de financiación.
- (b) Tipos de interés de intervención pignoración (Discount 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.

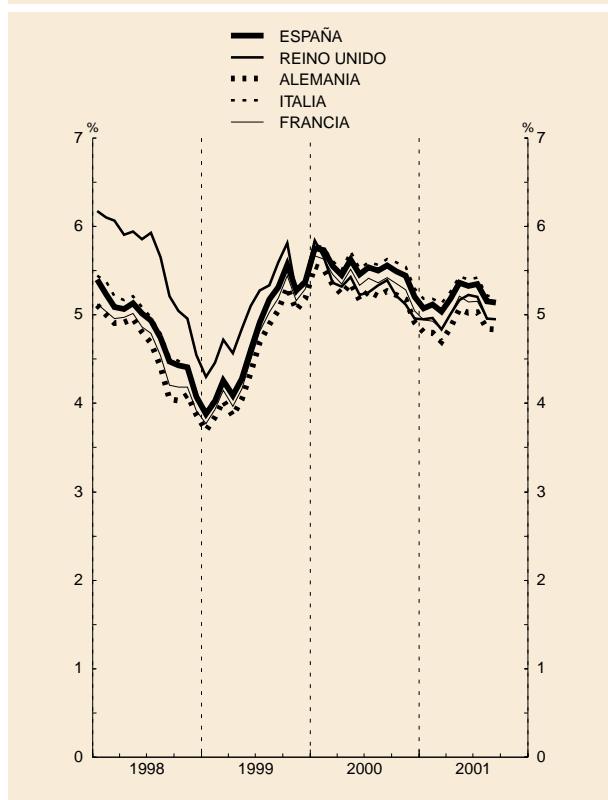
Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
98	4,59	4,99	4,70	4,57	4,83	5,33	4,65	4,89	1,50	5,61
99	4,72	4,79	4,70	4,50	4,73	5,71	4,62	4,75	1,76	5,06
00	5,17	5,45	5,45	5,27	5,53	6,12	5,40	5,59	1,76	5,34
00 Abr	5,11	5,39	5,43	5,24	5,45	6,05	5,35	5,51	1,75	5,32
May	5,38	5,54	5,53	5,36	5,63	6,55	5,52	5,71	1,71	5,43
Jun	5,15	5,36	5,36	5,17	5,46	6,20	5,33	5,53	1,69	5,22
Jul	5,16	5,43	5,47	5,27	5,53	6,14	5,41	5,59	1,72	5,26
Ago	5,07	5,40	5,41	5,21	5,50	5,92	5,37	5,56	1,77	5,34
Sep	5,08	5,45	5,48	5,27	5,56	5,87	5,42	5,63	1,89	5,39
Oct	5,02	5,38	5,42	5,22	5,49	5,83	5,36	5,59	1,83	5,22
Nov	4,97	5,31	5,34	5,17	5,45	5,80	5,29	5,54	1,75	5,12
Dic	4,65	5,07	5,07	4,91	5,20	5,32	5,05	5,30	1,62	4,96
01 Ene	4,62	4,97	5,01	4,81	5,08	5,22	4,94	5,18	1,52	4,95
Feb	4,58	4,97	5,02	4,80	5,12	5,17	4,93	5,18	1,43	4,96
Mar	4,41	4,88	4,94	4,70	5,04	4,94	4,84	5,13	1,19	4,84
Abr	4,62	5,04	5,10	4,86	5,18	5,19	5,01	5,26	1,37	5,01
May	4,80	5,22	5,26	5,06	5,36	5,44	5,21	5,43	1,27	5,17
Jun	4,72	5,19	5,21	5,02	5,33	5,33	5,15	5,40	1,19	5,23
Jul	4,74	5,20	5,25	5,03	5,35	5,29	5,16	5,42	1,33	5,21
Ago	4,54	5,00	5,06	4,84	5,16	5,03	4,96	5,22	1,36	4,96
Sep	4,42	4,98	5,04	4,83	5,14	4,78	4,95	5,20	1,40	4,95

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

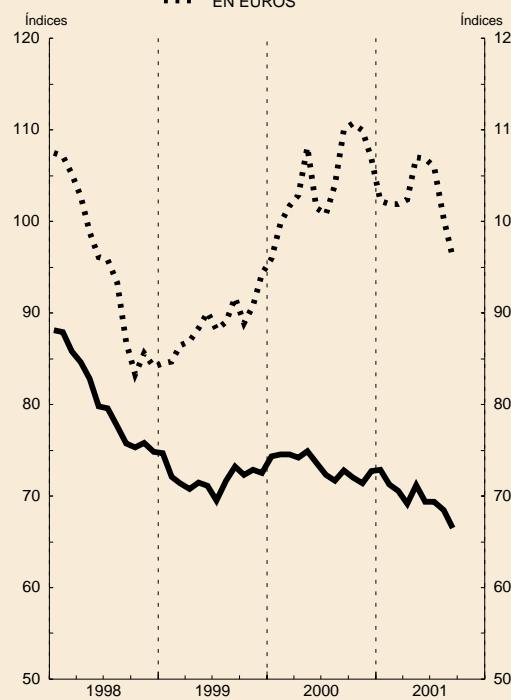
2.7. Mercados internacionales: Índice de precios de materias primas no energéticas (a), precios del petróleo y del oro

■ Serie representada gráficamente.

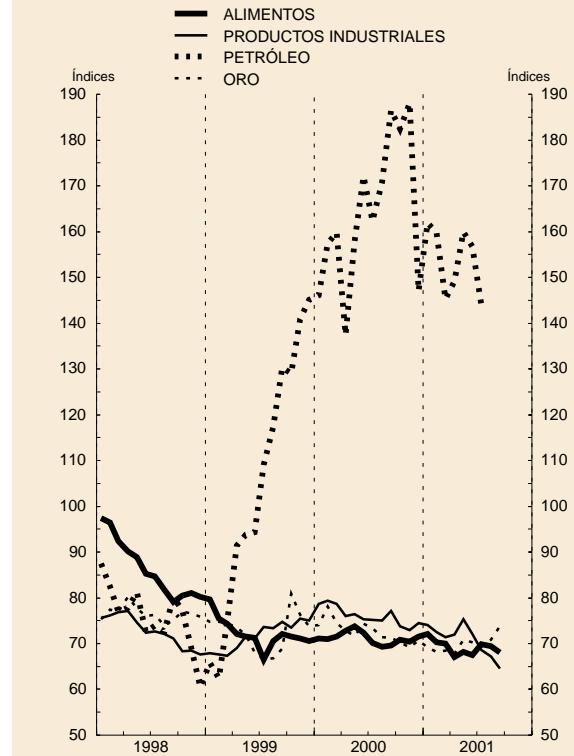
Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas									Petróleo		Oro			
	En euros			En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Petróleo		Oro	
	General	Alimentos	Productos industriales	General	Alimentos	Productos industriales			Dólares estadounidenses por barril		Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo (d)		
						Total	Agrícolas no alimenticios	Metales							
98	95,5	102,3	86,1	80,6	86,4	72,7	76,2	69,8	75,9	13,4	76,5	294,0	8,49		
99	88,7	88,8	88,5	72,0	72,2	71,7	73,0	70,6	104,8	18,1	72,6	278,8	8,41		
00	104,4	101,5	108,3	73,3	71,2	76,1	70,3	80,9	163,9	28,5	72,6	279,0	9,72		
00 E-S	102,7	99,5	107,2	73,7	71,3	76,9	71,3	81,5	161,1	28,0	73,5	282,3	9,64		
01 E-S	102,7	...	...	69,9	69,1	70,8	68,0	73,2	...	26,4	69,9	268,6	9,65	
00 Jun	101,5	99,8	103,7	73,6	72,4	75,3	71,0	78,8	172,2	29,9	74,4	285,8	9,68		
Jul	100,8	97,8	104,7	72,3	70,2	75,1	68,3	81,0	162,3	28,8	73,3	281,6	9,63		
Ago	104,0	100,5	108,7	71,7	69,3	75,0	68,2	80,7	170,8	29,9	71,4	274,5	9,76		
Sep	110,0	105,3	116,6	72,8	69,7	77,1	68,1	84,7	186,5	32,5	71,3	273,8	10,09		
Oct	110,7	108,8	113,3	72,0	70,8	73,7	67,0	79,4	182,5	31,3	70,3	270,0	10,15		
Nov	109,9	108,3	112,2	71,4	70,4	72,9	67,9	77,1	188,0	32,7	69,2	265,9	9,98		
Dic	106,9	105,0	109,5	72,8	71,5	74,5	67,9	80,1	147,1	26,4	70,7	271,5	9,73		
01 Ene	102,2	101,1	103,8	72,9	72,1	74,0	66,7	80,2	161,9	25,8	69,1	265,5	9,10		
Feb	101,9	100,4	103,8	71,3	70,3	72,6	65,2	78,8	159,8	27,4	68,2	261,9	9,14		
Mar	101,9	101,1	103,1	70,6	70,0	71,4	65,6	76,3	145,3	25,8	68,5	263,1	9,30		
Abr	102,4	99,3	106,6	69,2	67,1	72,0	69,4	74,2	149,2	26,1	67,8	260,5	9,39		
May	107,0	...	...	71,2	68,1	75,4	74,3	76,2	160,0	28,5	70,9	272,4	10,02	
Jun	106,9	...	...	69,4	67,4	72,1	71,2	72,8	156,8	27,8	70,3	270,2	10,18	
Jul	106,0	...	...	69,3	69,8	68,7	67,9	69,3	144,0	24,5	69,6	267,4	9,99	
Ago	100,3	...	...	68,5	69,5	67,2	67,9	66,6	...	25,8	70,9	272,4	9,73	
Sep	96,1	...	...	66,5	68,0	64,5	63,9	64,9	...	25,7	73,8	283,6	10,01	

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



Fuentes: The Economist (índice de precios de materias primas), FMI (petróleo), y BE (oro).

(a) Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones de materias primas realizadas por los países de la OCDE 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.

(d) Desde enero de 1999, los datos en dólares estadounidenses se han convertido a euros con el cambio medio mensual del dólar estadounidense. Hasta esa fecha, los datos en pesetas se han convertido a euros con el tipo irrevocable.

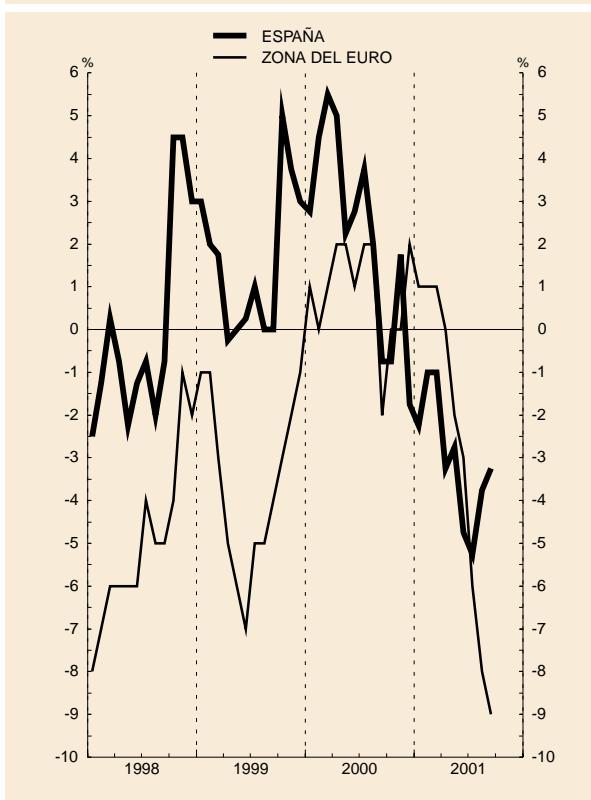
3.1. Indicadores de consumo privado. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

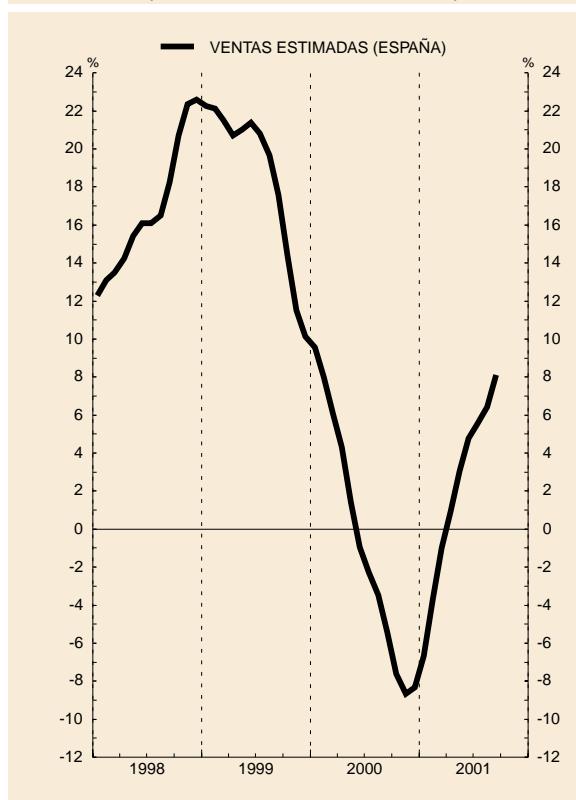
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)				Pro memoria: zona del euro índice deflactado			
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Nominal	Del cual	Alimentación (b)	Equipos personales (c)	Equipo del hogar (d)	Otros (e)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
98	0	7	6	3	-5	-3	17,6	19,8	17,4	7,2	7,1	5,4	7,2	3,4	2,9	9,9	8,7	2,9	
99	2	6	7	3	-4	-5	17,1	18,1	17,9	5,4	5,2	3,4	10,0	0,6	3,6	5,6	7,1	2,6	
00	2	5	7	3	1	-0	-2,4	-3,6	-1,8	-2,2	6,2	4,0	6,3	2,6	...	...	...	2,3
00 E-S	A	-1	6	8	3	1	0	1,8	0,8	2,4	...	7,1	5,1	8,1	3,7	...	...	2,6
01 E-S	A	-3	-3	5	1	-3	-5	0,7	-0,4	2,6	...	...	...	...	...	...	...	...
00 Oct		-1	-1	6	1	-	-1	-12,0	-13,2	-11,5	-6,9	3,2	0,4	-1,0	-1,2	...	...	1,6
Nov		2	-1	5	-	-	-3	-10,8	-9,8	-10,5	-3,2	6,2	3,4	2,8	1,9	...	...	1,4
Dic		-2	-	6	4	2	-4	-21,4	-24,7	-20,6	1,7	3,0	0,1	3,1	-1,2	...	...	1,8
01 Ene	P	-2	-2	5	2	1	-	-3,9	-3,3	-3,3	-5,6	9,4	6,0	2,3	5,8	...	...	2,8
Feb	P	-1	-	6	-1	1	-	-4,5	-5,3	-3,9	-6,2	5,0	1,3	1,3	...	...	...	1,6
Mar	P	-1	-1	7	3	1	-5	0,7	-4,5	2,2	-3,7	7,6	3,3	6,6	4,0	...	...	2,5
Abr	P	-3	-3	5	-3	-	-4	-2,3	1,2	-0,3	-1,8	5,9	1,8	1,0	4,2	...	...	1,3
May	P	-3	-2	5	-1	-2	-7	4,8	2,9	7,2	-	7,2	2,5	3,6	8,1	...	...	0,2
Jun	P	-5	-3	2	1	-3	-7	2,9	-0,8	4,5	7,3	9,8	4,7	6,3	6,4	...	...	1,7
Jul	P	-5	-5	3	2	-6	-4	6,3	5,5	8,8	-1,1	7,3	2,3	-0,1	6,8	...	...	1,4
Ago	A	-4	-2	3	1	-8	-8	3,6	2,8	5,9	-0,9	12,5	7,4	1,3	10,7	...	...	...
Sep	A	-3	-5	5	3	-9	-6	-4,3	-2,7	-0,6	...	...	...	...	...	...	...	...

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) Deflactada por el índice de precios obtenido de los componentes del IPC detallados en las notas siguientes. Las rúbricas que siguen excluyen las reparaciones.

(b) Deflactada por el IPC de alimentación.

(c) Deflactada por el IPC de vestido y calzado (excluidas reparaciones).

(d) Deflactada por el IPC de menaje (excluido servicio doméstico y reparaciones).

(e) Deflactada por el índice de precios obtenido de: objetos recreativos, publicaciones y otros bienes y servicios (excl. turismo y hostelería, serv. financieros y otros servicios).

3.2. Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España

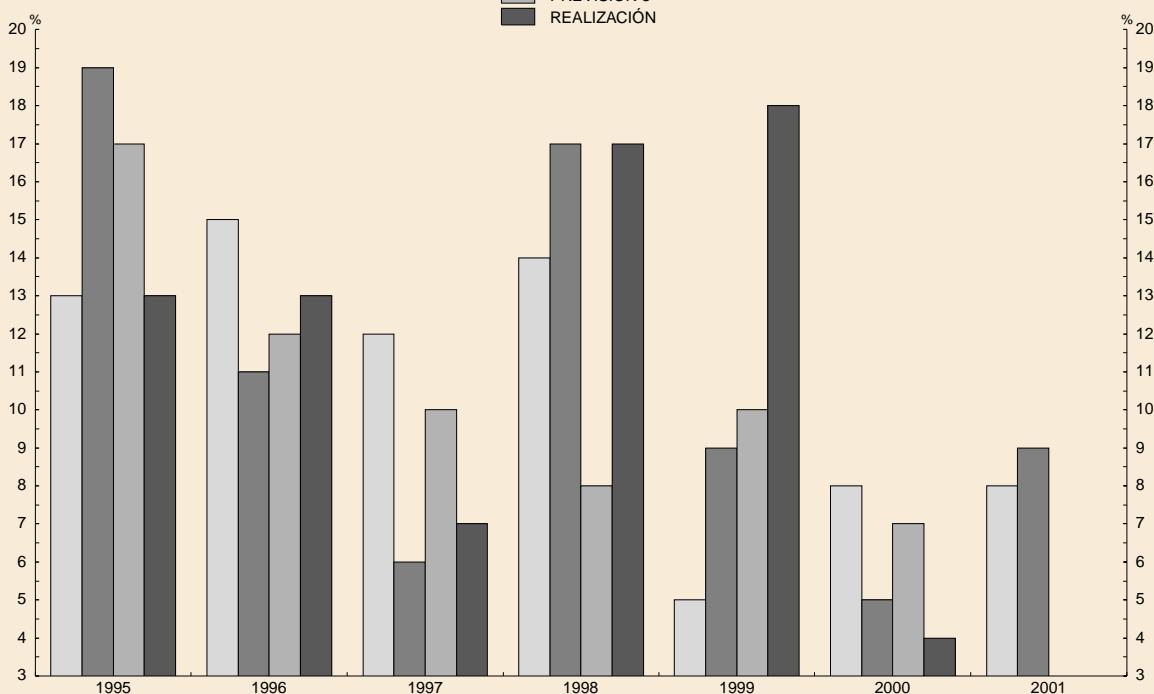
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1 ^a	Previsión 2 ^a	Previsión 3 ^a
1	2	3	4	
95		13	13	19
96		13	15	11
97	7	12	6	10
98	17	14	17	8
99	18	5	9	10
00	4	8	5	7
01	...	8	9	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL
Tasas de variación anuales

PREVISIÓN 1^a
 PREVISIÓN 2^a
 PREVISIÓN 3^a
 REALIZACIÓN



Fuente: Secretaría General Técnica del Ministerio de Ciencia y Tecnología.

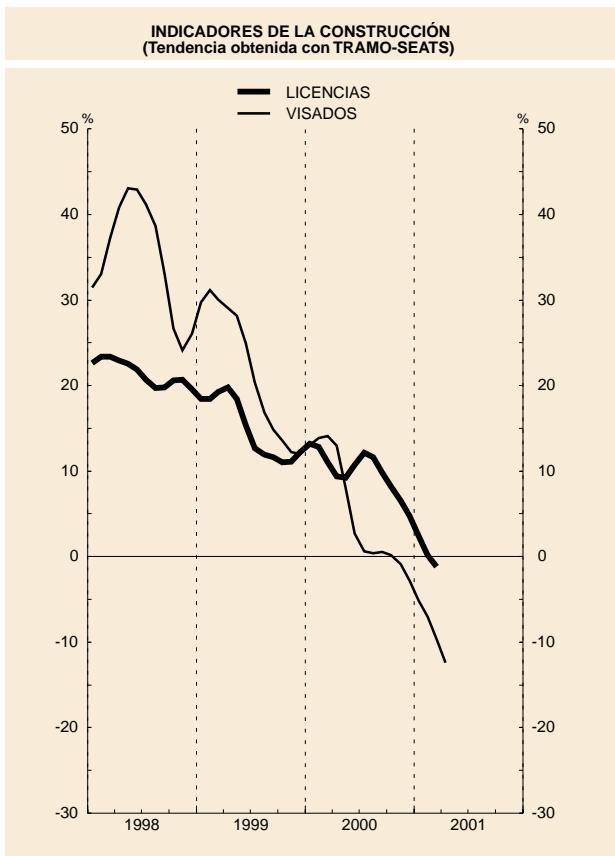
Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

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			Ingeniería civil		
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
98	23,7	22,5	21,8	29,7	32,5	29,0	46,8	46,8	29,0	27,7	-13,0	29,4	55,0	15,7	
99	12,8	13,1	12,8	11,2	22,0	20,0	-9,7	-9,7	-1,2	15,4	-26,0	-6,5	-13,0	11,7	
00	10,6	10,1	10,0	13,1	5,1	3,9	-7,6	-7,6	-3,3	-23,7	-9,8	4,8	-9,5	11,0	
00 E-S	11,9	11,5	11,8	14,0	7,2	7,8	-6,2	-6,2	1,3	-2,9	-19,8	2,7	-9,4	11,3	
01 E-S	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	8,8
00 Jun	9,2	6,5	7,3	21,3	-6,8	-9,1	-19,4	-7,5	38,4	158,9	1,9	-2,0	-41,6	13,6	
Jul	33,8	30,4	29,4	49,2	-7,1	-7,4	-5,3	-7,2	35,1	0,5	-3,4	45,6	-20,2	10,9	
Ago	28,3	29,7	30,3	21,3	6,1	7,8	-0,7	-6,5	1,0	-6,0	36,1	3,4	-1,5	13,7	
Sep	-0,9	3,5	4,7	-18,6	-4,4	-9,8	-2,8	-6,2	7,2	40,3	-64,1	-0,1	-7,4	11,9	
Oct	15,7	16,2	15,7	13,4	7,9	-9,1	17,9	-4,0	5,2	6,8	-5,3	4,8	25,6	15,1	
Nov	6,3	2,3	3,8	29,4	0,5	-3,2	6,8	-3,0	-3,2	25,8	52,7	-9,6	12,3	10,3	
Dic	1,0	2,6	-1,5	-7,0	-12,3	-12,0	-36,1	-7,6	-38,9	-90,0	-36,3	67,1	-35,2	4,4	
01 Ene	19,9	19,8	10,5	20,3	4,5	6,4	-0,4	-0,4	43,0	-13,1	-54,4	59,3	-11,9	16,3	
Feb	-15,6	-15,9	-16,1	-14,8	-8,5	-14,7	-49,9	-28,9	-7,7	53,3	19,0	-15,4	-65,1	2,2	
Mar	-8,2	-10,9	-10,9	4,7	-6,7	-12,1	-32,1	-30,4	1,5	73,7	23,7	-8,2	-44,0	0,0	
Apr	...	...	...	...	-21,1	-29,4	...	...	...	...	...	...	...	20,4
May	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	14,2
Jun	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	8,1
Jul	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	14,0
Ago	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	8,4
Sep	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,3



Fuentes: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

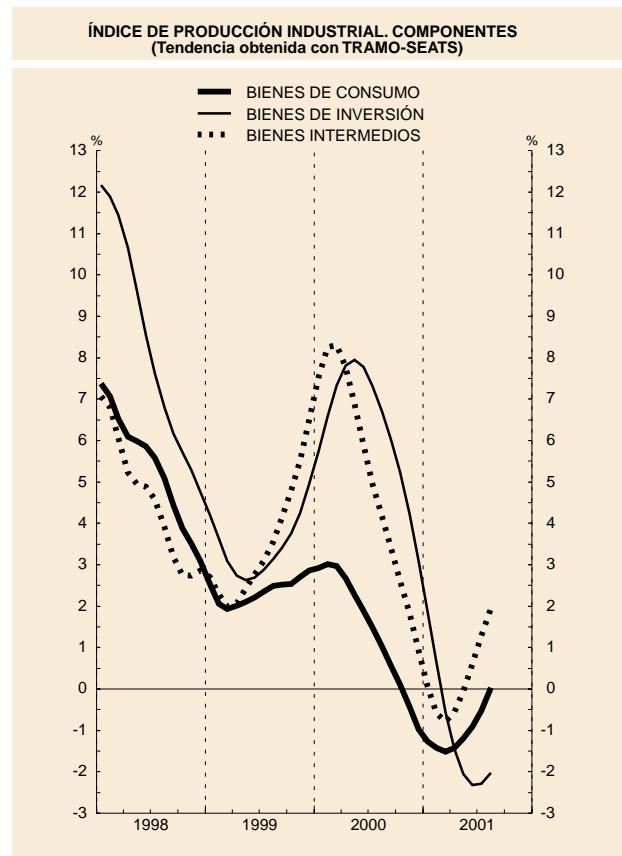
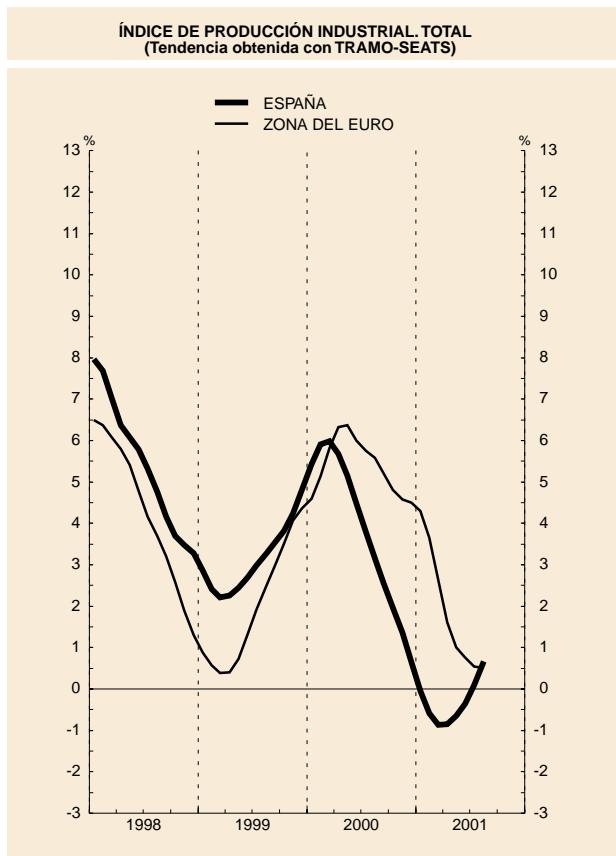
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

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						
	Del cual		Manufac-	Consumo	Inversión	Inter-	Energía	Minerales	Transformados	Otras	Del cual		Por destino económico de los bienes				
	Total	1									Total	1	12	Manufac-	Consumo	Inversión	Inter-
	Serie original	1									11	12	13	1	12	14	15
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
98	MP	115,1	5,4	6,2	5,5	8,4	4,2	1,1	5,5	8,2	4,7	4,3	4,8	2,8	7,5	3,6	
99	MP	118,1	2,6	2,3	1,9	3,2	3,1	4,0	4,1	0,5	3,1	2,0	2,0	1,7	2,4	1,5	
00	MP	122,8	4,0	3,3	1,2	6,1	5,5	7,0	3,7	6,2	0,7	5,4	5,8	2,3	8,5	5,8	
00 E-A	MP	122,0	5,8	4,9	2,7	7,8	7,7	10,1	5,0	7,8	2,5	5,6	5,9	...	8,3	6,2	
01 E-A	MP	121,2	-0,6	-1,1	-1,2	-1,4	0,1	1,5	0,4	-1,4	-1,6	1,8	1,9	...	3,7	0,3	
00 May	P	133,1	9,5	9,4	6,4	17,4	9,5	9,8	6,4	14,9	6,6	7,9	7,1	4,4	9,7	7,1	
Jun	P	132,7	5,2	4,4	2,2	7,5	6,9	9,1	2,1	8,8	2,1	4,4	5,4	2,7	7,2	5,0	
Jul	P	128,5	0,2	-0,8	-0,4	-1,9	1,4	4,5	-0,8	0,1	-1,2	5,4	6,0	2,6	8,8	5,6	
Ago	P	86,9	7,2	7,3	4,2	17,0	7,2	7,1	7,3	19,0	0,8	6,8	7,3	2,5	10,6	8,0	
Sep	P	125,1	0,1	-0,2	-1,2	-3,5	2,3	1,1	4,5	-2,4	-0,8	5,1	5,8	2,9	9,4	4,6	
Oct	P	126,8	2,8	2,8	1,7	6,3	2,5	2,9	0,2	6,1	1,4	4,3	4,3	0,7	6,2	4,1	
Nov	P	133,3	3,8	3,9	2,6	7,4	3,6	4,0	2,1	7,9	1,0	4,9	5,0	1,2	7,7	4,6	
Dic	P	112,3	-4,8	-5,2	-10,0	2,8	-3,3	-2,7	-1,6	1,0	-12,6	6,0	8,2	4,6	12,1	7,2	
01 Ene	P	124,2	4,8	5,9	3,9	9,7	4,0	-0,4	7,3	11,6	0,1	5,4	6,0	2,6	9,9	4,1	
Feb	P	120,9	-3,4	-3,9	-2,9	-4,6	-3,4	-1,7	-3,7	-4,2	-3,3	4,3	5,3	3,3	8,4	3,0	
Mar	P	131,4	-3,6	-4,2	-4,6	-3,6	-2,8	0,2	-3,1	-4,9	-4,3	2,7	3,7	2,7	6,0	1,5	
Abr	P	114,4	-0,3	-	-1,4	3,9	-1,0	-3,3	0,8	0,5	-0,5	1,0	0,9	0,2	1,4	-0,5	
May	P	131,9	-0,9	-1,8	-0,4	-4,2	-0,2	3,8	0,9	-3,6	-1,6	-0,4	-0,4	-0,4	1,1	-1,4	
Jun	P	129,4	-2,5	-3,5	-3,8	-4,4	-0,7	3,8	-0,1	-5,0	-4,1	1,9	1,7	1,3	2,8	0,3	
Jul	P	128,3	-0,2	-0,7	-1,1	-4,3	2,1	3,7	1,2	-2,9	-0,2	-0,9	-1,8	-1,0	-1,5	-2,4	
Ago	P	89,3	2,8	1,8	2,7	-0,3	3,5	6,1	0,3	2,7	2,4	0,6	0,3	...	2,5	-2,0	



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.

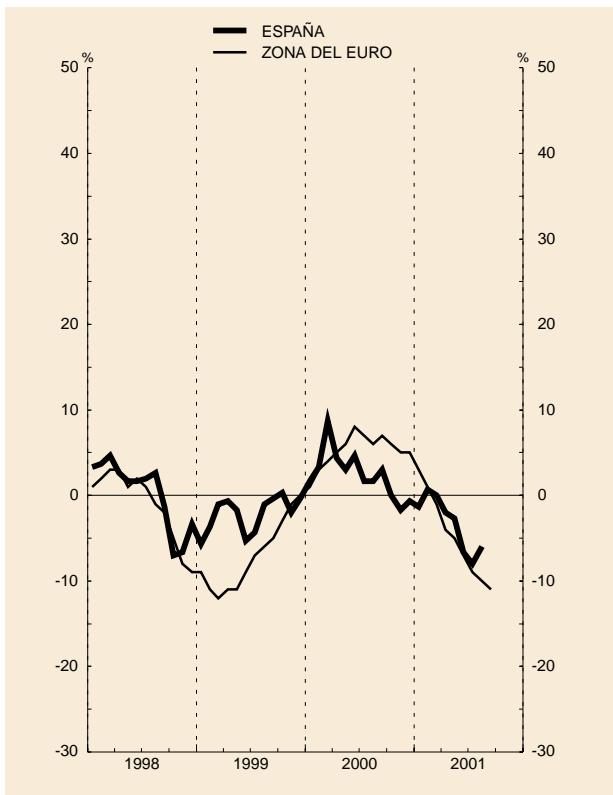
3.5. Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

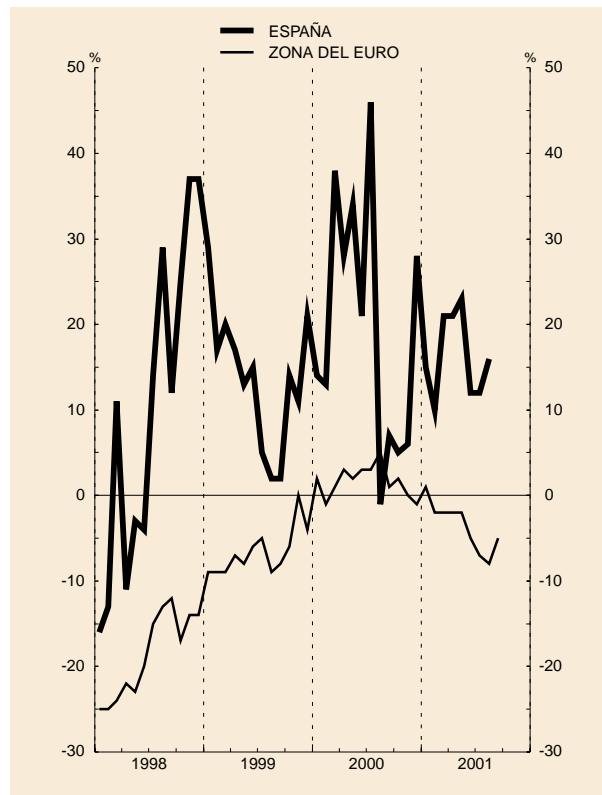
Saldo

Indicador del clima industrial (a)	Industria, sin construcción							Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)		
	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	Indicador del clima en la construcción
						Consumo	Equipo	Intermedios				Producción	Construcción		
98 M	0	11	7	2	-7	8	1	3	-2	10	22	18	17	8	-1
99 M	-2	6	6	-4	-16	9	-0	-2	-4	14	20	18	40	26	-7
00 M	2	9	11	3	-4	7	2	1	4	20	9	20	41	37	3
00 E-A	M	4	10	13	4	-5	6	3	0	6	24	14	21	43	36
01 E-A	M	-3	2	7	-6	-11	11	-3	-0	-4	16	17	21	31	40
00 May		3	11	14	3	-6	8	4	-1	5	34	18	29	30	-2
Jun		5	21	11	9	-1	6	4	8	5	21	29	26	66	43
Jul		2	14	5	7	-3	7	-1	6	3	46	36	40	54	55
Ago		2	8	11	-1	-4	5	3	3	1	-1	32	-5	42	7
Sep		3	9	9	4	1	4	4	3	3	7	34	27	34	58
Oct		-	6	6	4	-1	10	-1	2	-1	5	11	8	32	-1
Nov		-2	5	4	-1	-3	8	-3	1	-1	6	-22	8	52	54
Dic		-1	7	11	-4	-7	9	-3	6	-2	28	-24	24	29	48
01 Ene		-1	-1	11	-6	-10	9	-1	5	-3	15	-22	16	6	61
Feb		1	-	16	-5	-8	9	-2	9	-	10	-1	17	21	38
Mar		-	7	12	-4	-7	8	-1	4	-1	21	35	18	9	4
Abr		-2	3	14	-9	-13	11	-1	-1	-4	21	53	9	54	43
May		-3	2	9	-3	-7	14	-1	-1	-5	23	42	20	44	32
Jun		-7	5	1	-7	-13	14	-5	-6	-8	12	11	30	62	58
Jul		-8	1	-4	-7	-13	13	-5	-9	-10	12	16	30	16	50
Ago		-6	-1	-	-9	-14	9	-7	-6	-5	16	4	24	33	32

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

(a) $1 = m(4 - 6 + 3)$.

(b) La denominación temporal es diferente, de manera que el valor del indicador para el mes n se corresponde con el dato publicado por el MCYT para el mes n-1.

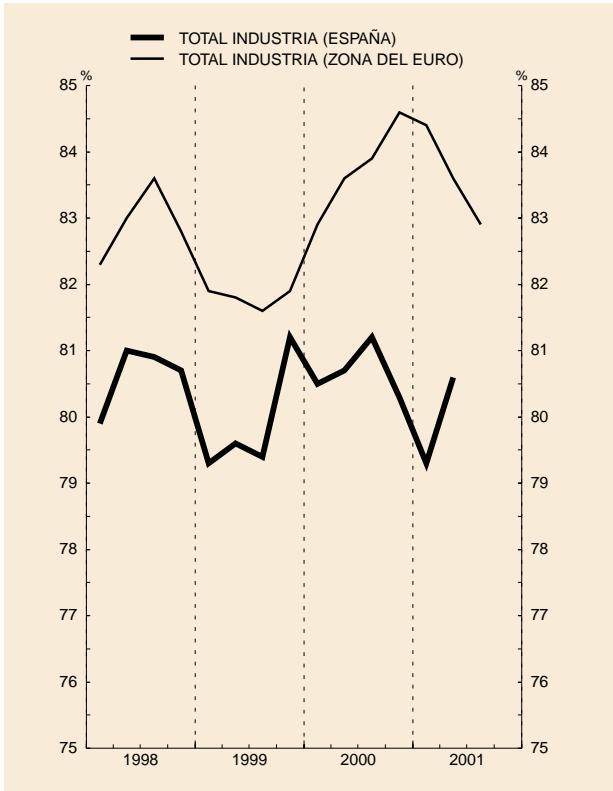
3.6. Encuesta de coyuntura industrial. Utilización de capacidad productiva. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

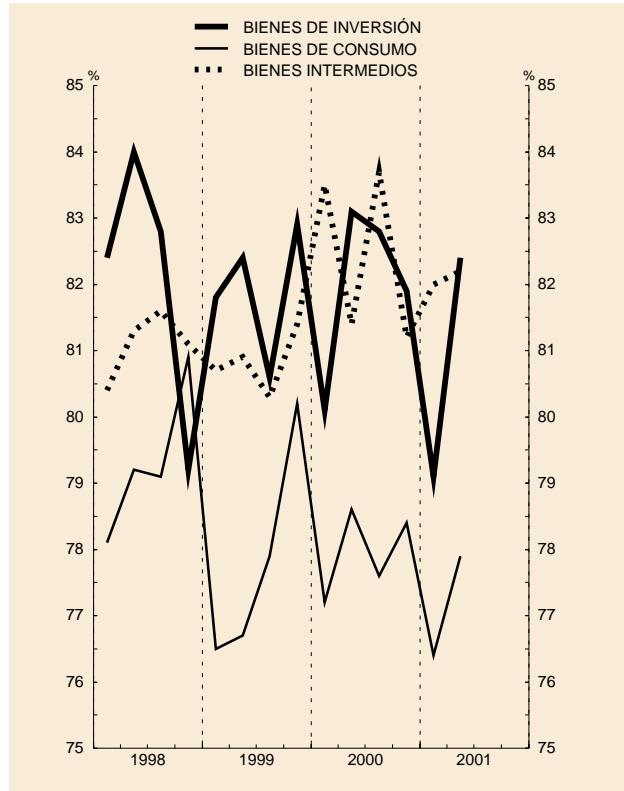
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Pro memoria: zona del euro utilización de la capacidad productiva (%)	
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)											
	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	
98	80,6	81,5	3	79,3	79,9	3	82,1	83,4	1	81,1	82,2	1	82,9	
99	79,9	80,9	2	77,8	79,4	3	81,9	81,9	2	80,8	82,1	1	81,8	
00	80,7	81,7	-1	78,0	78,4	1	82,0	83,5	-2	82,5	83,7	-2	83,8	
00 I-II	80,6	81,6	-1	77,9	78,4	1	81,6	82,5	2	82,5	84,0	-3	83,3	
01 I-II	80,0	81,2	2	77,2	78,8	3	80,8	82,6	-	82,1	82,7	1	84,0	
98 IV	80,7	80,5	2	80,9	78,1	2	79,2	81,8	-4	81,1	82,0	6	82,8	
99 I	79,3	81,3	3	76,5	79,3	3	81,8	83,0	3	80,7	82,3	2	81,9	
II	79,6	80,2	1	76,7	80,2	1	82,4	81,4	-	80,9	81,2	1	81,8	
III	79,4	81,2	2	77,9	79,7	2	80,6	81,9	2	80,3	82,1	-	81,6	
IV	81,2	80,9	1	80,2	78,5	4	82,9	81,2	3	81,4	82,8	-1	81,9	
00 I	80,5	82,1	-1	77,2	78,5	-	80,1	80,7	1	83,5	85,8	-3	82,9	
II	80,7	81,1	-	78,6	78,3	2	83,1	84,2	2	81,4	82,2	-2	83,6	
III	81,2	82,1	-1	77,6	78,5	-1	82,8	84,3	-4	83,7	84,3	-	83,9	
IV	80,3	81,4	-1	78,4	78,4	2	81,9	84,8	-5	81,2	82,6	-1	84,6	
01 I	79,3	80,9	2	76,4	77,4	3	79,1	81,8	-	82,0	83,5	-	84,4	
II	80,6	81,5	2	77,9	80,2	2	82,4	83,3	-	82,2	81,8	1	83,6	

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



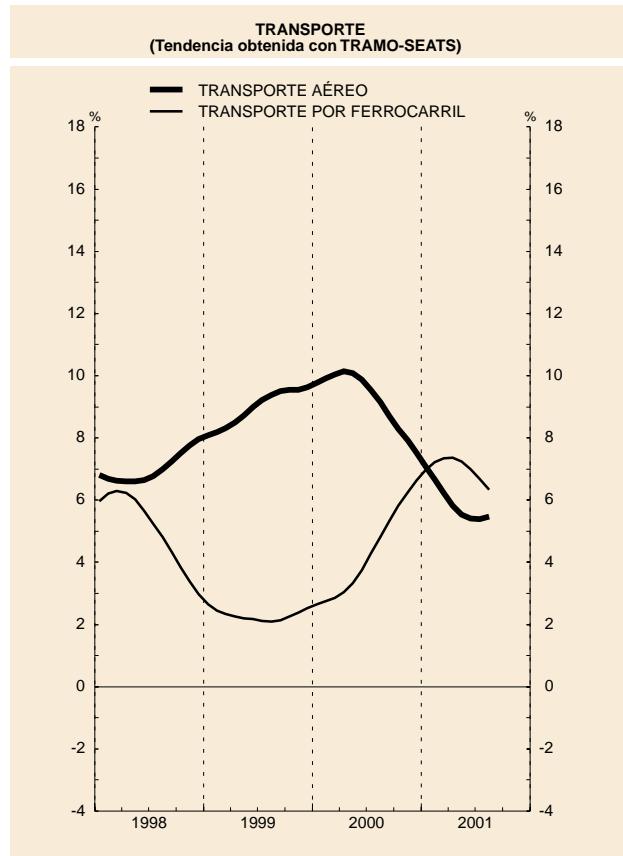
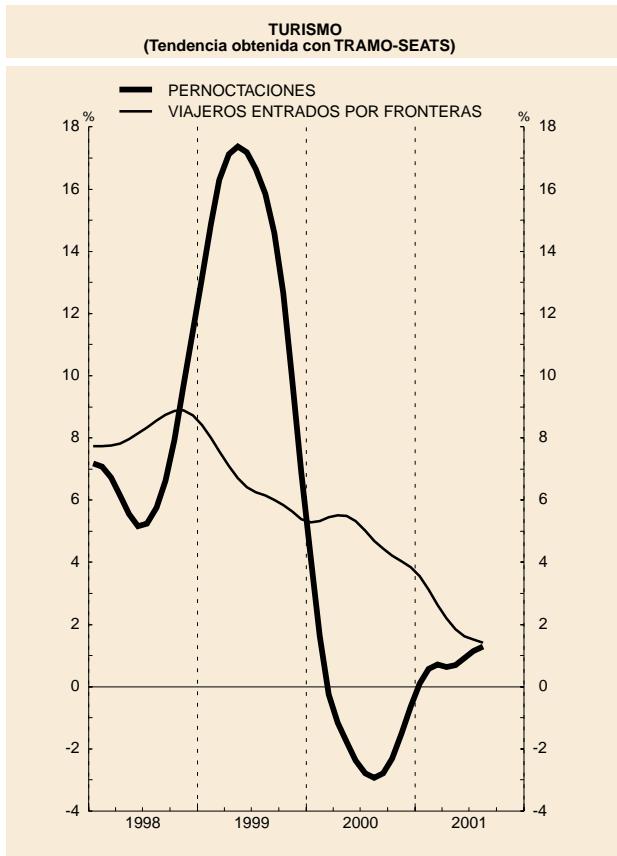
Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

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	Extranje-ros	Total	Extranje-ros	Total	Turistas	Excursio-nistas	Pasajeros			Mercan-cias	Pasajeros	Mercan-cias	Viajeros	Mercan-cias	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacio-nales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
98	10,3	10,8	6,9	6,1	8,6	9,7	6,6	7,1	2,5	10,4	0,7	8,3	4,6	3,6	1,0	
99	13,0	20,4	14,9	21,5	6,3	7,8	3,8	9,0	7,0	10,3	6,8	7,9	5,2	2,3	-1,3	
00	P	1,2	1,3	-1,5	-3,5	3,6	3,1	4,6	9,4	12,8	4,2	7,2	6,8	4,5	1,8	
00 E-A	P	1,3	1,6	-1,2	-3,2	2,7	1,8	4,4	10,3	15,4	7,0	6,6	9,2	6,6	4,2	0,8
01 E-A	P	2,1	1,0	1,0	0,1	2,8	4,5	-0,5	5,4	2,6	7,3	-2,0	...	...	7,4	...
00 May		-2,3	-2,7	-4,4	-6,4	-5,8	-8,2	-0,5	7,7	21,4	0,1	1,8	7,5	5,7	2,6	11,2
Jun		-0,5	-1,7	-0,9	-3,1	7,2	8,4	4,6	12,1	19,6	7,8	1,6	3,2	14,8	5,6	1,7
Jul		-0,6	2,3	-1,2	-1,9	0,6	-3,1	9,4	11,3	14,8	9,3	2,6	6,3	10,2	4,1	0,0
Ago		0,1	-1,3	-2,1	-5,7	-0,7	-7,1	10,5	8,8	13,5	6,3	12,5	7,7	5,3	7,8	9,4
Sep	P	-0,3	0,3	-2,1	-3,7	9,7	10,5	7,7	10,2	10,7	9,9	2,1	5,4	7,5	7,0	-4,5
Oct	P	-1,4	-1,3	-4,7	-7,0	3,9	3,5	5,1	6,2	9,4	4,3	2,2	1,9	9,6	8,7	8,8
Nov	P	3,4	-2,1	-0,0	-4,8	3,8	5,7	1,1	4,7	2,6	6,5	2,2	0,5	4,7	0,8	13,1
Dic	P	4,5	9,2	1,3	1,4	4,2	3,2	5,3	8,9	9,4	8,4	-5,9	2,1	7,5	4,3	-3,1
01 Ene	P	6,5	5,0	3,2	1,4	6,7	9,9	2,4	11,0	10,8	11,1	3,1	3,4	3,4	15,4	14,2
Feb	P	3,5	2,8	1,8	2,0	2,8	1,7	4,3	6,9	2,5	10,9	-4,6	3,2	1,8	4,2	1,3
Mar	P	2,2	-0,9	-0,3	-1,9	2,1	3,9	-1,0	4,4	-2,5	10,3	-0,9	-6,4	2,9	11,5	7,9
Apr	P	1,0	-1,1	0,2	-3,4	2,4	2,5	2,3	5,2	4,8	5,4	-0,7	-3,8	1,4	7,2	-5,8
May	P	1,6	2,3	0,1	0,2	5,2	6,5	2,6	4,3	0,4	6,9	1,8	1,2	0,3	5,6	4,1
Jun	P	1,6	0,6	-0,9	-2,2	0,8	1,8	-1,4	5,3	-0,0	8,7	-1,4	1,1	-2,5	3,8	-16,4
Jul	P	0,5	-0,6	1,8	1,8	0,4	2,3	-3,6	2,5	-0,4	4,2	-7,0	...	7,0	...	
Ago	P	2,7	2,4	2,5	2,1	3,9	8,8	-3,3	6,2	7,3	5,5	-6,2	...	4,1	...	



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) A partir de enero de 1999 la encuesta incluye aquellos establecimientos con categoría una estrella de plata y similares. Para el cálculo de la tasa de variación interanual se han elevado los datos correspondientes a 1998 de acuerdo al nuevo directorio.

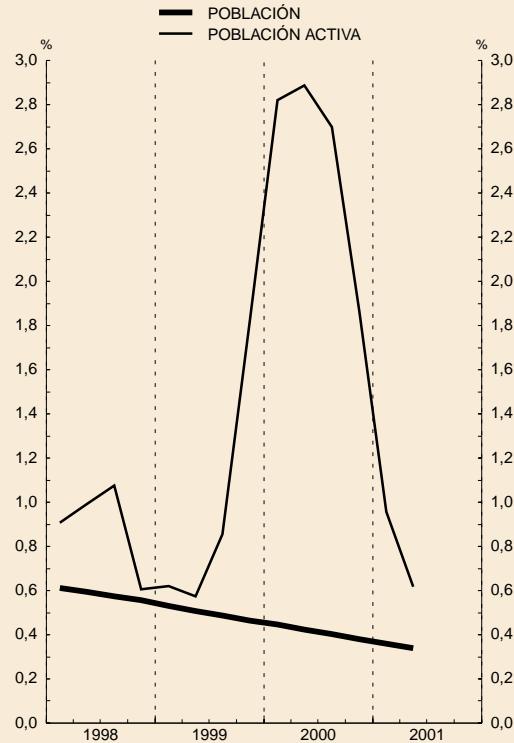
4.1. Población activa. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

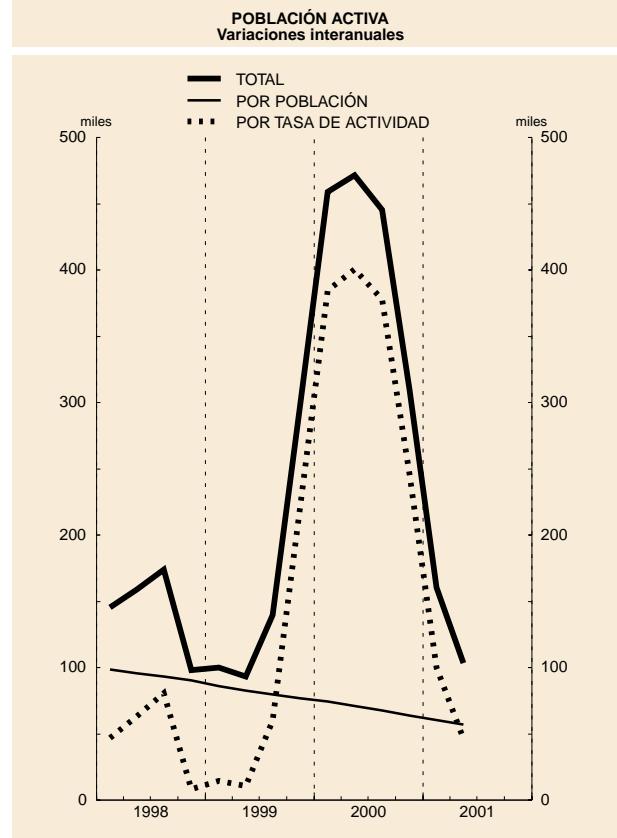
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%)	Miles de personas	Población activa					
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4				Variación interanual (b)			1 T 4		
			Miles de personas	Total (Miles de personas)			Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)				
98 M	32 534	189	0,6	50,00	16 265	144	94	50	0,9			
99 M	32 696	162	0,5	50,23	16 423	158	81	76	1,0			
00 M	32 831	135	0,4	51,31	16 844	421	69	352	2,6			
00 I-II M	32 801	142	0,4	51,10	16 759	465	73	393	2,9			
01 I-II M	32 915	114	0,3	51,32	16 891	132	59	73	0,8			
98 IV	32 601	180	0,6	50,02	16 305	98	90	8	0,6			
99 I	32 640	172	0,5	49,83	16 264	100	86	14	0,6			
II	32 677	165	0,5	49,95	16 324	93	83	11	0,6			
III	32 715	158	0,5	50,44	16 500	140	80	60	0,9			
IV	32 752	152	0,5	50,69	16 603	298	77	221	1,8			
00 I	32 786	146	0,4	51,01	16 723	459	74	385	2,8			
II	32 816	139	0,4	51,18	16 795	471	71	400	2,9			
III	32 846	131	0,4	51,59	16 946	445	68	378	2,7			
IV	32 876	124	0,4	51,44	16 913	309	64	245	1,9			
01 I	32 903	117	0,4	51,31	16 883	160	60	100	1,0			
II	32 927	111	0,3	51,32	16 899	104	57	47	0,6			

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976).

(a) Las variaciones sobre igual trimestre del año anterior están afectadas por la actualización del seccionado realizada en el primer trimestre de 2000. En las páginas del INE tituladas "Variaciones sobre igual trimestre del año anterior" se pueden consultar las variaciones interanuales sin el efecto del cambio de seccionado.

(b) Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1.

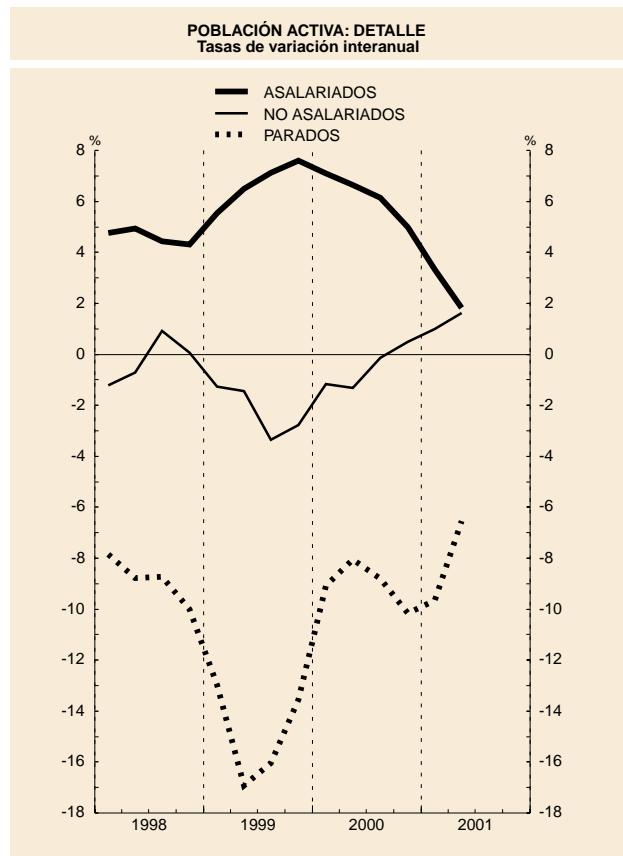
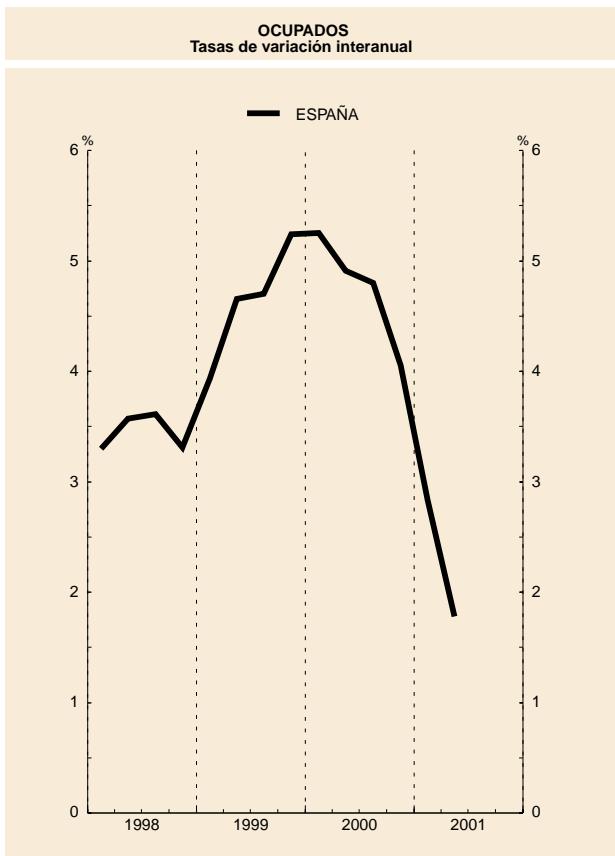
Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

4.2. Ocupados y asalariados. España y zona del euro (a)

■ 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)	Tasa de paro (%)		
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Tasa de paro (%)		
98	M	13 205	440	3,4	10 157	448	4,6	3 048	-7	-0,2	3 060	-296	-8,8	18,82	1,6	10,83
99	M	13 817	613	4,6	10 837	680	6,7	2 981	-67	-2,2	2 605	-455	-14,9	15,87	1,7	9,89
00	M	14 474	656	4,8	11 509	672	6,2	2 965	-16	-0,5	2 370	-235	-9,0	14,08	2,0	8,84
00 I-II	M	14 331	693	5,1	11 366	730	6,9	2 965	-37	-1,2	2 428	-228	-8,6	14,49	...	9,07
01 I-II	M	14 661	330	2,3	11 657	291	2,6	3 004	39	1,3	2 230	-198	-8,1	13,20	...	8,42
98 IV		13 342	427	3,3	10 312	425	4,3	3 030	2	0,1	2 963	-329	-10,0	18,17	...	10,50
99 I		13 503	512	3,9	10 500	550	5,5	3 003	-39	-1,3	2 761	-412	-13,0	16,98	...	10,27
II		13 773	612	4,7	10 771	656	6,5	3 002	-44	-1,4	2 551	-519	-16,9	15,63	1,6	10,03
III		13 952	627	4,7	10 979	730	7,1	2 973	-103	-3,4	2 549	-487	-16,0	15,45	1,7	9,77
IV		14 041	699	5,2	11 096	783	7,6	2 946	-84	-2,8	2 562	-401	-13,5	15,43	1,7	9,50
00 I		14 213	710	5,3	11 245	745	7,1	2 968	-35	-1,2	2 510	-251	-9,1	15,01	1,9	9,20
II		14 450	677	4,9	11 487	716	6,6	2 962	-39	-1,3	2 346	-205	-8,0	13,97	2,1	8,93
III		14 622	670	4,8	11 653	674	6,1	2 969	-4	-0,1	2 324	-224	-8,8	13,72	2,0	8,70
IV		14 611	569	4,1	11 651	555	5,0	2 960	14	0,5	2 302	-260	-10,2	13,61	2,1	8,53
01 I		14 616	403	2,8	11 618	374	3,3	2 997	29	1,0	2 267	-243	-9,7	13,43	2,0	8,43
II		14 707	257	1,8	11 696	209	1,8	3 011	48	1,6	2 192	-153	-6,5	12,97	...	8,40



Fuentes: INE (Encuesta de Población Activa. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976) y BCE.

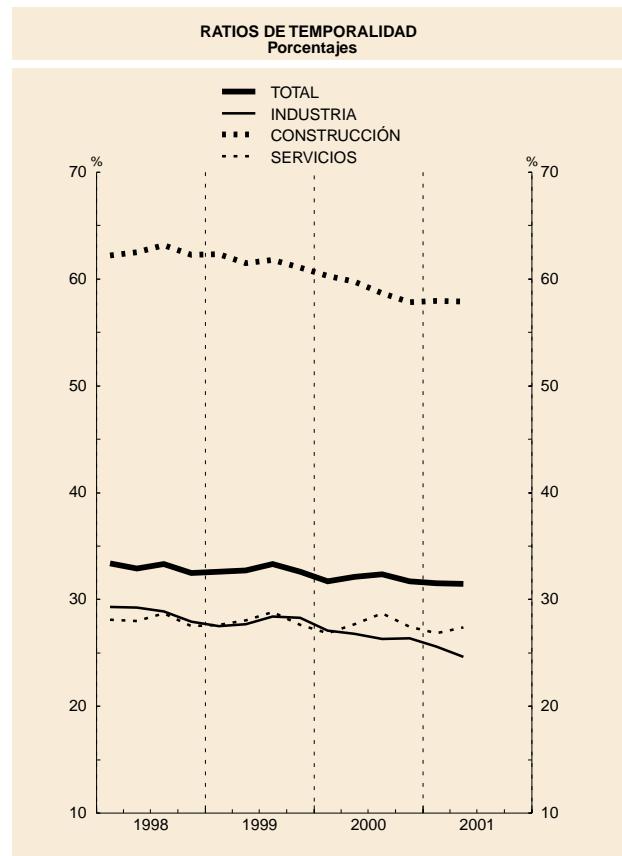
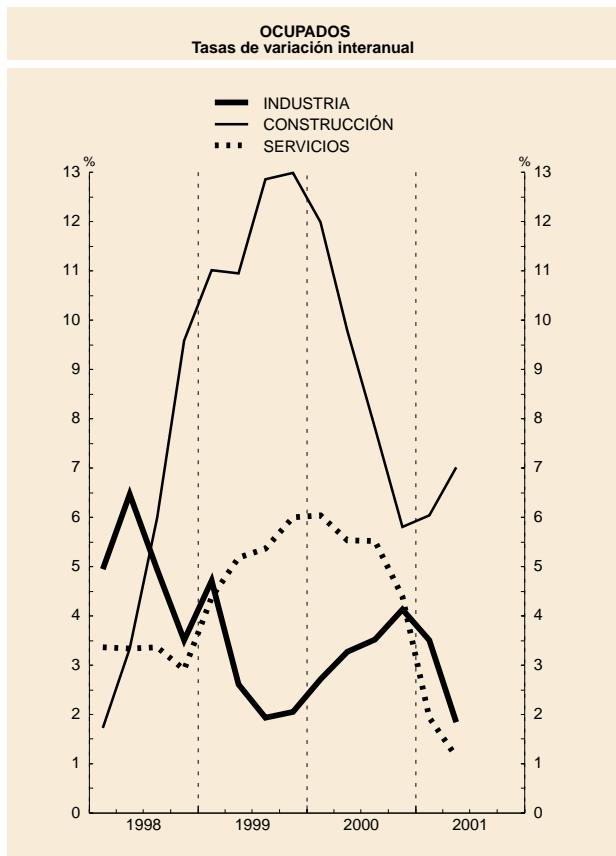
(a) Las variaciones sobre igual trimestre del año anterior están afectadas por la actualización del seccionado realizado en el primer trimestre de 2000. En las páginas del INE tituladas "Variaciones sobre igual trimestre del año anterior" se pueden consultar las variaciones interanuales sin el efecto del cambio de seccionado.

4.3. Empleo por ramas de actividad. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

	M	Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
98	M	3,4	4,6	33,0	-0,6	1,7	60,6	4,9	5,6	28,9	5,2	8,4	62,5	3,2	3,8	28,1	3,8	4,4	4,0
99	M	4,6	6,7	32,8	-4,3	-1,1	60,7	2,8	3,4	28,0	12,0	13,8	61,7	5,2	7,3	28,0	5,4	6,0	6,1
00	M	4,7	6,2	32,0	-2,5	-1,3	58,9	3,4	3,9	26,6	8,8	9,2	59,1	5,4	7,0	27,7	5,3	5,6	5,9
00 I-II	M	5,1	6,9	31,9	-3,0	-1,7	59,6	3,0	3,6	26,9	10,9	11,9	60,0	5,8	7,7	27,3	5,5	6,2	6,6
01 I-II	M	2,3	2,6	31,5	1,5	6,5	63,6	2,7	2,5	25,1	6,5	6,8	57,9	1,5	1,6	27,1	2,0	2,3	1,2
98 IV		3,3	4,3	32,5	-1,6	-1,0	60,8	3,5	4,3	28,0	9,6	13,1	62,2	2,9	3,3	27,5	3,7	4,6	4,1
99 I		3,9	5,5	32,6	-8,6	-9,1	63,3	4,7	5,0	27,5	11,0	13,5	62,3	4,4	5,6	27,6	5,1	5,9	5,4
II		4,7	6,5	32,7	-2,0	3,7	61,3	2,6	3,1	27,7	10,9	12,4	61,5	5,2	7,0	28,1	5,2	5,8	6,1
III		4,7	7,1	33,3	-3,7	0,4	58,7	1,9	3,0	28,4	12,9	14,6	61,8	5,4	7,8	28,8	5,4	5,7	5,8
IV		5,2	7,6	32,6	-2,5	2,3	59,4	2,1	2,7	28,3	13,0	14,8	61,1	6,0	8,6	27,6	5,9	6,5	7,0
00 I		5,3	7,1	31,7	-3,3	-3,1	59,2	2,7	3,7	27,1	12,0	12,8	60,3	6,0	8,1	26,9	6,0	6,5	7,0
II		4,9	6,6	32,1	-2,7	-0,4	60,0	3,3	3,6	26,8	9,8	11,0	59,8	5,5	7,4	27,7	5,5	5,9	6,2
III		4,8	6,1	32,3	-2,4	-2,1	55,9	3,5	3,7	26,3	7,8	8,2	58,7	5,5	7,1	28,7	5,4	5,8	6,3
IV		4,1	5,0	31,7	-1,7	0,4	60,3	4,1	4,6	26,4	5,8	5,3	57,8	4,4	5,4	27,5	4,5	4,3	4,0
01 I		2,8	3,3	31,5	4,0	11,6	65,6	3,5	3,3	25,6	6,0	6,4	58,0	1,9	2,3	26,8	2,7	2,7	1,6
II		1,8	1,8	31,5	-1,0	1,3	61,6	1,8	1,7	24,6	7,0	7,3	57,9	1,1	1,0	27,4	2,0	1,9	0,8



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976).

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.

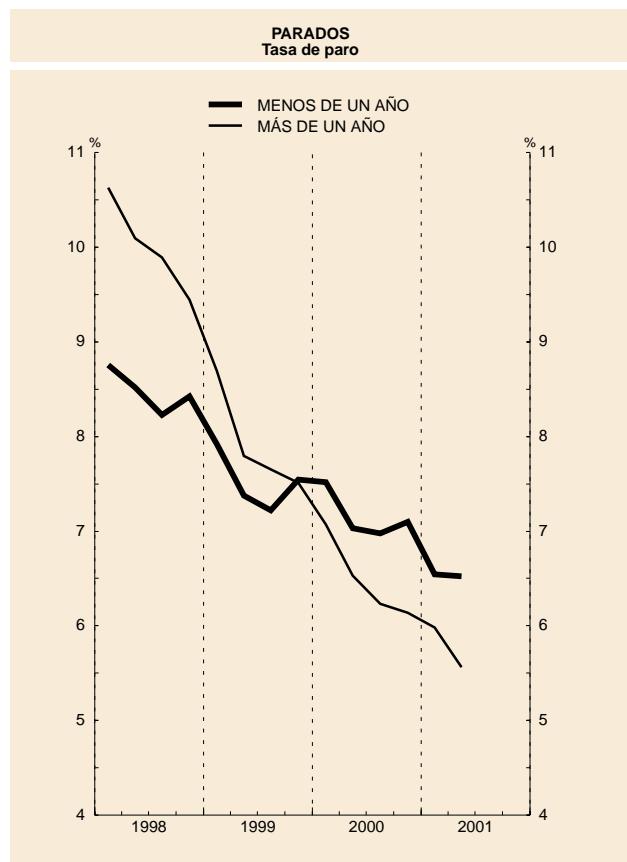
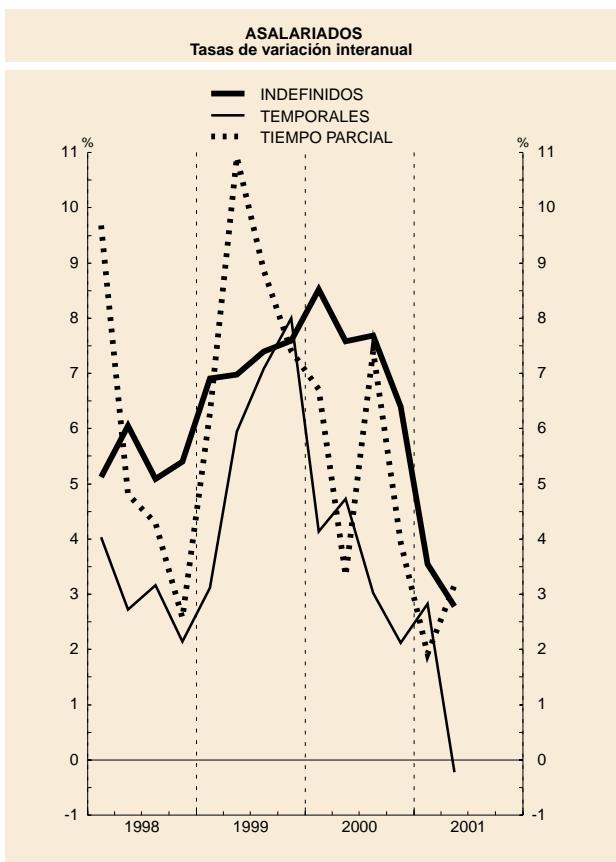
Las variaciones sobre igual trimestre del año anterior están afectadas por la actualización del seccionado realizada en el primer trimestre de 2000. En las páginas del INE tituladas "Variaciones sobre igual trimestre del año anterior" se pueden consultar las variaciones interanuales sin el efecto del cambio de seccionado.

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			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría	
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%)	1 T 4	Tasa de paro (%)	1 T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
98	M	349	5,4	98	3,0	33,01	406	4,5	41	5,3	8,09	8,48	-6,4	10,02	-11,3	25,87	58,97	63,70
99	M	491	7,2	203	6,0	32,80	611	6,5	69	8,4	8,22	7,51	-10,6	7,91	-20,2	23,07	54,53	60,43
00	M	548	7,5	124	3,5	31,96	625	6,3	47	5,3	8,14	7,16	-2,3	6,49	-15,8	23,07	52,55	58,55
00	I-II	576	8,0	154	4,4	31,91	685	7,0	45	5,0	8,33	7,27	-2,2	6,80	-15,2	22,67	53,53	59,85
01	I-II	245	3,2	46	1,3	31,51	267	2,6	24	2,6	8,33	6,53	-9,5	5,77	-14,4	20,65	46,12	51,40
98	IV	357	5,4	70	2,1	32,47	404	4,5	21	2,6	8,01	8,43	-4,8	9,44	-14,7	25,40	57,96	62,51
99	/	457	6,9	104	3,1	32,59	498	5,5	52	6,3	8,38	7,92	-9,0	8,69	-17,7	23,74	54,88	60,22
	//	473	7,0	198	5,9	32,72	565	6,1	91	10,9	8,58	7,38	-12,9	7,80	-22,3	22,72	53,93	59,87
	/I	504	7,4	242	7,1	33,31	660	7,0	71	8,9	7,91	7,22	-11,5	7,66	-22,0	23,01	54,62	60,69
	/II	528	7,6	268	8,0	32,59	722	7,6	61	7,4	7,99	7,54	-8,8	7,51	-19,0	22,80	54,69	60,93
00	I	603	8,5	141	4,1	31,69	686	7,1	59	6,7	8,35	7,52	-2,4	7,07	-16,3	22,86	52,54	58,67
	II	550	7,6	167	4,7	32,13	685	7,0	31	3,3	8,31	7,03	-2,0	6,53	-13,9	22,49	54,52	61,03
	III	563	7,7	111	3,0	32,34	609	6,0	64	7,4	8,00	6,98	-0,8	6,23	-16,4	23,68	52,42	58,14
	IV	478	6,4	77	2,1	31,70	520	5,1	35	3,9	7,91	7,10	-4,1	6,14	-16,8	23,24	50,74	56,36
01	I	273	3,6	101	2,8	31,54	356	3,4	18	1,9	8,24	6,54	-12,1	5,98	-14,7	20,63	45,57	50,83
	II	217	2,8	-8	-0,2	31,49	179	1,7	30	3,2	8,42	6,52	-6,6	5,57	-14,2	20,67	46,66	51,96



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 1, 7, 9 y 10.

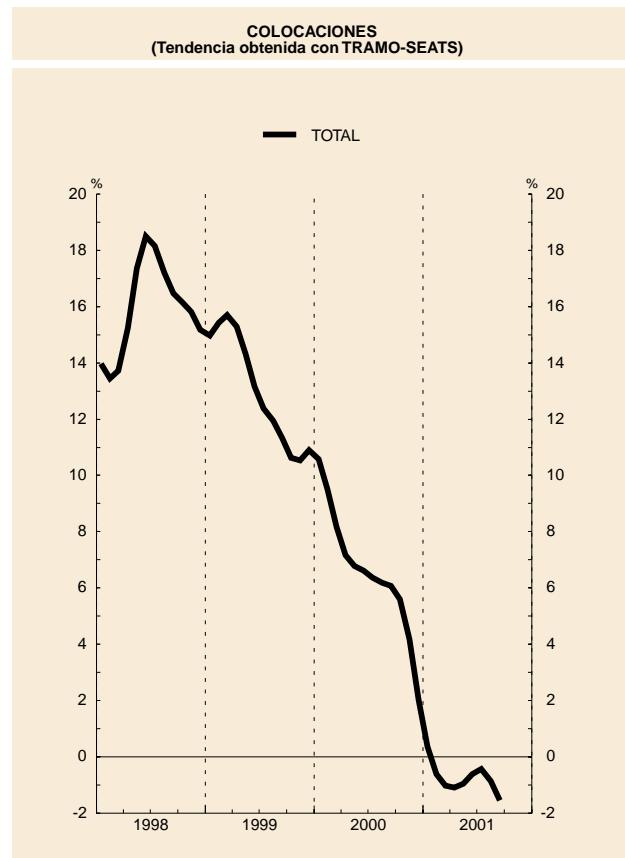
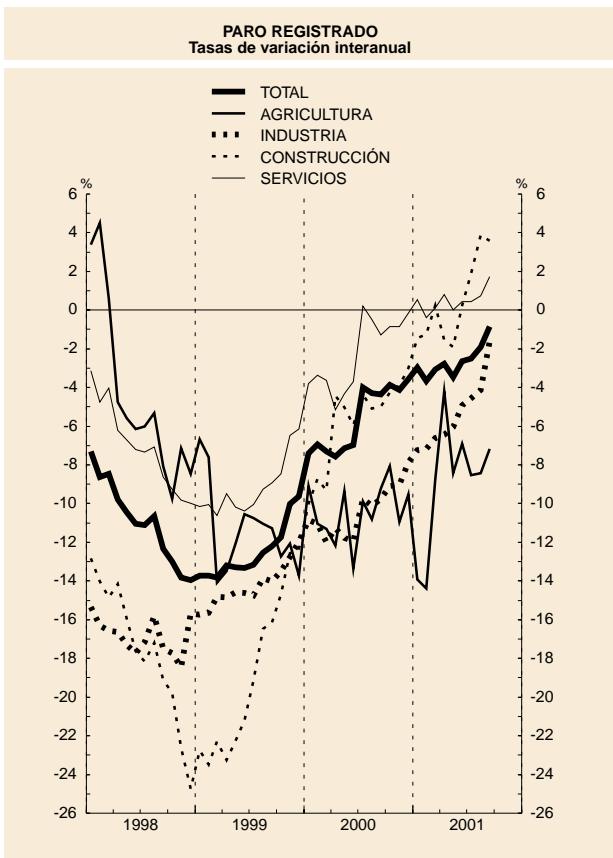
(a) Las variaciones sobre igual trimestre del año anterior están afectadas por la actualización del seccionado realizada en el primer trimestre de 2000. En las páginas del INE tituladas "Variaciones sobre igual trimestre del año anterior" se pueden consultar las variaciones interanuales sin el efecto del cambio de seccionado.

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)	T 12	T 12	T 12	1 ¹ T 12					Miles de personas	T 12	Indefinidos	A tiempo parcial	De duración determinada	Miles de personas	T 12	
						Total	Agricultura	Total	Industria	Construcción	Servicios							
98	M	1 890	-229	-10,8	-11,5	-10,7	-4,4	-10,9	-16,8	-17,4	-7,0	972	15,6	8,34	20,15	91,66	947	15,9
99	M	1 652	-238	-12,6	-16,5	-11,7	-11,3	-11,7	-14,3	-19,2	-9,2	1 103	13,5	9,19	18,17	90,81	1 069	12,9
00	M	1 558	-94	-5,7	-10,1	-4,7	-10,4	-4,5	-10,4	-5,9	-2,3	1 152	4,5	8,73	18,12	91,27	1 135	6,2
00 E-S	M	1 561	-105	-6,3	-10,6	-5,3	-10,7	-5,1	-11,0	-6,6	-2,9	1 136	4,8	8,63	17,57	91,37	1 120	6,7
01 E-S	MP	1 519	-42	-2,7	-10,5	-1,1	-9,1	-0,8	-5,5	0,3	0,5	1 144	0,7	9,18	17,72	90,82	1 109	-1,0
00 Ago		1 488	-67	-4,3	-7,8	-3,6	-10,8	-3,3	-10,1	-5,1	-0,5	1 013	8,9	7,31	17,39	92,69	1 001	9,7
Sep		1 501	-69	-4,4	-7,0	-3,8	-9,2	-3,6	-9,8	-5,0	-1,3	1 215	1,3	8,81	18,64	91,19	1 200	2,3
Oct		1 530	-62	-3,9	-7,1	-3,2	-8,1	-3,0	-9,1	-4,3	-0,9	1 360	10,4	9,06	21,26	90,94	1 340	11,2
Nov		1 557	-67	-4,1	-8,6	-3,2	-10,9	-2,9	-9,0	-3,9	-0,8	1 266	8,3	9,03	19,62	90,97	1 243	9,2
Dic		1 556	-57	-3,6	-9,3	-2,4	-9,5	-2,2	-7,9	-3,0	-0,1	977	-9,5	8,92	18,41	91,08	963	-7,8
01 Ene		1 621	-50	-3,0	-9,4	-1,7	-13,9	-1,3	-7,3	-1,4	0,5	1 198	6,2	8,95	16,18	91,05	1 182	6,2
Feb		1 599	-61	-3,7	-10,4	-2,3	-14,4	-1,9	-7,2	-1,3	-0,4	1 094	-1,8	9,55	16,82	90,45	1 080	-1,2
Mar		1 578	-50	-3,1	-10,6	-1,5	-8,8	-1,2	-6,6	0,2	0,1	1 117	-7,3	7,87	16,85	92,13	1 102	-6,7
Abr		1 535	-44	-2,8	-10,8	-1,1	-4,2	-1,0	-6,5	-1,6	0,8	1 012	5,6	10,28	16,51	89,72	979	3,5
May		1 478	-53	-3,5	-11,7	-1,7	-8,4	-1,5	-6,0	-1,9	0,0	1 235	1,0	11,58	17,28	88,42	1 167	-3,3
Jun		1 461	-40	-2,6	-10,6	-0,9	-6,9	-0,7	-4,9	0,3	0,4	1 189	-0,8	9,47	18,00	90,53	1 138	-3,6
Jul		1 451	-37	-2,5	-11,2	-0,7	-8,5	-0,4	-4,5	1,9	0,4	1 258	7,4	8,15	19,58	91,85	1 214	4,8
Ago		1 459	-29	-1,9	-10,5	-0,2	-8,4	0,1	-4,1	3,9	0,7	1 062	4,8	8,09	18,84	91,91	1 021	2,0
Sep	P	1 489	-13	-0,9	-9,7	1,0	-7,2	1,3	-1,6	3,6	1,7	1 131	-6,9	8,67	19,45	91,33	1 100	-8,3



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

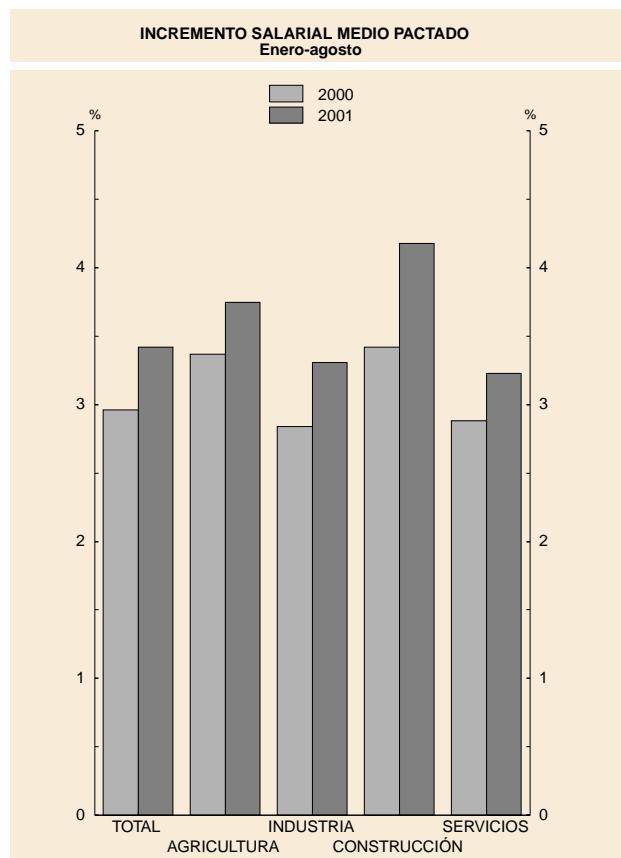
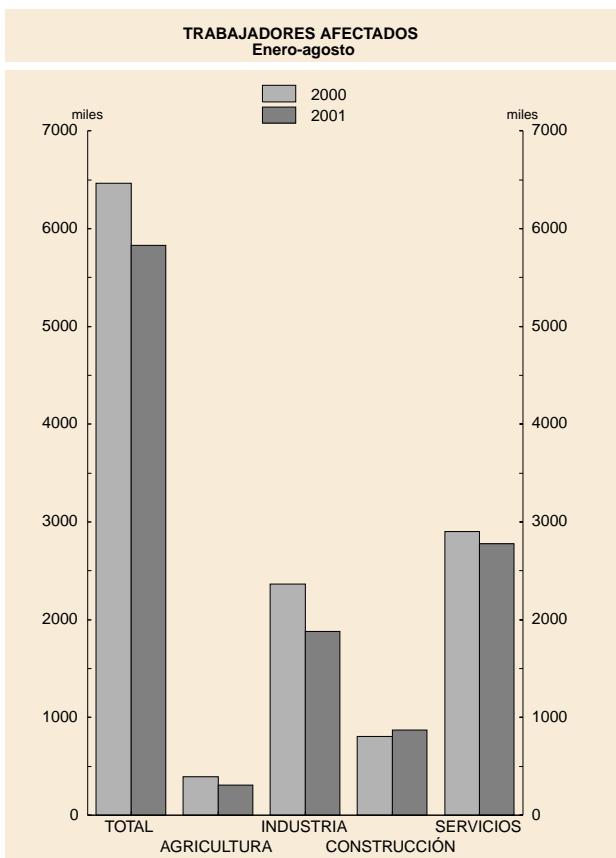
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

4.6. Convenios colectivos. España

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro																
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado										
Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario 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		
98	8 751	2,56	4 240	2 732	6 972	-255	500	2 406	827	3 240	2,43	2,77	2,56	2,90	2,40	2,35	2,69	
99	9 008	2,72	4 120	3 663	7 783	811	602	2 748	901	3 532	2,29	2,49	2,38	3,37	2,24	2,30	2,35	
00	8 853	3,70	4 886	2 977	7 863	80	470	2 603	875	3 915	2,90	3,09	2,97	3,43	2,87	3,42	2,88	
00	8 194	3,71	4 255	91	4 347	760	305	1 327	497	2 218	2,74	4,48	2,77	3,46	2,68	2,48	2,80	
Mar	8 517	3,71	4 425	239	4 664	531	309	1 360	650	2 345	2,75	3,21	2,77	3,46	2,71	2,52	2,78	
Abr	8 689	3,70	4 445	336	4 781	518	310	1 406	673	2 393	2,74	3,12	2,77	3,46	2,71	2,52	2,78	
May	8 745	3,70	4 445	518	4 963	123	360	1 449	709	2 445	2,74	3,04	2,77	3,39	2,72	2,51	2,79	
Jun	8 766	3,70	4 614	1 095	5 709	358	361	1 912	768	2 668	2,79	3,09	2,85	3,39	2,80	2,60	2,88	
Jul	8 767	3,70	4 779	1 688	6 468	-57	395	2 364	806	2 903	2,90	3,14	2,96	3,37	2,84	3,42	2,88	
Ago	8 765	3,70	4 788	2 397	7 185	381	405	2 436	838	3 506	2,90	3,04	2,94	3,39	2,85	3,39	2,85	
Sep	8 842	3,70	4 853	2 684	7 536	505	413	2 520	875	3 729	2,90	3,06	2,96	3,37	2,86	3,42	2,87	
Oct	8 845	3,70	4 886	2 821	7 707	151	413	2 573	875	3 847	2,90	3,07	2,96	3,37	2,87	3,42	2,88	
Nov	8 853	3,70	4 886	2 977	7 863	80	470	2 603	875	3 915	2,90	3,09	2,97	3,43	2,87	3,42	2,88	
Dic	8 853	3,70	4 886	2 977	7 863	80	470	2 603	875	3 915	2,90	3,09	2,97	3,43	2,87	3,42	2,88	
01	Ene	5 544	3,41	1 602	25	1 627	18	18	214	309	1 086	3,16	4,32	3,18	2,68	2,67	4,39	2,94
	Feb	5 569	3,41	3 204	64	3 268	974	135	871	554	1 708	3,12	3,90	3,14	3,14	2,74	3,81	3,13
	Mar	5 636	3,41	3 722	176	3 898	-448	158	990	688	2 061	3,44	4,07	3,47	3,39	3,40	4,25	3,24
	Apr	5 774	3,41	4 356	189	4 546	-119	159	1 334	806	2 246	3,36	4,08	3,39	3,39	3,19	4,26	3,20
	May	5 825	3,42	4 356	215	4 571	-210	159	1 353	807	2 253	3,36	3,97	3,39	3,39	3,19	4,26	3,20
	Jun	5 827	3,42	4 409	368	4 777	-186	234	1 407	807	2 330	3,38	3,92	3,42	3,60	3,20	4,26	3,24
	Jul	5 828	3,42	4 487	742	5 229	-480	238	1 607	862	2 522	3,37	3,60	3,40	3,59	3,30	4,16	3,18
	Ago	5 829	3,42	4 498	1 334	5 832	-635	305	1 878	869	2 780	3,37	3,62	3,42	3,75	3,31	4,18	3,23



Fuente: MTAS (Encuesta de Convenios Colectivos. Avance mensual).

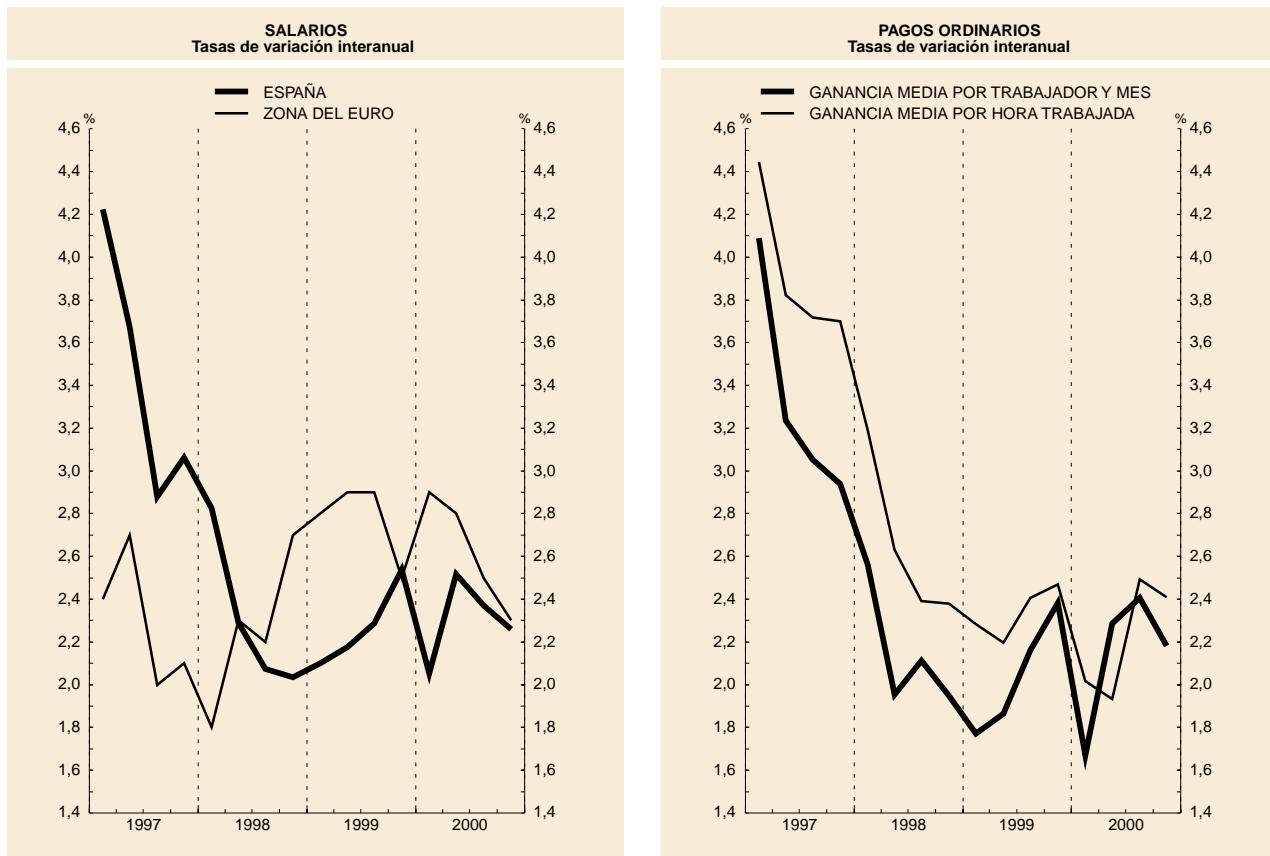
(a) Datos acumulados.

4.7. Encuesta de salarios en la industria y los servicios. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual, euros y número de horas

	Ganancia media por trabajador y mes										Ganancia media por hora trabajada								Pro memoria: ganancias por trabajador en manufac-turas de la zona del euro							
	Pagos ordinarios		Pagos totales				Pagos ordinarios		Pagos totales				Número de horas	1												
	Euros	T 4	Total	Indus-tria	Construc-ción	Servicios	Euros	T 4	Total	Indus-tria	Construc-ción	Servicios		1	T 4	1		T 4								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
97	M	1 148	3,3	1 293	3,4	4,6	4,3	2,8	8,01	3,9	9,02	4,1	4,5	4,4	4,0	143	-0,6	2,3	1	1	1	1	1	1	1	1
98	M	1 173	2,1	1 323	2,3	3,1	3,3	2,0	8,22	2,6	9,28	2,8	3,3	3,3	2,8	143	-0,5	2,2	1	1	1	1	1	1	1	1
99	M	1 197	2,0	1 353	2,3	2,5	3,8	1,9	8,41	2,3	9,51	2,5	2,7	4,0	2,2	142	-0,3	2,7	1	1	1	1	1	1	1	1
99 I-IV	M	1 197	2,0	1 353	2,3	2,5	3,8	1,9	8,41	2,3	9,51	2,5	2,7	4,0	2,2	142	-0,3	2,7	1	1	1	1	1	1	1	1
00 I-IV	M	1 222	2,1	1 384	2,3	2,5	3,8	3,0	8,60	2,2	9,74	2,4	2,8	4,4	2,7	142	-0,1	2,7	1	1	1	1	1	1	1	1
98 II		1 167	2,0	1 266	2,3	2,9	4,1	1,8	8,21	2,6	8,91	3,0	3,1	4,2	3,0	142	-0,7	2,3	1	1	1	1	1	1	1	1
III		1 180	2,1	1 331	2,1	3,6	3,2	1,3	8,24	2,4	9,30	2,4	3,7	3,3	1,7	143	-0,3	2,2	1	1	1	1	1	1	1	1
IV		1 180	1,9	1 447	2,0	2,8	3,6	1,6	8,28	2,4	10,15	2,4	3,1	3,4	2,3	143	-0,4	2,7	1	1	1	1	1	1	1	1
99 I		1 186	1,8	1 274	2,1	2,8	3,7	1,7	8,35	2,3	8,97	2,6	2,7	3,8	2,6	142	-0,5	2,8	1	1	1	1	1	1	1	1
II		1 189	1,9	1 294	2,2	2,9	3,9	1,4	8,39	2,2	9,13	2,5	3,2	4,0	1,8	142	-0,3	2,9	1	1	1	1	1	1	1	1
III		1 205	2,2	1 362	2,3	2,0	4,0	2,1	8,44	2,4	9,53	2,5	2,3	4,1	2,3	143	-0,2	2,9	1	1	1	1	1	1	1	1
IV		1 208	2,4	1 483	2,5	2,4	3,8	2,4	8,48	2,5	10,42	2,6	2,6	4,0	2,3	142	-0,1	2,5	1	1	1	1	1	1	1	1
00 I		1 206	1,7	1 300	2,1	2,5	3,6	2,6	8,52	2,0	9,18	2,4	3,0	4,4	2,8	142	-0,4	2,9	1	1	1	1	1	1	1	1
II		1 216	2,3	1 326	2,5	2,3	3,9	3,4	8,55	1,9	9,33	2,2	2,6	4,2	2,5	142	0,3	2,8	1	1	1	1	1	1	1	1
III		1 234	2,4	1 394	2,4	2,9	3,4	3,0	8,65	2,5	9,77	2,5	3,3	4,0	2,7	143	-0,1	2,5	1	1	1	1	1	1	1	1
IV		1 234	2,2	1 517	2,3	2,3	4,4	2,9	8,68	2,4	10,67	2,5	2,5	4,8	2,9	142	-0,2	2,3	1	1	1	1	1	1	1	1



Fuentes: INE (Encuesta de Salarios en la Industria y los Servicios) y BCE.

Notas: Los datos en pesetas se han convertido a euros aplicando el tipo de cambio irrevocable de 166,386.

Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 26, 27 y 28.

4.8. Costes laborales unitarios. España y zona del euro (a)

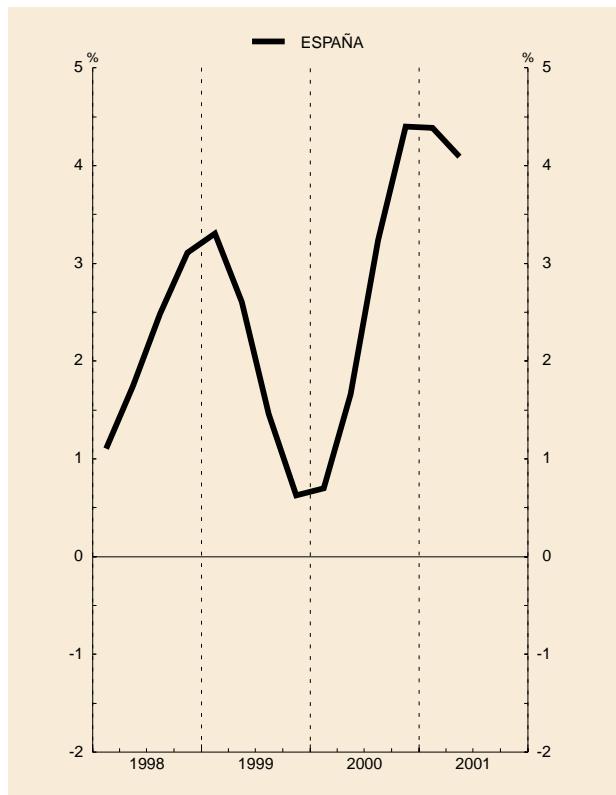
■ Serie representada gráficamente.

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
98	P	2,2	-0,0	2,7	1,1	0,5	1,2	4,3	2,9	3,8	1,6	2,1
99	P	2,3	1,3	2,7	2,1	0,5	0,8	4,1	2,6	3,7	1,7	2,0
00	P	2,4	0,9	3,4	2,2	1,0	1,3	4,1	3,4	3,1	2,0	2,5
98 //	P	2,2	-	2,9	1,0	0,7	1,0	4,5	3,0	3,7	...	1,7
//	P	2,6	0,3	2,8	1,2	0,2	0,9	4,2	2,8	4,0	...	2,5
/IV	P	2,7	1,1	2,5	1,3	-0,1	0,2	4,0	2,0	4,1	...	3,1
99 I	P	2,5	1,7	2,3	1,8	-0,2	-	3,9	2,0	4,1	...	3,3
//	P	2,3	1,8	2,4	2,4	0,1	0,5	4,0	2,2	3,9	1,6	2,6
///	P	2,2	1,2	2,8	2,1	0,7	0,9	4,2	2,8	3,5	1,7	1,5
/IV	P	2,1	0,4	3,4	2,2	1,2	1,8	4,4	3,6	3,1	1,7	0,6
00 I	P	2,2	0,4	3,7	2,4	1,5	2,1	4,5	3,6	2,9	1,9	0,7
//	P	2,3	0,5	3,6	2,1	1,3	1,6	4,4	3,9	3,0	2,1	1,7
///	P	2,5	1,3	3,3	2,3	0,8	1,0	4,0	3,2	3,2	2,0	3,2
/IV	P	2,7	1,6	3,1	2,0	0,4	0,4	3,6	2,9	3,2	2,1	4,4
01 I	P	2,9	1,9	3,2	2,2	0,3	0,2	3,3	2,4	3,0	2,0	4,4
//	P	3,1	...	3,5	...	0,4	...	3,0	1,7	2,6	...	4,1

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 ciclo-tendencia.

(b) Empleo equivalente a tiempo completo.

(c) Ramas industriales.

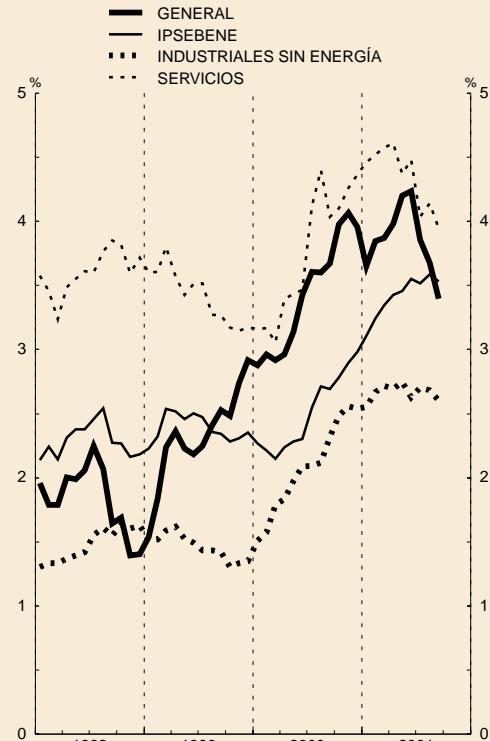
5.1. Índice de precios de consumo. España. Base 1992=100

■ Serie representada gráficamente.

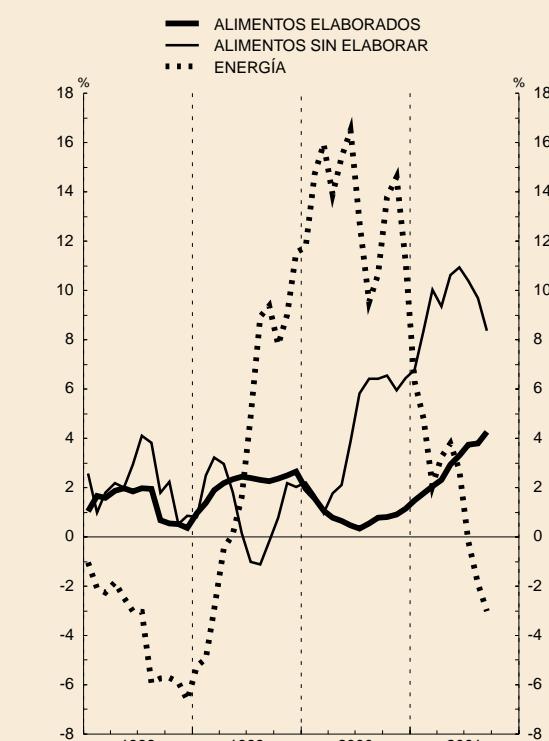
Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100 %)				Tasa de variación interanual ($\frac{T_1}{T_{12}} - 1$)								Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 1990)	
	Serie original	m ¹	T ¹ 12 (a)	T ¹ 12 (b)	s/ dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Industriales sin energía	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ¹ 12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
98 M	123,8	—	1,8	1,4	2,1	1,3	1,5	-3,8	3,6	2,3	113,1	-1,6		
99 M	126,7	—	2,3	2,9	1,2	2,1	1,5	3,2	3,4	2,4	111,9	-1,1		
00 M	131,0	—	3,4	4,0	4,2	0,9	2,1	13,3	3,8	2,5	115,1	2,9		
00 E-S M	130,4	0,3	3,2	1,6	3,5	0,9	1,9	13,5	3,6	2,4	114,3	1,0		
01 E-S MP	135,4	0,3	3,9	1,5	9,4	2,9	2,7	2,0	4,3	3,4	...	...
00 Jun	130,6	0,3	3,4	1,8	3,9	0,5	2,1	16,5	3,5	2,3	110,4	2,2		
Jul	131,3	0,6	3,6	2,4	5,8	0,3	2,1	12,8	4,1	2,5	106,9	6,4		
Ago	131,9	0,4	3,6	2,8	6,4	0,5	2,1	9,5	4,4	2,7	94,4	3,3		
Sep	132,2	0,3	3,7	3,1	6,4	0,8	2,3	10,6	4,0	2,7	99,8	2,3		
Oct	132,6	0,3	4,0	3,3	6,5	0,8	2,5	13,8	4,1	2,8	114,3	4,9		
Nov	132,9	0,2	4,1	3,6	6,0	0,9	2,6	14,6	4,3	2,9	124,1	9,7		
Dic	133,4	0,3	4,0	4,0	6,5	1,1	2,5	11,2	4,4	3,0	129,2	8,4		
01 Ene	133,4	0,0	3,7	0,0	6,8	1,5	2,6	6,3	4,5	3,1	121,4	-2,6		
Feb	133,9	0,3	3,8	0,4	8,4	1,8	2,7	4,8	4,5	3,2	123,1	-2,3		
Mar	134,4	0,4	3,9	0,8	10,0	2,0	2,7	2,1	4,6	3,3	126,8	-4,3		
Abr	135,1	0,5	4,0	1,3	9,4	2,3	2,7	3,3	4,6	3,4	128,0	3,1		
May	135,6	0,4	4,2	1,7	10,6	2,9	2,7	3,8	4,4	3,5	130,1	17,3		
Jun P	136,1	0,3	4,2	2,0	10,9	3,3	2,6	2,7	4,5	3,6	124,4	12,7		
Jul P	136,4	0,2	3,9	2,3	10,4	3,7	2,7	-0,2	4,0	3,5	112,8	5,5		
Ago P	136,7	0,2	3,7	2,5	9,7	3,8	2,7	-1,9	4,1	3,6	...	...
Sep P	136,7	-0,0	3,4	2,5	8,4	4,3	2,6	-3,0	3,9	3,5	...	...

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) Tasa de variación intermensual no anualizada.

(b) Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

(c) Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

5.2. Índice armonizado de precios de consumo. España y Zona del euro. Base 1996=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

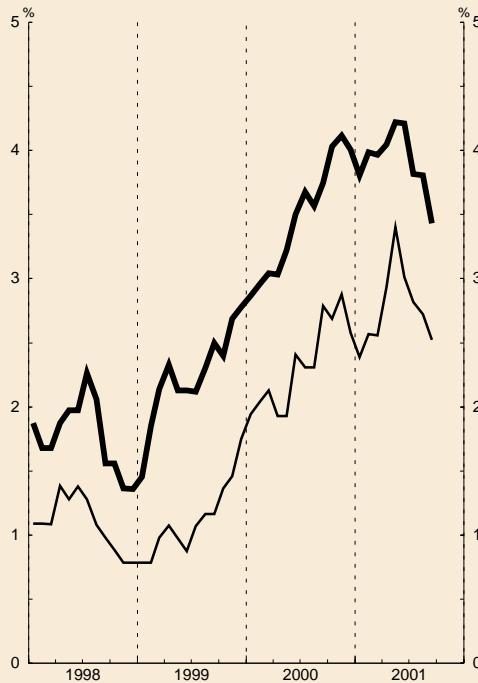
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos				Industriales				España	Zona del euro	España	Zona del euro		
						Total		Elaborados		No elaborados		No energéticos		Energía					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro		
98	M	1,8	1,1	1,0	0,7	1,7	1,6	1,1	1,4	2,2	2,0	0,4	0,1	1,4	0,9	-3,8	-2,6	3,6	1,9
99	M	2,2	1,1	1,8	0,9	1,8	0,6	2,6	0,9	1,1	0,0	1,8	1,0	1,5	0,6	3,2	2,4	3,3	1,5
00	M	3,5	2,3	3,4	2,7	2,4	1,4	0,9	1,1	3,8	1,7	4,1	3,4	2,0	0,7	13,4	13,3	3,6	1,7
00	E-S	3,3	2,2	3,2	2,5	2,1	1,1	0,9	1,1	3,2	1,1	4,0	3,2	1,9	0,6	13,5	13,2	3,3	1,7
01	E-S	3,9	2,8	3,7	3,0	5,7	4,5	2,5	2,7	8,6	7,3	2,4	2,3	2,4	1,4	2,4	5,1	4,4	2,4
00	Jun	3,5	2,4	3,5	2,8	2,0	1,2	0,3	1,0	3,6	1,5	4,6	3,6	2,0	0,7	16,6	14,6	3,3	1,7
Jul	3,7	2,3	3,4	2,7	2,7	1,6	0,1	1,0	5,0	2,5	4,0	3,2	1,9	0,5	12,9	13,4	3,7	1,7	
Ago	3,6	2,3	3,3	2,7	3,1	2,0	0,4	1,1	5,5	3,3	3,4	3,0	2,0	0,6	9,7	11,9	4,0	1,8	
Sep	3,7	2,8	3,6	3,3	3,2	2,1	0,6	1,3	5,5	3,3	3,8	4,0	2,2	0,8	10,7	15,6	3,8	1,8	
Oct	4,0	2,7	4,0	3,2	3,3	2,0	0,6	1,2	5,7	3,2	4,5	3,9	2,4	1,0	13,8	14,6	4,0	1,9	
Nov	4,1	2,9	4,0	3,4	3,1	2,2	0,7	1,4	5,2	3,5	4,7	4,1	2,4	1,0	14,7	15,2	4,3	1,8	
Dic	4,0	2,6	3,8	3,0	3,6	2,4	1,1	1,4	5,7	3,9	4,0	3,3	2,4	1,1	11,2	11,3	4,3	1,8	
01	Ene	3,8	2,4	3,4	2,6	3,9	2,7	1,4	1,6	6,1	4,5	3,1	2,6	2,4	1,1	6,8	7,8	4,5	2,2
Feb	4,0	2,6	3,6	2,8	4,7	3,1	1,6	2,0	7,4	4,7	2,9	2,7	2,4	1,1	5,3	8,2	4,6	2,2	
Mar	4,0	2,6	3,6	2,8	5,5	3,9	1,8	2,2	8,8	6,7	2,4	2,3	2,5	1,3	2,6	5,6	4,7	2,2	
Abr	4,0	2,9	3,7	3,4	5,3	4,4	1,9	2,5	8,5	7,3	2,7	2,9	2,4	1,5	3,8	7,8	4,7	2,4	
May	4,2	3,4	4,1	3,8	6,2	5,3	2,5	2,8	9,6	9,2	2,8	3,1	2,5	1,6	4,0	8,6	4,5	2,6	
Jun	4,2	3,0	4,1	3,4	6,5	5,4	3,0	3,0	9,8	9,0	2,5	2,4	2,4	1,6	2,8	5,5	4,5	2,5	
Jul	3,8	2,8	3,8	3,0	6,5	5,4	3,4	3,3	9,4	8,7	2,0	1,8	2,5	1,5	0,2	2,9	4,1	2,5	
Ago	3,8	2,7	3,4	2,8	6,3	5,1	3,4	3,4	9,1	7,7	1,6	1,6	2,5	1,5	-1,3	2,1	4,2	2,5	
Sep	3,4	2,5	3,2	2,3	6,2	5,2	3,9	3,5	8,3	7,7	1,3	1,0	2,4	1,6	-2,5	-1,3	3,9	2,6	

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual

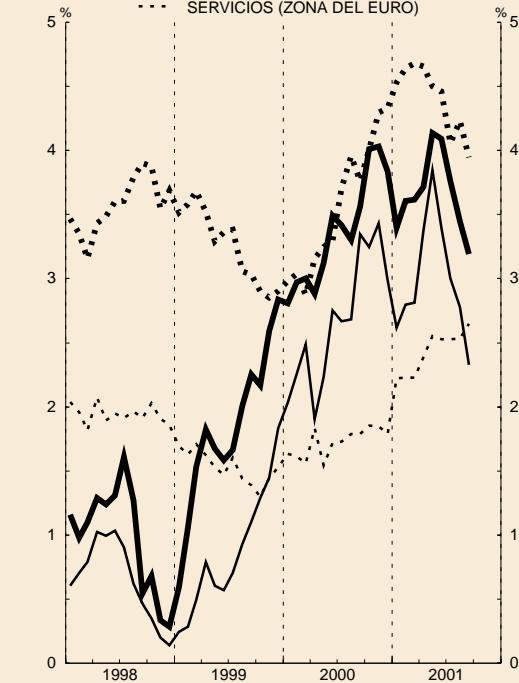
— GENERAL (ESPAÑA)
— GENERAL (ZONA DEL EURO)



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual

— BIENES (ESPAÑA)
— BIENES (ZONA DEL EURO)
· · · SERVICIOS (ESPAÑA)
· · · SERVICIOS (ZONA DEL EURO)



Fuente: Eurostat.

(a) A partir de enero de 2000 se amplía la cobertura de bienes y servicios, geográfica y poblacional.

5.3. Índice de precios industriales. España y Zona del euro (a)

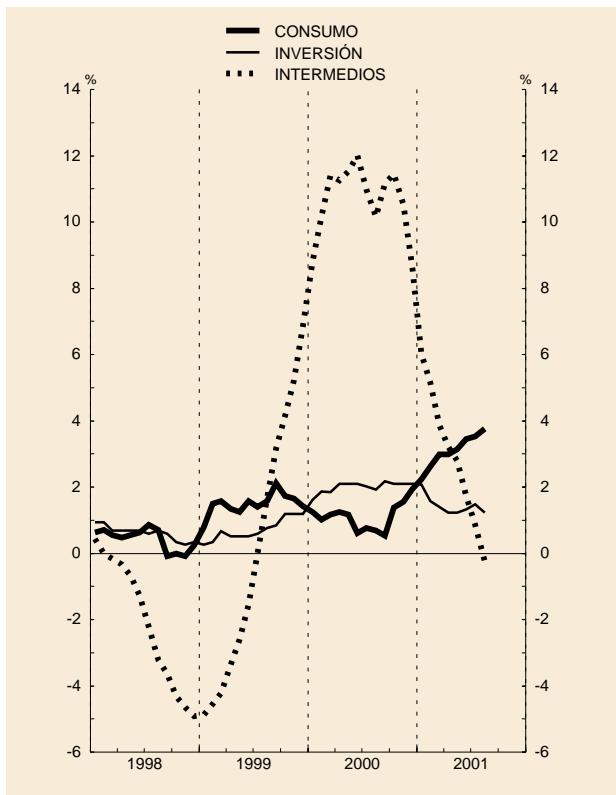
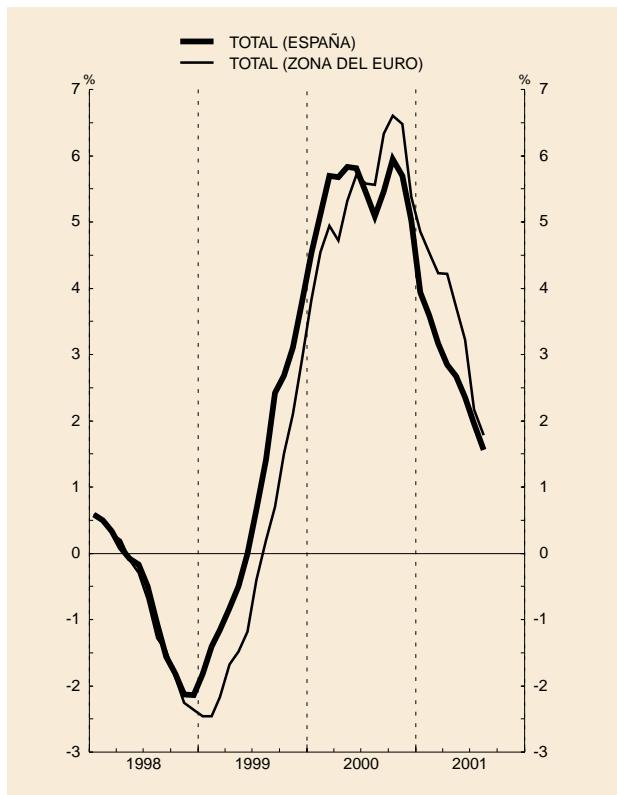
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Serie original	General (100 %)			Consumo (39,6 %)			Inversión (13,8 %)			Intermedios (46,5 %)			Pro memoria: Zona del euro				
		m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	Total	Consumo	Inversión	Intermedios			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	1	1	1	
98	MP	120,2	-	-0,7	-	0,4	-	0,6	-	-2,1	-0,7	0,6	0,6	-2,6				
99	MP	121,0	-	0,7	-	1,5	-	0,7	-	-0,1	-0,4	0,2	0,2	-0,4				
00	MP	127,6	-	5,4	-	1,1	-	2,0	-	10,7	5,4	1,6	0,7	11,6				
00	E-A	MP	126,6	-	5,4	-	1,0	-	1,9	-	10,8	5,0	1,3	0,6	11,2			
01	E-A	MP	130,0	-	2,8	-	3,1	-	1,4	-	2,9	3,6	...	...	...
00	May	P	127,0	0,4	5,8	-0,1	1,2	0,1	2,1	0,9	11,5	5,3	1,5	0,7	11,8			
	Jun	P	127,4	0,3	5,8	-0,2	0,6	-	2,1	1,0	12,0	5,7	1,4	0,7	12,5			
	Jul	P	127,7	0,2	5,5	0,2	0,8	-	2,0	0,3	11,0	5,6	1,6	0,8	11,9			
	Ago	P	128,0	0,2	5,1	0,1	0,7	0,1	1,9	0,5	10,2	5,6	1,7	0,7	11,5			
	Sep	P	129,3	1,0	5,5	0,2	0,5	0,2	2,2	2,0	11,2	6,3	1,8	0,8	13,3			
	Oct	P	130,0	0,5	5,9	0,4	1,4	0,2	2,1	0,8	11,5	6,6	2,0	0,8	13,9			
	Nov	P	129,9	-0,1	5,7	-	1,5	-	2,1	-0,2	10,5	6,5	2,2	0,8	12,8			
	Dic	P	129,6	-0,2	5,0	0,4	1,9	-	2,1	-0,9	8,6	5,4	2,4	0,9	9,6			
01	Ene	P	129,2	-0,3	3,9	0,6	2,2	0,5	2,1	-1,2	6,0	4,9	2,8	0,9	7,8			
	Feb	P	129,8	0,5	3,6	0,8	2,6	-	1,6	0,2	5,1	4,5	2,9	1,0	6,9			
	Mar	P	130,2	0,3	3,2	0,6	3,0	0,2	1,4	0,1	3,9	4,2	3,3	1,0	5,5			
	Abr	P	130,1	-0,1	2,8	-	3,0	-0,1	1,2	-0,2	3,2	4,2	3,4	1,0	5,7			
	May	P	130,4	0,2	2,7	0,1	3,1	0,1	1,2	0,5	2,8	3,7	3,3	1,0	4,6			
	Jun	P	130,4	-	2,4	0,1	3,5	0,1	1,3	-0,1	1,7	3,2	...	...	...
	Jul	P	130,2	-0,2	2,0	0,2	3,5	0,2	1,5	-0,5	0,9	2,2	...	...	...
	Ago	P	130,0	-0,2	1,6	0,3	3,8	-0,2	1,2	-0,6	-0,2	1,8	...	...	...

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 1990=100; Zona del euro: base 1995=100.

(b) Tasa de variación intermensual no anualizada.

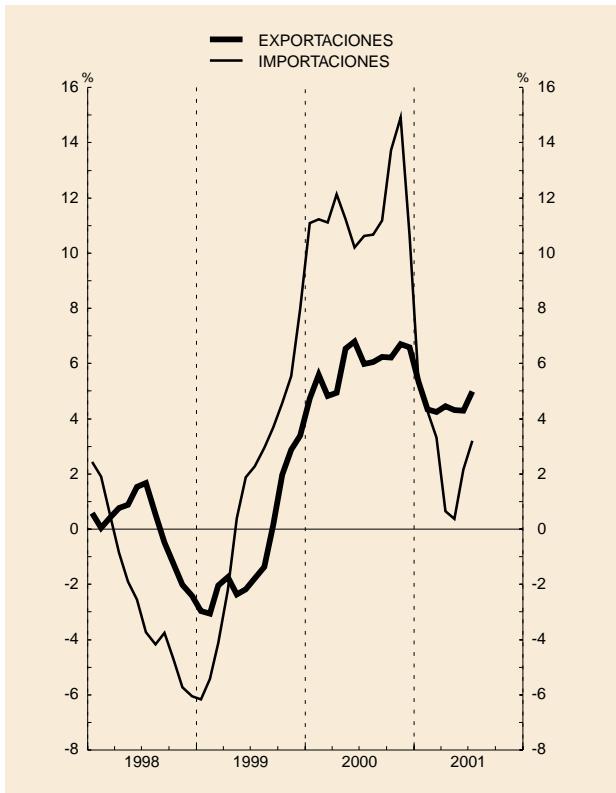
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España

■ Serie representada gráficamente.

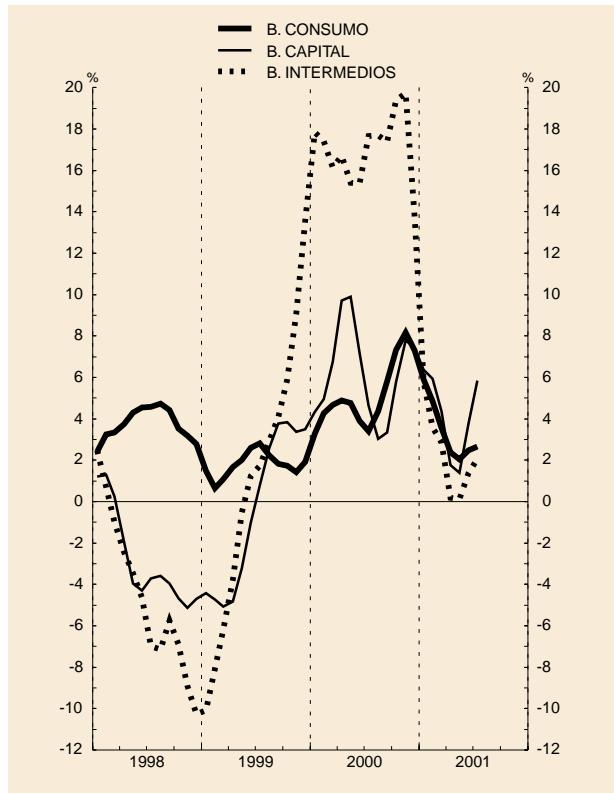
Tasas de variación interanual

	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
98	0,1	3,8	-3,9	-1,5	-20,1	0,0	-2,3	2,9	-2,8	-4,4	-29,5	0,6
99	-0,9	2,0	-9,5	0,1	18,0	-1,1	0,0	1,0	-0,6	-0,3	36,1	-2,7
00	6,2	6,1	-0,9	8,9	80,1	6,6	13,0	5,6	6,9	18,8	94,6	8,0
00 E-J	5,7	4,0	0,9	8,9	87,4	6,5	13,1	4,2	8,1	19,3	118,8	7,6
01 E-J	4,3	6,5	1,0	3,1	17,4	3,6	2,5	2,5	3,9	2,0	4,6	1,9
00 Feb	8,0	3,4	20,0	7,2	99,7	3,9	10,4	4,1	1,8	16,8	148,9	3,1
Mar	3,6	0,9	-3,8	8,4	102,9	6,1	9,5	5,5	1,7	14,4	165,3	0,1
Abr	2,9	4,1	-10,7	7,7	92,2	5,6	14,6	4,3	17,3	18,8	113,8	8,8
May	8,5	7,5	6,9	12,3	91,6	10,0	21,4	6,9	17,6	30,2	74,9	20,9
Jun	8,2	7,1	4,0	8,7	66,8	6,8	8,9	4,6	2,2	13,5	97,6	3,3
Jul	3,6	2,8	-3,4	5,8	67,4	4,3	11,6	-1,6	6,9	19,8	77,1	10,2
Ago	7,1	7,7	7,7	5,9	66,8	4,2	10,6	6,4	-1,8	17,4	69,6	4,4
Sep	6,5	10,4	-5,6	7,4	70,0	5,1	9,7	4,3	-0,1	16,0	68,8	8,2
Oct	5,4	7,8	-8,3	9,0	69,6	7,3	13,9	7,8	5,4	20,0	66,6	9,2
Nov	6,9	8,5	-8,8	12,1	84,2	8,8	18,0	12,1	15,0	21,5	55,5	12,0
Dic	8,4	10,6	-1,8	11,0	59,9	8,2	12,0	7,7	7,8	15,8	44,4	8,8
01 Ene	4,1	9,3	-9,1	5,0	40,1	4,2	1,6	-2,1	2,9	2,7	7,2	2,5
Feb	4,4	5,6	-9,5	7,3	17,6	8,2	4,8	6,6	9,1	2,7	9,0	1,5
Mar	3,5	7,4	-8,0	4,1	10,3	5,4	6,0	3,3	8,5	6,4	-3,0	7,2
Abr	5,0	5,4	3,7	3,0	11,5	3,3	-2,4	0,7	-2,9	-3,7	-0,9	-4,2
May	4,7	8,4	-5,3	2,4	21,0	2,8	0,7	1,3	-5,5	2,2	8,2	2,6
Jun	2,8	5,0	7,7	-0,8	12,2	0,0	1,7	1,7	7,0	0,0	7,9	-0,9
Jul	5,9	4,3	26,7	0,9	8,8	1,7	4,9	6,3	8,3	3,3	4,2	4,2

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).

6.1p. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional (SEC95). España

Miles de millones de pesetas

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- cian	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: Déficit de caja			
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excep- to IVA	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ación de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- ncias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos	
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	
98	-1 973	16 944	4 017	2 561	928	7 307	2 131	18 917	2 959	3 183	8 627	696	3 452	-1 137	17 519	18 656
99	P -1 105	18 435	4 754	2 731	978	7 802	2 170	19 540	2 884	2 823	9 592	813	3 428	-1 057	18 364	19 421
00	A -626	19 835	5 203	2 857	857	8 740	2 178	20 461	2 630	2 794	10 905	682	3 450	-404	19 749	20 153
00 E-A	A -287	12 662	3 460	1 887	376	5 727	1 212	12 950	1 711	1 841	7 373	259	1 766	-1 297	12 581	13 878
01 E-A	A -615	12 957	3 474	1 951	552	5 948	1 031	13 572	1 723	1 880	7 864	254	1 852	-1 764	12 814	14 578
00 Sep	A -165	1 258	470	285	17	427	58	1 423	195	231	900	-51	148	-53	1 267	1 320
Oct	A 1 226	2 859	871	222	25	1 593	149	1 633	191	241	912	53	236	1 305	2 860	1 555
Nov	A -257	1 406	233	234	312	536	91	1 663	193	235	931	23	281	167	1 565	1 398
Dic	A -1 143	1 649	169	228	126	458	668	2 792	340	246	788	399	1 019	-526	1 477	2 003
01 Ene	A -204	1 549	26	238	45	1 125	115	1 753	187	247	1 188	-	131	-1 007	1 645	2 652
Feb	A 1 169	2 654	1 569	230	243	515	97	1 485	190	216	851	44	184	800	2 735	1 936
Mar	A -858	954	260	219	28	311	138	1 812	207	238	1 058	50	260	-720	779	1 499
Apr	A 917	2 577	798	259	35	1 379	106	1 660	201	232	929	32	265	924	2 551	1 626
May	A -699	960	183	239	31	339	168	1 659	215	236	912	45	250	-580	917	1 497
Jun	A -967	980	46	244	57	434	199	1 947	328	231	1 020	38	329	-750	905	1 655
Jul	A 273	1 996	711	271	31	867	115	1 722	197	241	1 014	17	255	-180	2 007	2 187
Ago	A -247	1 287	-119	251	82	978	93	1 533	198	239	891	27	178	-251	1 276	1 527

6.1e. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional (SEC95). España

Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- cian	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: Déficit de caja			
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excep- to IVA	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ación de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- ncias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos	
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	
98	-11 860	101 836	24 140	15 391	5 577	43 918	12 810	113 696	17 786	19 129	51 851	4 184	20 746	-6 832	105 291	112 123
99	P -6 641	110 796	28 574	16 413	5 877	46 891	13 041	117 437	17 331	16 967	57 651	4 887	20 600	-6 354	110 370	116 724
00	A -3 763	119 208	31 269	17 171	5 149	52 531	13 088	122 971	15 807	16 791	65 538	4 100	20 735	-2 431	118 693	121 124
00 E-A	A -1 728	76 100	20 793	11 342	2 261	34 420	7 285	77 828	10 284	11 065	44 314	1 554	10 612	-7 796	75 611	83 407
01 E-A	A -3 699	77 870	20 880	11 728	3 321	35 748	6 194	81 569	10 353	11 298	47 264	1 524	11 130	-10 605	77 012	87 617
00 Sep	A -990	7 561	2 825	1 715	104	2 567	350	8 550	1 171	1 386	5 411	-308	890	-319	7 612	7 931
Oct	A 7 369	17 186	5 233	1 336	148	9 575	893	9 816	1 150	1 448	5 482	319	1 418	7 845	17 190	9 345
Nov	A -1 542	8 451	1 401	1 409	1 876	3 219	547	9 994	1 159	1 412	5 595	137	1 690	1 001	9 405	8 404
Dic	A -6 872	9 910	1 018	1 369	760	2 750	4 013	16 782	2 043	1 480	4 736	2 397	6 126	-3 162	8 876	12 038
01 Ene	A -1 224	9 310	154	1 430	272	6 763	691	10 534	1 121	1 487	7 139	-	786	-6 051	9 886	15 937
Feb	A 7 023	15 950	9 431	1 385	1 460	3 093	581	8 927	1 141	1 298	5 115	267	1 106	4 806	16 438	11 633
Mar	A -5 155	5 737	1 560	1 315	168	1 867	827	10 892	1 246	1 428	6 356	300	1 562	-4 328	4 680	9 009
Apr	A 5 510	15 490	4 797	1 557	210	8 290	636	9 980	1 209	1 396	5 586	194	1 595	5 555	15 329	9 774
May	A -4 200	5 769	1 100	1 438	186	2 037	1 007	9 968	1 292	1 419	5 484	271	1 503	-3 489	5 509	8 997
Jun	A -5 811	5 889	279	1 465	343	2 607	1 197	11 701	1 970	1 390	6 133	230	1 979	-4 510	5 437	9 947
Jul	A 1 643	11 994	4 271	1 629	188	5 213	694	10 352	1 182	1 445	6 092	100	1 532	-1 082	12 060	13 142
Ago	A -1 483	7 732	-713	1 509	496	5 879	561	9 215	1 192	1 435	5 357	163	1 067	-1 506	7 672	9 178

Fuentes: Ministerio de Hacienda (IGAE)

6.2p. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España

Miles de millones de pesetas

Capacidad(+) o necesidad(-) de financiación	Adquisición neta de activos financieros		Contracción neta de pasivos											Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)			
			Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida							
	Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes	Resto del mundo				
	Total	Depósitos en el Banco de España	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
98	-1 973	465	74	2 438	1 102	-1 802	4 352	-39	-410	337	1 802	-1 297	3 099	636	2 101		
99 P	-1 105	895	761	2 000	-96	-1 103	3 258	-83	-74	2	-1 665	-1 067	-598	3 665	1 998		
00 A	-626	1 151	947	1 777	130	-1 445	2 913	-83	69	322	-3 702	-1 718	-1 985	5 479	1 454		
00 E-A	A	-287	-395	-691	-107	152	-1 037	733	-	100	97	-2 811	-1 608	-1 203	2 703	-204	
01 E-A	A	-615	-1 149	-3 367	-533	163	-1 041	666	-	-149	-9	-706	798	-1 504	173	-524	
00 Sep	A	-165	129	69	293	-21	-207	548	-	-19	29	-457	15	-472	750	322	
Oct	A	1 226	1 646	1 547	419	3	-58	495	-	-0	-17	-557	-90	-467	976	437	
Nov	A	-257	344	383	601	-2	-131	682	-	-8	58	265	25	240	335	542	
Dic	A	-1 143	-573	-362	571	-4	-11	455	-83	-3	213	-144	-60	-84	714	358	
01 Ene	A	-204	-1 958	-2 123	-1 754	-10	247	-1 757	-	-0	-243	-1 229	101	-1 330	-525	-1 511	
Feb	A	1 169	-48	-629	-1 217	-8	83	-375	-	-11	-914	-852	30	-882	-365	-302	
Mar	A	-858	757	-616	1 615	-18	-310	957	-	3	966	712	99	612	903	649	
Abr	A	917	1 007	0	90	7	-90	-38	-	2	216	867	637	230	-777	-126	
May	A	-699	-230	1	469	6	-209	605	-	14	58	161	84	78	308	411	
Jun	A	-967	-68	-1	899	193	-417	1 026	-	-3	293	201	407	-206	698	606	
Jul	A	273	-331	0	-604	-13	-139	-43	-	13	-434	-844	-403	-441	240	-169	
Ago	A	-247	-279	-0	-32	6	-206	291	-	-167	49	277	-157	434	-310	-81	

6.2e. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España

Millones de euros

Capacidad(+) o necesidad(-) de financiación	Adquisición neta de activos financieros		Contracción neta de pasivos											Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)			
			Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida							
	Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes	Resto del mundo				
	Total	Depósitos en el Banco de España	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
98	-11 860	2 792	444	14 652	6 624	-10 829	26 157	-236	-2 464	2 024	10 830	-7 793	18 623	3 822	12 628		
99 P	-6 641	5 378	4 574	12 019	-577	-6 629	19 581	-499	-447	13	-10 006	-6 411	-3 595	22 026	12 006		
00 A	-3 763	6 916	5 690	10 679	779	-8 683	17 506	-499	418	1 937	-22 252	-10 323	-11 929	32 930	8 741		
00 E-A	A	-1 728	-2 373	-4 152	-646	915	-6 233	4 406	-	600	581	-16 892	-9 664	-7 228	16 247	-1 226	
01 E-A	A	-3 699	-6 905	-20 236	-3 206	977	-6 256	4 002	-	-896	-56	-4 245	4 795	-9 040	1 039	-3 150	
00 Sep	A	-990	773	416	1 763	-125	-1 245	3 294	-	-113	-173	-2 745	90	-2 835	4 508	1 936	
Oct	A	7 369	9 890	9 296	2 521	21	-349	2 973	-	-0	-103	-3 345	-539	-2 806	5 866	2 624	
Nov	A	-1 542	2 068	2 302	3 610	-10	-789	4 097	-	-50	352	1 594	152	1 442	2 016	3 258	
Dic	A	-6 872	-3 442	-2 173	3 430	-22	-68	2 736	-499	-20	1 281	-864	-362	-502	4 294	2 149	
01 Ene	A	-1 224	-11 765	-12 758	-10 541	-59	1 482	-10 561	-	-3	-1 459	-7 388	606	-7 994	-3 153	-9 082	
Feb	A	7 023	-290	-3 778	-7 313	-51	501	-2 255	-	-64	-5 495	-5 121	179	-5 300	-2 191	-1 818	
Mar	A	-5 155	4 550	-3 700	9 706	-109	-1 865	5 750	-	16	5 805	4 277	597	3 680	5 429	3 901	
Abr	A	5 510	6 050	1	540	42	-541	-226	-	10	1 297	5 212	3 829	1 383	-4 673	-757	
May	A	-4 200	-1 379	7	2 820	35	-1 253	3 637	-	87	350	969	502	467	1 851	2 471	
Jun	A	-5 811	-407	-8	5 404	1 162	-2 507	6 167	-	-17	1 762	1 208	2 445	-1 236	4 196	3 643	
Jul	A	1 643	-1 986	0	-3 629	-80	-833	-261	-	76	-2 611	-5 070	-2 420	-2 650	1 441	-1 018	
Ago	A	-1 483	-1 677	-0	-194	37	-1 239	1 751	-	-1 001	295	1 667	-942	2 609	-1 861	-489	

Fuente: BE.

(a) Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

6.3p. Estado. Pasivos en circulación. España

Miles de millones de pesetas

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)												Pro Memoria:	
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					Depósitos en el Banco de España	Avales 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	Otros sectores residentes	Resto del Mundo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
96	43 922	3 402	13 491	25 342	1 799	3 290	35 022	88	34 934	8 988	2 528	1 362	
97	45 617	3 871	11 935	30 041	1 760	1 881	35 196	74	35 122	10 495	1 635	1 206	
98	47 243	4 964	9 973	34 103	1 721	1 446	35 807	51	35 756	11 487	1 709	1 067	
99	P 49 713	4 061	8 842	37 861	1 638	1 371	34 514	25	34 489	15 223	2 470	884	
00	A 51 372	3 953	7 422	40 972	1 555	1 423	31 360	116	31 244	20 128	3 417	903	
00 May	A 49 683	3 889	8 468	38 109	1 638	1 469	33 524	25	33 499	16 185	1 813	931	
<i>Jun</i>	A 50 144	3 854	8 509	38 530	1 638	1 468	33 173	25	33 148	16 996	1 947	930	
<i>Jul</i>	A 50 658	4 098	8 317	39 275	1 638	1 428	32 587	25	32 562	18 096	2 342	914	
<i>Ago</i>	A 50 606	4 180	7 852	39 652	1 638	1 464	32 179	-	32 179	18 427	1 779	915	
<i>Sep</i>	A 50 769	4 175	7 654	40 031	1 638	1 447	31 834	25	31 809	18 960	1 849	881	
<i>Oct</i>	A 51 189	4 251	7 591	40 509	1 638	1 452	31 113	25	31 088	20 101	3 395	876	
<i>Nov</i>	A 51 451	4 148	7 451	40 924	1 638	1 438	31 551	25	31 526	19 925	3 778	984	
<i>Dic</i>	A 51 372	3 953	7 422	40 972	1 555	1 423	31 360	116	31 244	20 128	3 417	903	
01 Ene	A 50 599	3 940	7 663	39 959	1 555	1 422	30 448	116	30 332	20 267	1 294	916	
<i>Feb</i>	A 50 433	3 923	7 739	39 728	1 555	1 411	30 556	116	30 440	19 993	666	946	
<i>Mar</i>	A 51 004	3 927	7 427	40 618	1 555	1 404	30 328	116	30 213	20 792	50	1 043	
<i>Abr</i>	A 50 794	3 933	7 330	40 503	1 555	1 406	30 872	116	30 756	20 038	50	1 047	
<i>May</i>	A 51 228	4 069	7 118	41 137	1 555	1 418	30 972	116	30 856	20 372	51	1 081	
<i>Jun</i>	A 51 605	4 054	6 689	41 947	1 555	1 414	30 684	168	30 515	21 089	50	1 066	
<i>Jul</i>	A 51 699	3 971	6 545	42 194	1 555	1 405	30 623	168	30 455	21 244	50	1 050	
<i>Ago</i>	A 51 468	3 929	6 337	42 341	1 555	1 236	...	168	...	...	50	1 062	

6.3e. Estado. Pasivos en circulación. España

Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)												Pro Memoria:	
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					Depósitos en el Banco de España	Avales 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	Otros sectores residentes	Resto del Mundo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
96	263 976	20 447	81 084	152 306	10 814	19 772	210 489	529	209 960	54 016	15 195	8 185	
97	274 161	23 263	71 730	180 551	10 578	11 303	211 530	445	211 085	63 076	9 829	7 251	
98	283 938	29 832	59 939	204 965	10 341	8 692	215 203	305	214 899	69 040	10 273	6 412	
99	P 298 779	24 410	53 142	227 552	9 843	8 243	207 436	150	207 286	91 493	14 846	5 310	
00	A 308 750	23 759	44 605	246 249	9 344	8 552	188 474	695	187 780	120 970	20 536	5 430	
00 May	A 298 603	23 371	50 892	229 041	9 843	8 828	201 481	150	201 331	97 272	10 899	5 596	
<i>Jun</i>	A 301 373	23 166	51 138	231 569	9 843	8 824	199 376	150	199 226	102 147	11 699	5 590	
<i>Jul</i>	A 304 461	24 627	49 987	236 049	9 843	8 583	195 851	150	195 701	108 760	14 077	5 495	
<i>Ago</i>	A 304 147	25 125	47 191	238 314	9 843	8 799	193 400	-	193 400	110 746	10 695	5 500	
<i>Sep</i>	A 305 130	25 093	46 001	240 591	9 843	8 695	191 328	150	191 178	113 952	11 111	5 292	
<i>Oct</i>	A 307 653	25 551	45 624	243 462	9 843	8 725	186 992	150	186 842	120 812	20 407	5 263	
<i>Nov</i>	A 309 228	24 930	44 784	245 960	9 843	8 642	189 627	150	189 477	119 752	22 709	5 914	
<i>Dic</i>	A 308 750	23 759	44 605	246 249	9 344	8 552	188 474	695	187 780	120 970	20 536	5 430	
01 Ene	A 304 104	23 681	46 054	240 161	9 344	8 545	182 994	695	182 299	121 804	7 778	5 508	
<i>Feb</i>	A 303 107	23 577	46 513	238 772	9 344	8 479	183 644	695	182 949	120 158	4 000	5 685	
<i>Mar</i>	A 306 542	23 602	44 640	244 120	9 344	8 439	182 276	695	181 581	124 961	300	6 271	
<i>Abr</i>	A 305 279	23 639	44 055	243 430	9 344	8 450	185 542	695	184 847	120 432	300	6 292	
<i>May</i>	A 307 886	24 454	42 781	247 237	9 344	8 524	186 144	695	185 449	122 437	308	6 499	
<i>Jun</i>	A 310 150	24 365	40 201	252 105	9 344	8 500	184 412	1 012	183 401	126 750	300	6 409	
<i>Jul</i>	A 310 716	23 867	39 338	253 590	9 344	8 444	184 048	1 012	183 036	127 680	300	6 309	
<i>Ago</i>	A 309 328	23 611	38 084	254 474	9 344	7 426	...	1 012	...	...	300	6 384	

Fuente: BE.

(a) Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

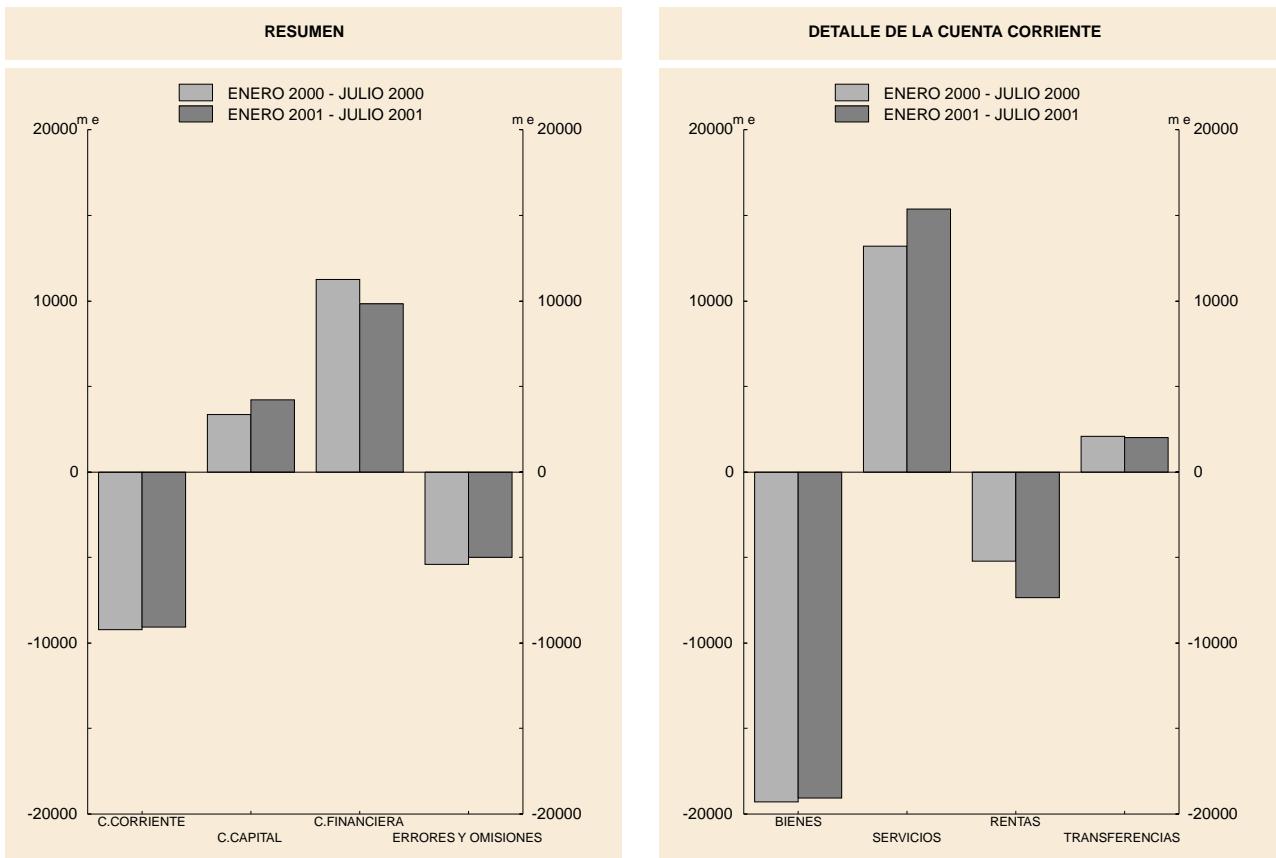
7.1. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Resumen y detalle de la cuenta corriente

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta corriente (a)																	
Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transferencias corrientes (saldo) (a)	Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo) (b)	Cuenta financiera (saldo) (b)	Errores y omisiones (17=-(15+16))		
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos								
	Total	Del cual	Del cual	Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes	10=11-12	11	12							
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=-(15+16)	
98	-2 598	-18 480	100 444	118 923	19 626	44 189	26 806	24 563	4 491	-6 751	13 092	19 844	3 006	5 680	3 081	-105	-2 977
99	-13 112	-28 585	105 735	134 320	21 524	50 362	30 416	28 838	5 166	-8 904	11 820	20 724	2 853	6 552	-6 561	11 242	-4 682
00	-18 959	-35 643	124 963	160 605	24 216	58 227	33 711	34 011	5 968	-9 055	16 212	25 267	1 523	5 217	-13 741	21 509	-7 768
00 E-J	-9 210	-19 302	71 508	90 810	13 201	32 069	18 487	18 868	3 177	-5 210	9 017	14 227	2 101	3 365	-5 845	11 261	-5 416
01 E-J	A -9 054	-19 074	78 643	97 717	15 359	36 384	20 907	21 025	3 689	-7 358	12 824	20 183	2 019	4 232	-4 823	9 824	-5 001
00 Abr	-1 770	-2 911	9 498	12 409	1 752	4 212	2 350	2 460	425	-485	1 060	1 545	-125	1 132	-638	789	-151
May	-1 396	-3 423	10 952	14 375	2 399	5 242	3 154	2 843	469	-455	1 563	2 019	83	468	-928	1 564	-635
Jun	-1 066	-2 610	11 574	14 184	2 390	5 176	3 045	2 786	515	-955	1 266	2 221	109	300	-766	2 233	-1 467
Jul	-1 823	-3 081	10 341	13 422	2 944	6 008	3 843	3 065	606	-1 591	1 356	2 946	-96	340	-1 483	1 957	-474
Ago	-1 225	-3 362	7 785	11 147	3 053	5 930	3 962	2 877	627	-834	1 216	2 050	-82	384	-842	969	-127
Sep	-1 908	-3 445	10 263	13 708	2 315	5 348	3 192	3 032	588	-925	1 339	2 265	147	339	-1 568	2 245	-677
Oct	-2 059	-3 299	12 069	15 368	2 077	5 382	3 131	3 305	561	-723	1 482	2 205	-115	188	-1 871	2 289	-418
Nov	-1 045	-2 829	12 370	15 199	2 272	5 224	3 003	2 952	520	-260	1 533	1 792	-228	373	-672	2 241	-1 569
Dic	-3 512	-3 406	10 967	14 373	1 298	4 275	1 936	2 977	495	-1 103	1 625	2 728	-301	569	-2 944	2 504	-439
01 Ene	P -1 342	-2 228	10 167	12 395	1 576	4 443	2 290	2 867	468	-1 129	1 993	3 122	439	415	-926	2 114	-1 187
Feb	P 232	-2 096	11 263	13 359	1 251	4 026	2 151	2 775	468	-791	1 398	2 190	1 868	934	1 166	-245	-921
Mar	P -1 561	-2 444	12 239	14 683	1 902	4 889	2 645	2 987	522	-956	2 085	3 041	-62	193	-1 368	2 285	-917
Abr	P -1 008	-2 852	10 891	13 743	1 788	4 656	2 612	2 868	485	-335	2 248	2 584	391	1 328	320	-486	166
May	P -664	-2 774	12 004	14 778	2 750	5 810	3 364	3 060	502	-548	1 897	2 445	-92	751	87	1 111	-1 198
Jun	P -2 722	-3 770	11 542	15 312	2 473	5 561	3 344	3 088	564	-1 222	1 533	2 756	-203	259	-2 463	2 484	-21
Jul	A -1 990	-2 911	10 535	13 446	3 619	7 000	4 501	3 381	679	-2 377	1 670	4 046	-322	352	-1 638	2 562	-924



Fuente: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5^a edición, 1993).

(a) Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

(b) Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

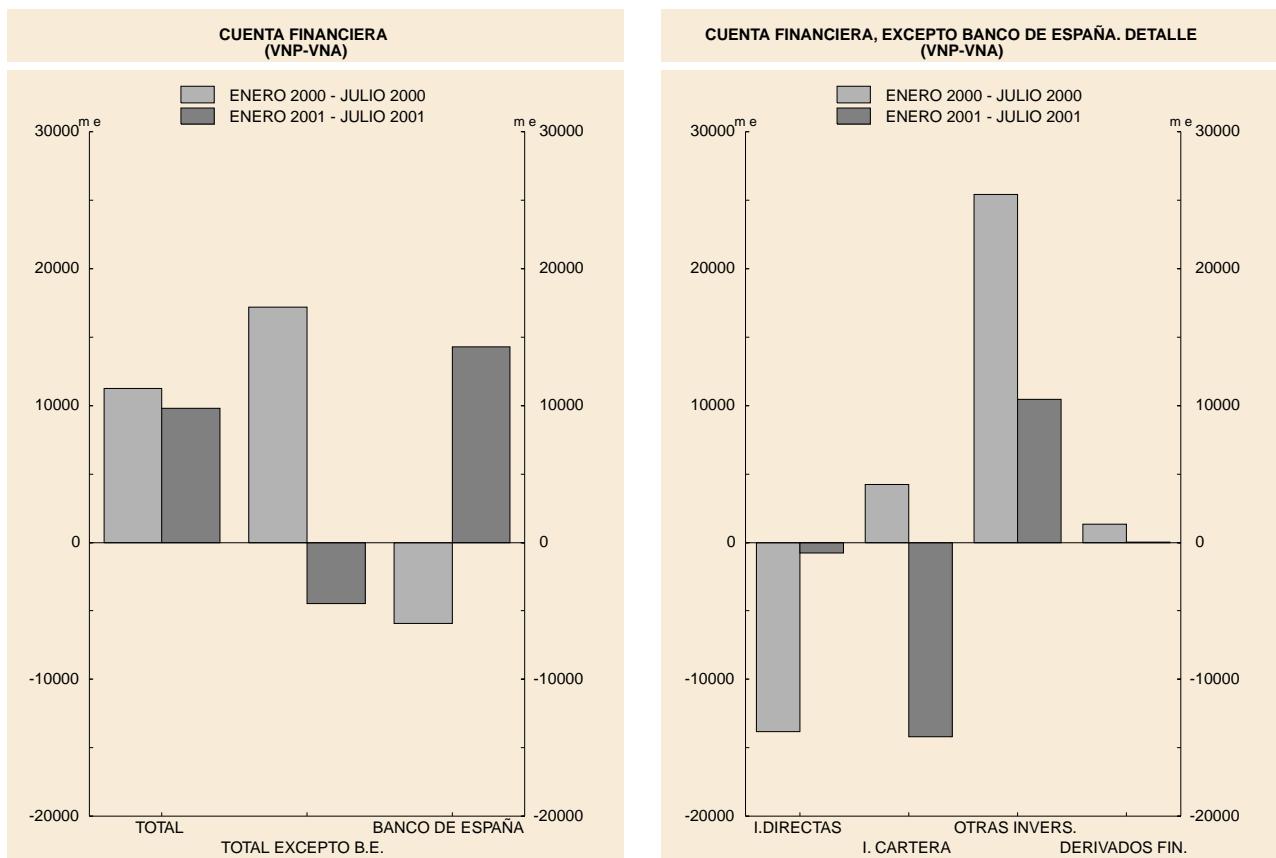
7.2. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Detalle de la cuenta financiera (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España			Pro memoria		
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA) (f)	Otras inversiones incluido Banco de España (d)		
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)					De España en el exterior	Del exterior en España	
1	2=3+6+ 9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+ 15+16	14	15	16	17	18
98	-105	-11 971	-6 410	17 002	10 592	-23 671	39 071	15 400	20 559	20 501	41 060	-2 450	11 867	12 248	-	-381	20 887 41 065
99	11 242	26 311	-24 709	39 501	14 791	-1 402	44 090	42 688	52 148	-14 008	38 140	274	-15 068	20 970	-35 978	-61	22 021 38 130
00	21 509	27 652	-18 561	58 303	39 742	-2 919	65 132	62 212	46 961	9 493	56 453	2 172	-6 143	3 302	-9 250	-195	18 737 56 253
00 E-J	11 261	17 185	-13 839	31 695	17 855	4 252	29 269	33 520	25 415	-4 037	21 378	1 357	-5 924	-1 338	-4 818	232	774 21 603
01 E-J	A 9 824	-4 468	-751	18 840	18 088	-14 189	31 847	17 658	10 456	4 580	15 036	17	14 291	313	12 959	1 019	-8 428 16 006
00 Abr	789	5 191	-183	2 695	2 512	-3 330	2 687	-643	8 151	-4 886	3 265	552	-4 402	409	-4 287	-524	-636 2 704
May	1 564	1 501	-562	9 025	8 463	-5 009	5 798	789	6 417	3 484	9 901	654	63	385	27	-350	3 475 9 570
Jun	2 233	-4 618	-921	1 940	1 019	214	5 353	5 567	-4 154	1 720	-2 434	243	6 852	-143	6 944	51	-5 212 -2 372
Jul	1 957	15 106	-10 554	13 846	3 292	14 060	2 374	16 434	11 642	-10 443	1 199	-42	-13 149	-1 757	-11 754	362	1 305 1 555
Ago	969	-5 722	-690	2 405	1 715	2 408	1 642	4 051	-8 551	5 820	-2 730	1 110	6 691	1 495	5 640	-443	182 -3 172
Sep	2 245	9 106	-5 286	6 132	847	2 244	6 707	8 952	11 521	7 311	18 832	627	-6 861	314	-7 403	228	14 697 19 043
Oct	2 289	9 963	-1 469	5 084	3 615	3 835	5 048	8 883	7 622	-2 065	5 557	-25	-7 673	1 692	-9 199	-167	7 151 5 407
Nov	2 241	181	-5 845	8 205	2 360	-2 063	3 709	1 646	7 825	-1 376	6 449	264	2 060	1 034	1 005	20	-2 374 6 477
Dic	2 504	-3 060	8 568	4 782	13 350	-13 595	18 756	5 161	3 128	3 840	6 968	-1 161	5 564	104	5 525	-65	-1 693 6 894
01 Ene	P 2 114	-7 693	-635	2 281	1 646	-1 775	1 438	-336	-5 724	20 519	14 795	440	9 806	-798	9 791	813	10 700 15 580
Feb	P -245	-4 857	-1 311	2 840	1 529	-6 493	7 033	540	2 662	-4 886	-2 224	285	4 611	-1 098	4 599	1 110	-9 505 -1 133
Mar	P 2 285	-1 568	-604	1 226	623	1 293	5 070	6 362	-3 043	10 155	7 112	786	3 853	619	3 534	-300	6 626 6 817
Abr	P -486	-4 599	-234	5 114	4 881	-979	964	-15	-1 600	-4 142	-5 742	-1 786	4 113	826	3 606	-320	-7 760 -6 074
May	P 1 111	10 872	3 126	-506	2 620	-1 567	5 897	4 330	8 898	-2 464	6 435	415	-9 761	954	-10 387	-329	7 953 6 136
Jun	P 2 484	-3 216	-1 272	5 481	4 208	-2 203	7 950	5 747	607	-6 687	-6 080	-348	5 700	331	5 760	-391	-12 459 -6 482
Jul	A 2 562	6 592	178	2 403	2 581	-2 464	3 494	1 030	8 654	-7 914	740	223	-4 030	-522	-3 943	435	-3 983 1 163



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.

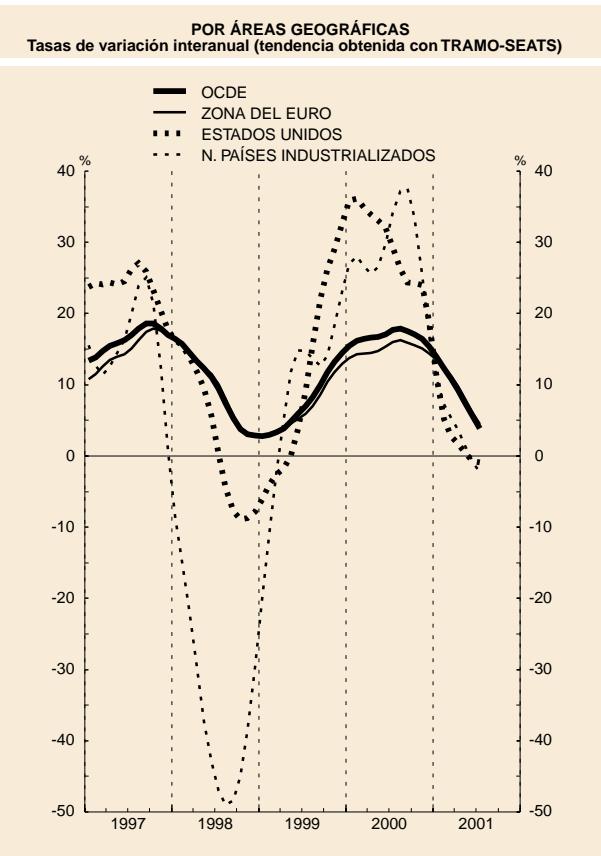
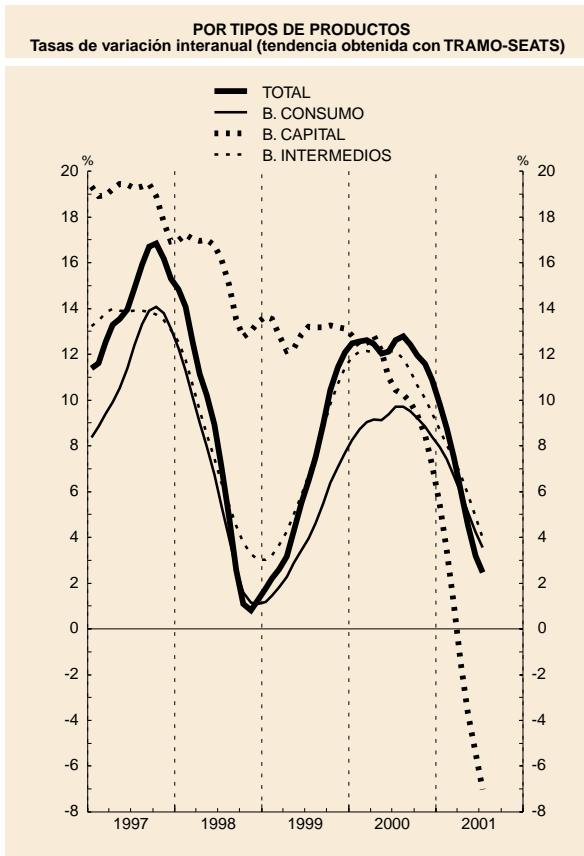
7.3. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

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	Nom- inal	Deflac- tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE					OPEP	Otros países ameri- canos	Nuevos países indus- triali- zados	Otros	
						Total	Energé- ticos	No energé- ticos	Total	Unión Europea	Del cual	Estados Unidos de América	Resto OCDE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
97	93 419	19,4	15,8	13,8	21,8	15,6	12,2	15,8	18,9	8,5	16,2	25,2	22,2	16,4	17,7	14,6	27,1	
98	99 849	6,9	6,8	5,2	8,2	7,5	-0,2	7,8	8,4	13,9	9,2	2,5	7,2	8,2	7,1	-35,2	2,1	
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	
00 Jun																		
<i>Jul</i>	11 399	19,1	10,1	13,2	-10,7	16,7	19,0	16,6	17,6	13,2	15,8	54,1	16,6	45,2	9,5	33,1	29,7	
<i>Ago</i>	10 148	15,6	11,6	11,0	4,1	15,2	20,7	14,9	16,3	16,9	16,8	16,1	16,1	19,8	-4,9	32,2	17,9	
<i>Sep</i>	7 704	28,8	20,3	17,9	12,6	24,9	-4,0	26,7	30,3	30,2	29,6	33,2	30,1	2,2	16,6	40,2	32,2	
<i>Oct</i>	10 155	17,1	10,0	6,9	17,6	9,9	-9,1	10,8	13,9	17,1	9,0	10,4	13,1	42,8	6,7	41,5	45,4	
<i>Nov</i>	11 957	18,3	12,3	12,0	20,5	9,1	2,7	9,3	18,9	21,7	17,1	24,4	17,4	16,9	-12,2	48,9	31,2	
<i>Dic</i>	12 206	23,6	15,6	12,9	29,5	12,6	-1,2	13,2	24,2	22,1	18,5	52,7	22,8	47,4	-8,0	30,3	31,6	
<i>01 Ene</i>	10 623	15,3	6,4	-0,3	15,3	8,7	15,8	8,5	14,5	12,3	14,6	21,7	14,6	27,9	17,3	-1,8	20,6	
<i>Feb</i>	9 896	19,8	15,0	15,3	27,8	8,5	-9,4	10,7	16,5	15,0	15,1	9,8	17,6	45,9	28,3	15,9	41,2	
<i>Mar</i>	10 960	14,9	10,0	12,1	10,5	8,1	3,6	8,2	13,5	12,9	15,0	-7,1	15,5	18,6	12,5	8,6	28,4	
<i>Abr</i>	11 999	9,6	5,9	3,6	14,8	5,0	-21,0	5,7	9,7	15,2	11,5	-3,2	8,9	6,4	-0,9	-4,5	16,3	
<i>May</i>	10 633	13,5	8,1	8,8	-13,5	16,2	8,0	16,5	11,6	10,5	14,1	3,1	12,8	34,4	10,9	18,7	25,9	
<i>Jun</i>	11 800	9,4	4,4	9,1	-16,4	9,6	-29,0	11,2	13,0	18,4	13,0	8,9	11,4	-4,7	-29,5	-4,7	12,2	
<i>Jul</i>	11 473	0,6	-2,1	-2,8	-9,9	1,2	-31,4	2,4	-1,1	0,1	-0,3	-17,9	-0,0	-9,7	28,5	-0,6	7,7	
	10 432	2,8	-2,9	-1,3	-16,1	0,8	-26,6	1,8	-0,5	-4,1	-3,5	13,2	-0,4	16,6	15,5	-6,0	20,7	



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.

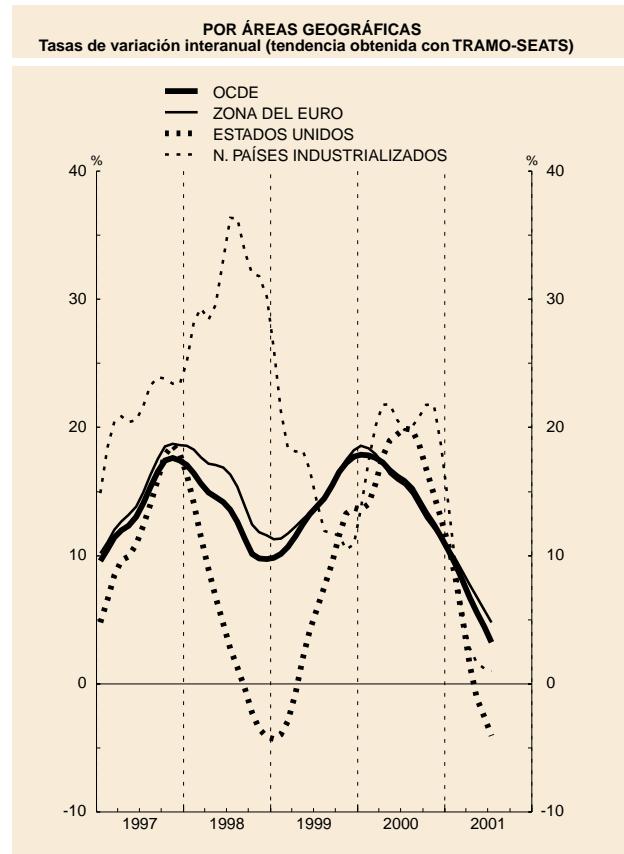
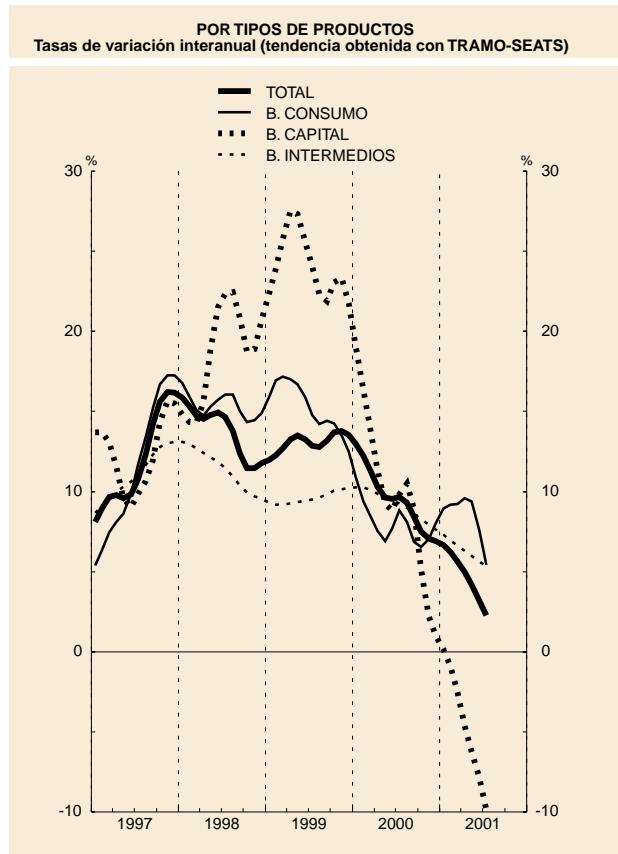
7.4. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

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			O C D E					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del cual	Estados Unidos de América	Resto OCDE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
97	109 469	16,2	12,2	12,0	12,0	12,4	1,7	14,1	14,9	14,6	15,6	15,5	15,0	21,5	19,9	24,2	21,1	
98	122 856	12,2	15,0	16,3	21,9	12,5	13,8	12,2	14,7	17,4	17,5	2,6	15,2	-15,2	3,6	30,6	10,3	
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	
00 Jun																		
Jul	13 889	21,7	9,0	23,4	1,2	5,7	28,5	3,3	15,5	6,1	15,6	14,2	18,9	108,9	-2,5	10,7	41,5	
Ago	11 505	31,0	18,4	9,1	30,8	19,2	23,5	18,6	25,6	22,4	23,3	58,9	23,6	95,1	12,3	23,1	36,4	
Sep	14 183	14,9	4,7	-0,8	20,3	2,5	-5,1	3,4	10,9	8,3	10,3	18,4	11,1	70,2	1,1	18,3	19,0	
Oct	15 885	21,1	6,3	5,6	1,9	8,2	42,8	5,3	12,6	10,3	10,4	31,6	11,8	116,8	30,9	20,6	42,7	
Nov	15 708	23,7	4,9	6,4	-9,1	9,5	39,6	6,6	16,0	13,0	16,0	-0,7	19,1	95,5	8,4	46,3	44,4	
Dic	14 893	13,9	1,7	-1,8	-1,1	4,4	18,8	2,9	6,7	9,0	4,8	21,1	4,7	62,8	49,5	10,7	37,2	
01 Ene																		
Feb	12 851	17,4	15,6	25,6	6,0	10,0	6,9	15,5	15,7	3,5	15,9	22,5	19,5	10,8	9,2	22,7	34,0	
Mar	13 830	12,5	7,3	7,9	-0,2	9,5	4,6	10,0	12,4	8,9	14,2	15,8	13,3	9,2	4,3	9,1	17,2	
Abr	15 210	5,5	-0,4	1,6	1,1	-1,7	15,5	-3,6	4,3	-0,7	5,1	19,0	4,7	1,3	15,8	-7,0	18,5	
May	14 140	10,0	12,7	18,0	-7,7	18,1	9,7	19,1	8,7	-2,1	8,5	-10,7	14,6	-3,2	40,1	5,7	22,7	
Jun	15 258	2,5	1,8	14,5	-8,0	0,4	-11,6	1,9	3,2	-1,1	8,6	-28,0	9,0	-0,6	-20,5	-4,0	8,8	
Jul	15 845	7,9	6,1	15,1	-2,6	5,4	-0,8	6,2	7,6	-3,4	4,8	16,6	10,3	-0,4	2,7	1,2	19,8	
	13 897	0,1	-4,6	-9,7	-13,4	0,6	-3,0	1,2	-3,4	-2,9	-2,1	-15,2	-2,6	-1,2	22,4	-0,1	17,9	



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.

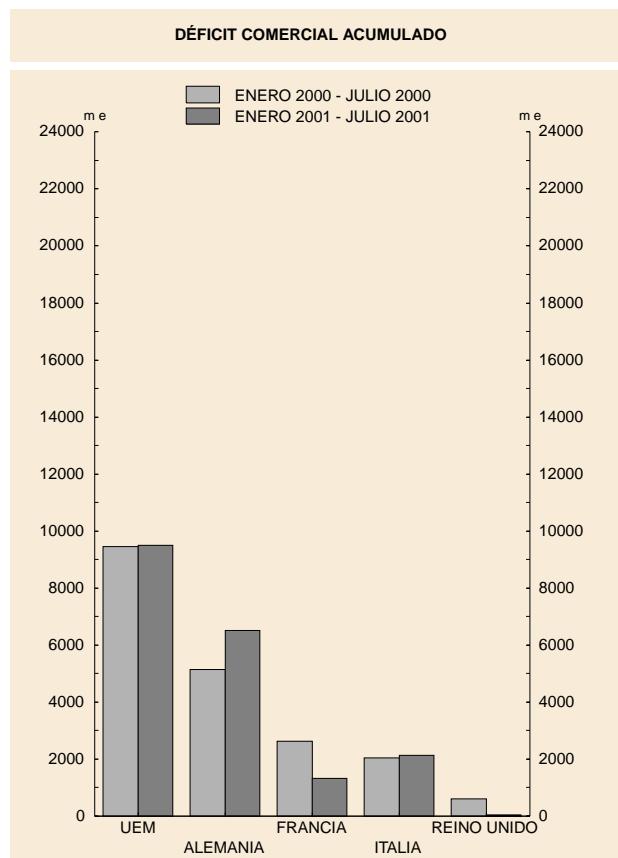
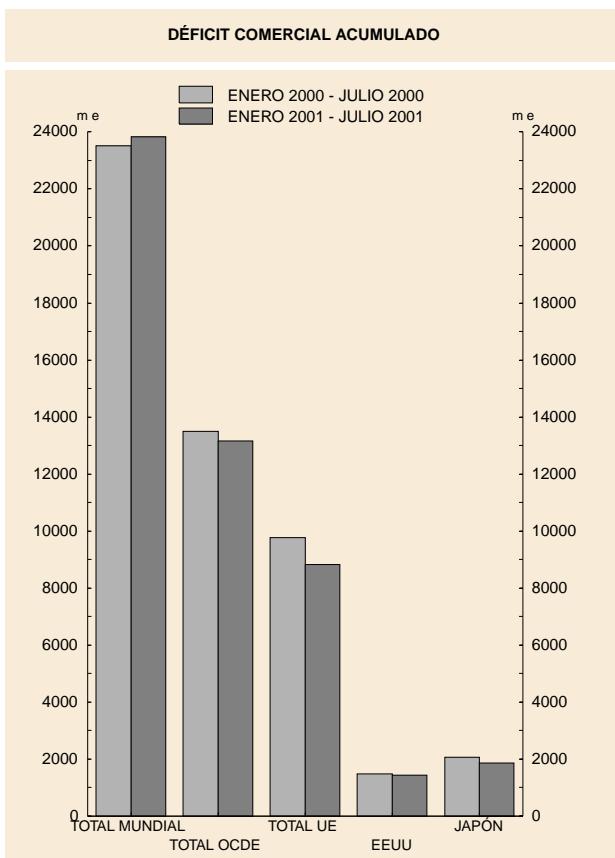
(a) Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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.

Millones de euros

	Total mundial	Total	O C D E										OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros					
			Unión Europea																		
			Total	Zona del euro			Reino Unido	Resto UE	Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE										
				Del cual																	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
98	-23 007	-17 316	-11 974	-556	-5 398	-3 138	-2 952	-1 053	-10 365	-2 839	-2 773	270	-3 447	1 589	-1 542	-2 291					
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					
00 E-J	-23 510	-13 491	-9 770	-9 451	-5 140	-2 630	-2 045	-604	284	-1 479	-2 066	-176	-5 606	542	-1 264	-3 691					
01 E-J	-23 836	-13 151	-8 824	-9 498	-6 509	-1 327	-2 140	-48	723	-1 445	-1 864	-1 018	-5 554	507	-1 309	-4 329					
00 Jul Ago Sep Oct Nov Dic	-3 740 -3 801 -4 028 -3 928 -3 502 -4 270	-2 244 -2 083 -2 377 -1 792 -1 587 -2 718	-1 731 -1 465 -1 424 -1 809 -1 469 -2 082	-1 711 -1 424 -717 -1 100 -862 -1 939	-1 145 -1 424 -717 -371 -337 -829	-261 -298 -187 -375 -245 -648	-355 -298 -187 -80 -200 -568	-76 -110 -98 -80 -201 -237	55 69 98 82 201 94	-172 -245 -262 -295 -294 -294	-321 -262 -111 -38 -25 -25	-20 -867 -111 -936 -1 104 -1 040	74 65 -29 -178 126 104	-180 -156 -508 -188 -521 -192	-587 -759 -508 -585 -621 -424						
01 Ene Feb Mar Abr May Jun Jul	-2 954 -2 870 -3 210 -3 507 -3 458 -4 373 -3 465	-1 254 -1 507 -1 735 -1 635 -1 908 -2 626 -1 927	-767 -970 -1 048 -1 516 -1 176 -1 672 -1 555	-1 010 -1 053 -1 101 -1 022 -1 335 -1 728 -1 756	-845 -742 -877 -235 -952 -1 074 -997	-126 -742 -877 -235 -366 -177 -278	-210 -279 -273 -255 -366 -444 -361	125 46 44 191 31 73	118 129 97 72 128 128	-163 -217 -339 -182 -230 -8	-280 -229 -294 -239 -295 -245	-45 -91 -54 -137 -207 -119	61 120 105 16 39 59	-194 -209 -157 -170 -215 -188	-674 -574 -533 -562 -610 -713						



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.

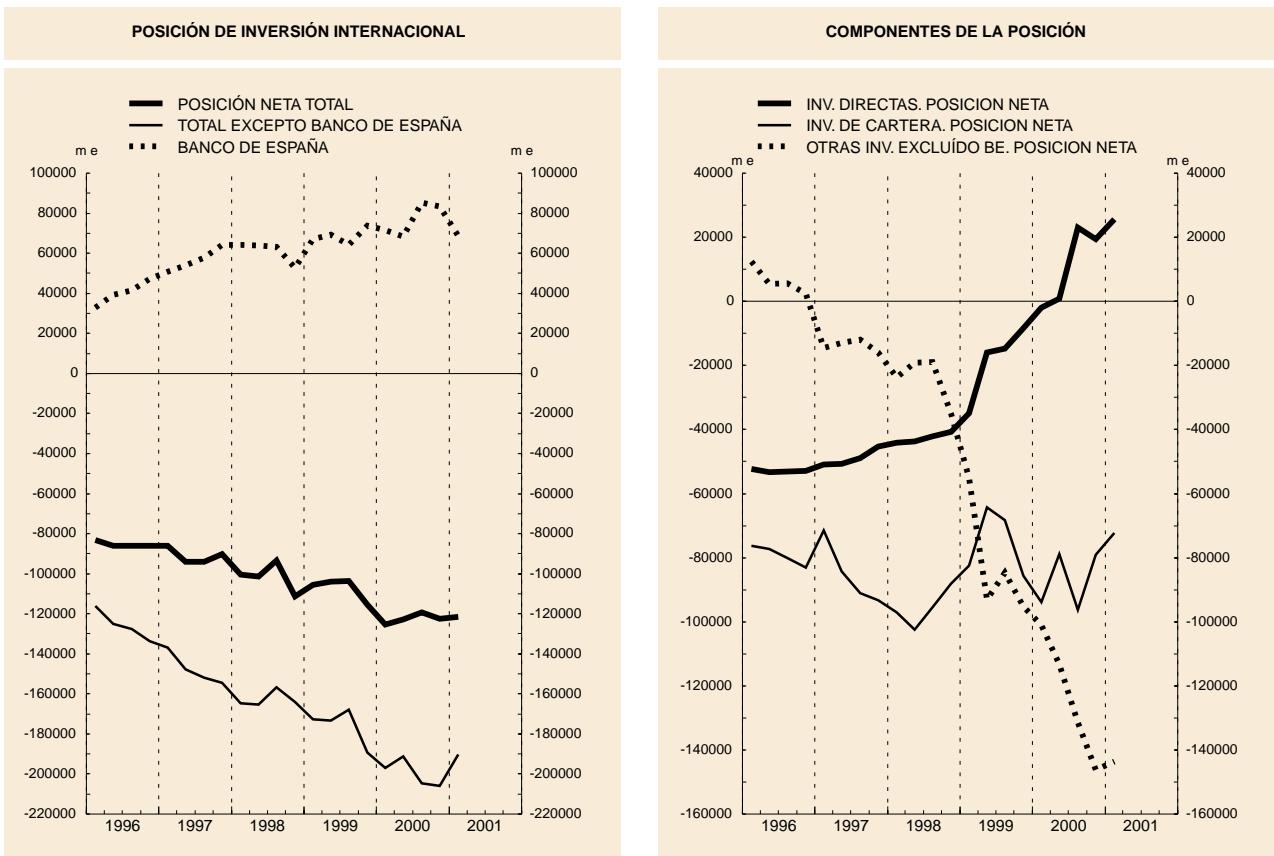
7.6. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

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 Eurosistema	Otros activos netos (activos-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)	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=13a15	13	14	15	
93	P	-80 210	-117 139	-47 891	20 543	68 434	-76 065	12 654	88 720	6 817	113 227	106 410	36 929	36 843	-	85
94	P	-79 502	-114 275	-52 286	23 806	76 091	-52 865	13 688	66 553	-9 124	104 339	113 463	34 773	34 708	-	65
95	P	-82 529	-109 895	-52 683	26 454	79 137	-73 019	13 309	86 328	15 807	130 085	114 278	27 366	27 263	-	102
96	P	-86 133	-133 535	-52 899	31 468	84 367	-83 045	16 649	99 693	2 409	133 470	131 061	47 403	47 658	-	-256
97	P	-90 310	-154 621	-45 293	44 399	89 692	-93 310	31 774	125 085	-16 018	143 327	159 345	64 311	64 174	-	137
98 /	P	-100 447	-164 791	-44 084	48 404	92 487	-97 053	41 556	138 610	-23 654	161 313	184 967	64 344	64 225	-	119
II	P	-101 515	-165 362	-43 702	50 771	94 473	-102 487	45 865	148 352	-19 173	167 179	186 352	63 847	63 791	-	56
III	P	-93 263	-156 566	-42 179	54 455	96 634	-95 471	51 503	146 974	-18 916	175 225	194 140	63 303	62 854	-	450
IV	P	-111 391	-163 933	-40 763	59 159	99 922	-88 067	69 624	157 691	-35 103	160 511	195 614	52 542	52 095	-	447
99 /	P	-105 537	-172 584	-34 951	65 832	100 783	-82 447	87 597	170 044	-55 185	165 471	220 657	67 046	45 874	20 779	394
II	P	-104 042	-173 441	-16 001	88 110	104 112	-64 335	109 015	173 350	-93 104	146 701	239 806	69 399	38 153	30 838	408
III	P	-103 674	-167 810	-14 722	92 987	107 709	-68 322	113 033	181 355	-84 766	148 887	233 653	64 137	35 903	28 090	143
IV	P	-115 460	-189 204	-8 275	106 407	114 682	-85 737	119 268	205 005	-95 191	149 993	245 184	73 743	37 288	36 028	427
00 /	P	-125 336	-196 866	-1 980	114 582	116 561	-93 820	133 237	227 056	-101 067	158 494	259 561	71 530	39 763	31 776	-10
II	P	-122 853	-191 362	806	129 045	128 240	-78 972	145 783	224 755	-113 195	156 930	270 125	68 509	39 354	29 092	63
III	P	-119 216	-204 584	23 104	157 735	134 631	-96 358	158 425	254 784	-131 330	164 607	295 937	85 368	42 750	42 610	7
IV	P	-122 442	-205 958	19 355	172 339	152 984	-79 138	181 744	260 882	-146 176	161 985	308 160	83 516	38 234	45 278	4
01 /	P	-121 635	-190 392	25 622	183 003	157 381	-72 356	195 523	267 880	-143 657	190 591	334 249	68 757	41 350	27 355	52



Fuente: BE.

Nota: Se ha procedido a una reordenación de la información del presente cuadro, para adaptarla a la nueva presentación de los datos de la Balanza de Pagos. Las razones de estos cambios, meramente formales, pueden consultarse en las Notas de 17 de abril de 2001 'Modificaciones en los cuadros de presentación de la Balanza de Pagos' y 'Los activos del Banco de España frente al Eurosistema en la Balanza de Pagos', recogidas en la web del Banco de España <http://www.bde.es>, sección Estadísticas, capítulo de Balanza de Pagos.

7.7. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

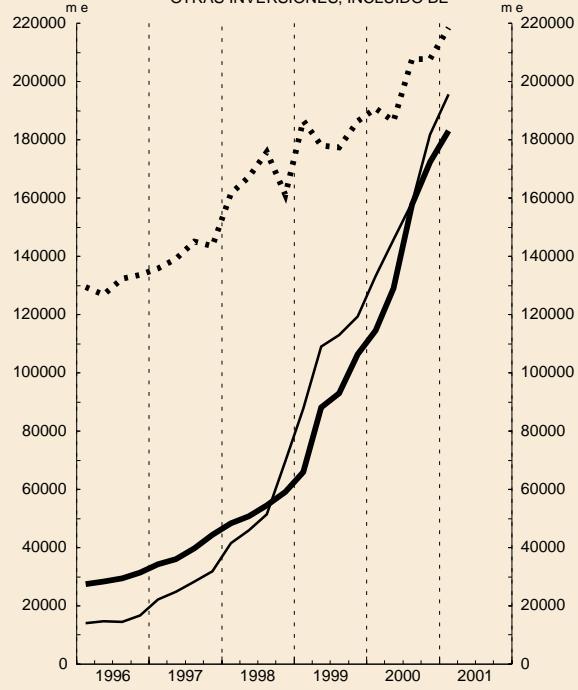
Detalle de inversiones

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones, incluido Banco de España		
	De España en el exterior		Del exterior en 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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
93	P	18 780	1 763	56 483	11 951	1 954	10 700	19 501	69 218	113 357	106 454
94	P	22 247	1 559	63 913	12 178	2 735	10 953	19 115	47 438	104 467	113 526
95	P	24 519	1 935	66 386	12 751	2 748	10 562	23 677	62 651	130 265	114 356
96	P	29 098	2 369	70 934	13 433	3 501	13 148	30 760	68 933	133 652	131 499
97	P	41 202	3 197	76 799	12 894	8 421	23 353	42 611	82 474	143 510	159 391
98 /	P	44 521	3 883	78 223	14 264	10 753	30 803	59 830	78 780	161 497	185 032
//	P	46 572	4 199	79 518	14 955	13 854	32 011	62 836	85 516	167 285	186 402
///	P	50 014	4 440	80 868	15 766	14 553	36 951	50 598	96 377	175 721	194 187
/IV	P	53 368	5 791	82 688	17 234	17 122	52 502	64 941	92 750	161 010	195 665
99 /	P	60 498	5 334	84 069	16 714	20 442	67 154	67 465	102 579	186 691	220 704
//	P	82 666	5 445	86 709	17 403	25 028	83 987	69 777	103 572	177 988	239 847
///	P	86 024	6 963	88 989	18 720	29 420	83 613	67 551	113 804	177 295	233 827
/IV	P	99 042	7 365	96 070	18 612	34 849	84 419	86 414	118 591	186 482	245 218
00 /	P	106 727	7 855	96 862	19 699	47 508	85 728	95 759	131 297	190 736	260 037
//	P	120 903	8 143	107 306	20 934	54 147	91 636	90 472	134 284	186 482	270 522
///	P	143 914	13 820	110 419	24 211	59 354	99 071	104 886	149 898	207 657	296 370
/IV	P	157 508	14 831	128 296	24 688	73 806	107 938	99 600	161 282	207 720	308 614
01 /	P	164 519	18 484	130 871	26 511	77 543	117 980	99 406	168 474	218 371	334 621

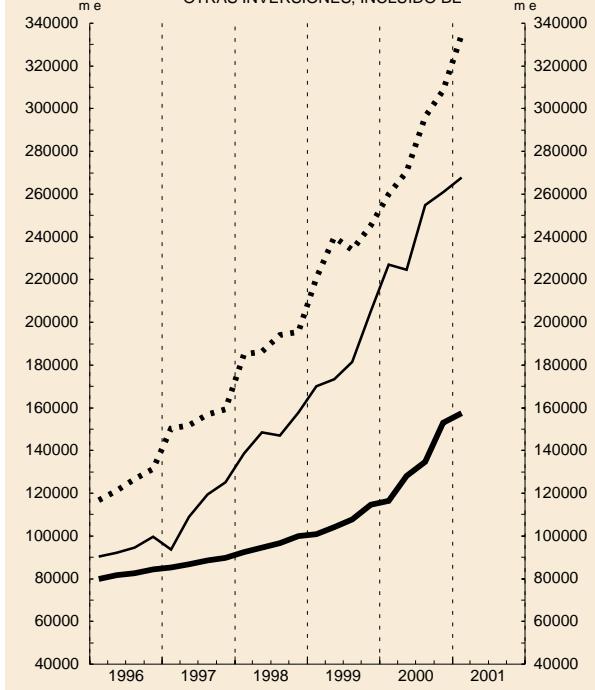
INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR

—■— INVERSIONES DIRECTAS
—■— INVERSIONES DE CARTERA
...■... OTRAS INVERSIONES, INCLUIDO BE



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA

—■— INVERSIONES DIRECTAS
—■— INVERSIONES DE CARTERA
...■... OTRAS INVERSIONES, INCLUIDO BE



Fuente: BE.

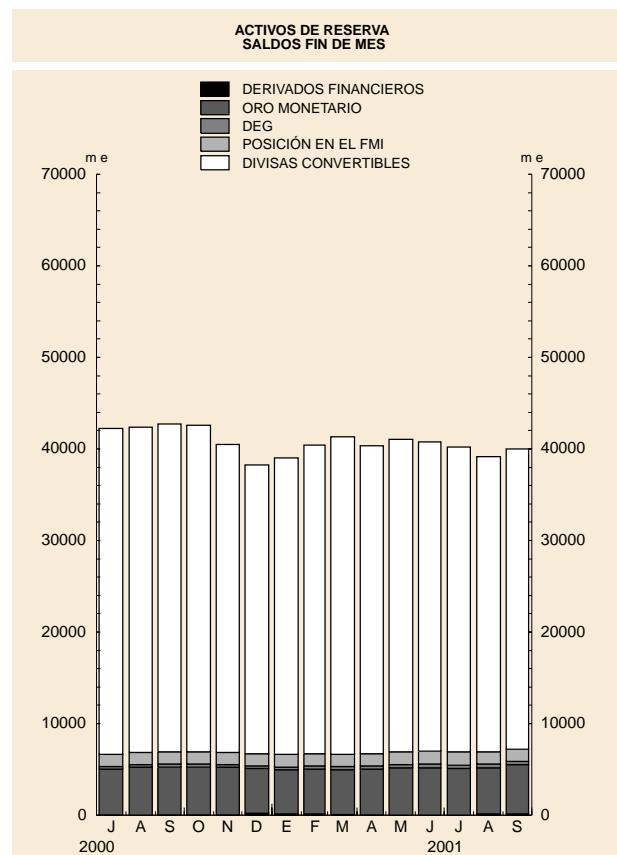
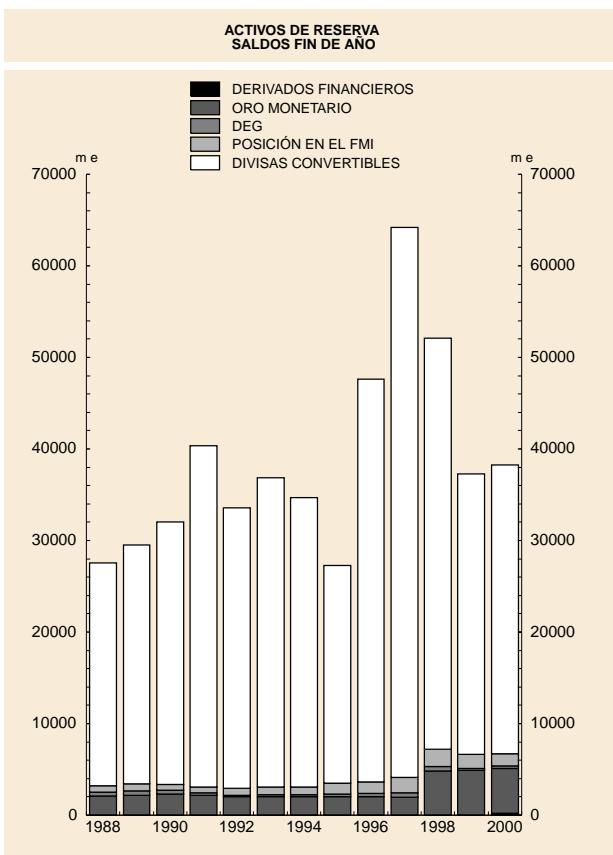
Nota: Véase nota del indicador 7.6

7.8. Activos de reserva de España

■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Activos de reserva	Pro memoria: Oro
							Millones de onzas troy	
1	2	3	4	5	6	7	7	
97	64 174	60 017	1 735	432	1 990	...	...	15,6
98	52 095	44 914	1 876	492	4 814	...	...	19,5
99 R	37 288	30 639	1 517	259	4 873	...	...	16,8
00 Abr	41 253	34 389	1 491	288	5 087	-1	16,8	
May	39 710	33 178	1 347	293	4 908	-16	16,8	
Jun	39 354	32 645	1 327	288	5 092	2	16,8	
Jul	42 243	35 573	1 349	293	5 029	-1	16,8	
Ago	42 393	35 516	1 344	314	5 229	-11	16,8	
Sep	42 750	35 811	1 356	317	5 263	4	16,8	
Oct	42 568	35 653	1 343	326	5 252	-7	16,8	
Nov	40 503	33 651	1 304	329	5 202	17	16,8	
Dic	38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8	
01 Ene	39 001	32 339	1 383	347	4 775	157	16,8	
Feb	40 438	33 706	1 337	361	4 878	156	16,8	
Mar	41 380	34 673	1 336	369	4 936	35	16,8	
Abr	40 362	33 628	1 342	369	4 992	31	16,8	
May	41 025	34 095	1 384	394	5 315	-163	16,8	
Jun	40 776	33 817	1 375	391	5 356	-163	16,8	
Jul	40 200	33 310	1 436	383	5 105	-34	16,8	
Ago	39 147	32 237	1 346	384	5 037	143	16,8	
Sep	39 971	32 735	1 348	385	5 361	143	16,8	



Fuente: BE.

Nota: A partir de enero de 1999 no se consideran activos de reserva los denominados en euros ni los denominados en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la UEM. 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.

8.1.a Balance del Eurosistema. Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas								
	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 AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)				
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	
00 Abr	196 507	137 496	60 000	-	55	381	1 424	77 114	351 691	-15 944	380 145	121 512	2 607	110 521	6 265
May	201 476	142 572	59 998	-	19	351	1 464	79 634	352 966	-17 091	378 624	122 383	2 481	113 096	6 265
Jun	204 045	144 629	59 905	319	50	312	1 170	80 917	354 516	-18 030	377 911	122 343	2 668	114 194	6 265
Jul	219 147	159 998	59 193	-	36	178	257	95 957	357 923	-8 299	382 268	128 602	3 132	113 793	6 265
Ago	219 301	164 697	54 697	-	31	206	330	96 967	357 866	-8 729	381 909	129 740	3 369	112 700	6 265
Sep	224 314	174 667	49 523	-	86	259	221	101 026	354 492	-3 929	380 427	130 890	3 700	113 403	6 184
Oct	222 895	177 500	44 999	-	38	469	110	97 550	354 053	-12 414	402 844	158 756	5 425	115 345	4 574
Nov	233 215	188 182	45 001	-	24	232	224	107 249	352 259	-5 446	396 723	157 159	6 951	115 159	3 856
Dic	260 769	215 427	45 000	-	77	560	294	131 026	365 743	325	393 893	158 851	7 529	118 430	3 784
01 Ene	247 374	201 537	46 087	-1	17	319	586	117 652	363 951	-13 398	380 535	147 633	6 587	119 351	3 784
Feb	238 812	185 273	49 998	-	24	3 973	455	107 849	353 929	-15 882	377 063	146 865	5 224	121 954	3 784
Mar	238 441	183 318	55 372	-	39	135	423	109 667	352 208	-17 787	375 043	150 290	4 027	120 962	3 784
Abr	229 862	165 306	59 111	3 476	-133	2 327	225	99 619	355 019	-23 209	385 360	153 170	3 349	123 110	3 784
May	216 975	145 390	59 100	12 695	17	502	728	86 393	351 862	-31 136	384 447	150 115	3 510	123 288	3 784
Jun	221 839	162 810	59 186	-	32	234	423	90 024	350 643	-26 643	346 827	150 553	3 536	124 496	3 784
Jul	222 461	162 582	60 000	-	15	192	328	86 136	350 371	-27 870	402 490	166 126	3 129	129 413	3 784
Ago	219 323	159 304	60 001	-	40	145	167	85 322	344 357	-22 214	401 876	165 055	3 101	127 116	3 784
Sep	210 473	144 849	60 001	5 489	13	415	294	73 426	332 632	-25 866	401 039	167 699	4 839	128 425	3 784

8.1.b Balance del Banco de España. Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas										
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España	
	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 AAPP	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	16	17	
00 Abr	12 483	8 777	3 702	-	6	-	2	31 786	54 617	5 910	42 229	13 488	-29 972	-20 976	-8 996	8 978	1 691
May	15 440	10 703	4 874	-	1	138	35 286	54 362	9 464	42 254	13 715	-30 058	-24 712	-5 346	8 521	1 691	
Jun	17 687	12 145	5 508	24	4	5	-	35 919	54 671	9 484	42 197	13 960	-29 158	-24 355	-4 803	9 235	1 691
Jul	17 202	12 255	4 952	-	-	-	5	33 558	56 029	6 144	43 217	14 602	-27 586	-23 955	-3 631	9 538	1 691
Ago	14 310	10 804	3 510	-	1	-	5	37 330	55 879	9 892	43 188	14 748	-33 929	-24 482	-9 447	9 218	1 691
Sep	12 370	10 285	2 087	-	1	-	3	35 716	55 407	8 285	42 797	14 821	-34 195	-30 173	-4 021	9 238	1 610
Oct	11 619	9 443	2 178	-	1	0	4	39 571	55 218	10 789	44 887	18 451	-37 256	-33 855	-3 401	9 304	-
Nov	13 248	11 175	2 066	-	6	-	0	50 524	54 429	23 221	43 399	16 272	-46 643	-38 553	-8 090	9 367	-
Dic	14 053	12 563	1 475	-	12	4	1	47 160	55 989	17 561	42 842	16 453	-42 747	-42 739	-8	9 640	-
01 Ene	13 999	12 119	1 905	-	11	-	36	44 794	54 883	16 726	41 316	14 502	-40 924	-40 950	26	10 128	-
Feb	11 608	8 996	2 206	-	2	407	2	34 508	53 423	9 818	41 144	12 412	-32 916	-32 959	43	10 015	-
Mar	12 807	10 558	2 240	-	9	-	0	26 402	53 199	1 569	41 199	12 832	-23 596	-23 642	46	10 002	-
Abr	14 119	10 690	2 847	378	0	210	6	28 642	53 804	2 323	42 564	15 079	-24 623	-24 688	66	10 099	-
May	15 932	11 995	2 468	1 379	-2	91	-	29 834	52 783	3 402	41 724	15 372	-24 365	-24 456	91	10 463	-
Jun	15 874	13 571	2 300	-	3	-	0	31 885	52 889	4 888	41 801	15 908	-25 800	-25 888	88	9 789	-
Jul	14 682	13 006	1 678	-	-2	-	0	30 252	53 683	2 381	43 454	17 641	-26 269	-26 325	56	10 699	-
Ago	15 270	13 410	1 856	-	3	0	-	30 29	52 819	3 370	43 450	17 290	-25 218	-25 268	50	10 459	-
Sep	14 418	11 620	2 492	313	-1	-	7	30 248	51 555	4 972	43 423	17 144	-26 594	-26 658	64	10 764	-

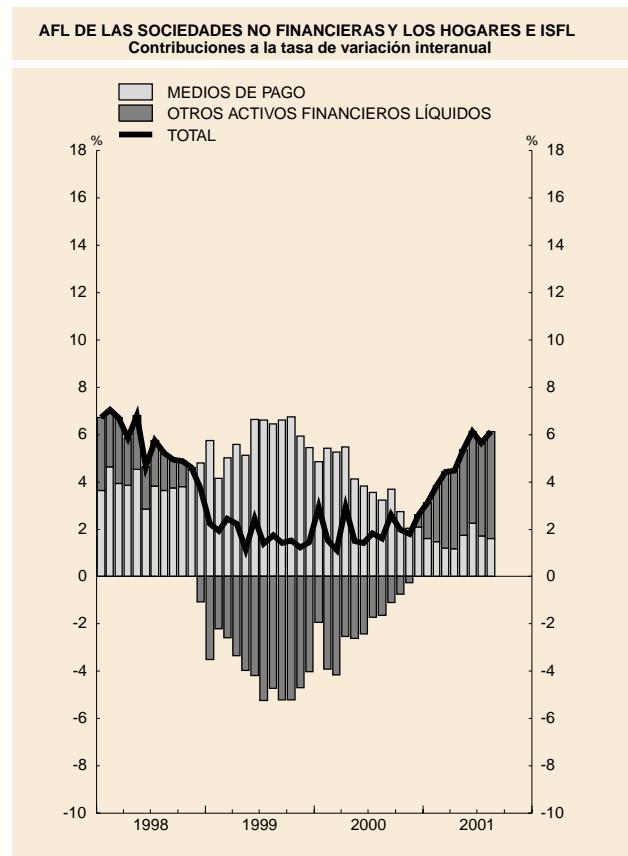
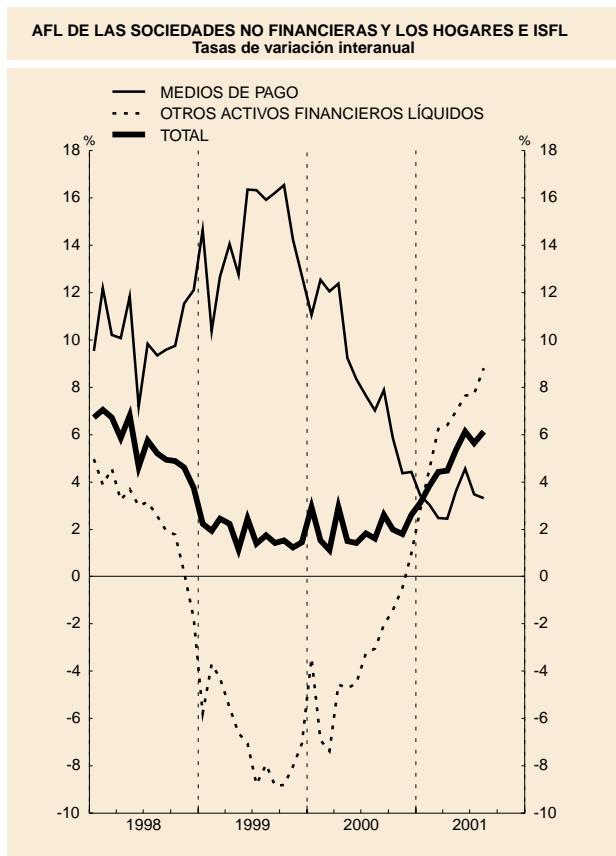
Fuentes: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

8.2. Activos financieros líquidos (a) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total		Medios de pago						Otros activos financieros líquidos								Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	Saldos	1 T 12	Contribución a la T 1/12 del total	T 1/12			Saldos	1 T 12	Contribución a la T 1/12 del total	T 1/12			Activos financieros líquidos ampliados (d)	Saldos	1 T 12	
						Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)				10	11	12	13	14	15	
98	539 528	3,7	231 738	12,1	4,8	0,7	19,5	12,4	307 790	-1,8	-1,1	-7,1	-25,0	-11,5	10,3	581 732	8,1	
99	547 262	1,4	261 185	12,7	5,5	8,3	14,1	13,8	286 078	-7,1	-4,0	11,9	-16,5	37,9	-22,5	621 122	6,8	
00	561 582	2,6	272 700	4,4	2,1	-0,4	9,1	2,4	288 882	1,0	0,5	25,4	26,0	-21,4	-29,8	637 543	2,6	
00 May	536 519	1,5	258 173	9,2	4,1	5,4	11,0	9,5	278 346	-4,7	-2,6	24,1	9,3	-1,5	-31,4	613 739	4,0	
Jun	545 339	1,4	268 448	8,3	3,8	6,2	10,0	7,8	276 892	-4,5	-2,4	24,7	12,2	-5,6	-32,7	623 890	3,8	
Jul	547 191	1,8	269 120	7,6	3,6	4,4	9,7	7,3	278 070	-3,2	-1,7	25,2	20,0	-4,8	-32,7	625 457	4,3	
Ago	543 363	1,6	264 417	7,0	3,2	4,4	8,7	6,8	278 946	-3,0	-1,6	26,5	20,9	-4,1	-33,9	624 532	4,4	
Sep	549 998	2,6	270 908	7,9	3,7	4,2	12,0	5,8	279 090	-2,0	-1,1	27,2	27,6	-3,3	-34,6	630 753	5,1	
Oct	543 991	2,0	264 195	5,9	2,7	2,7	9,3	4,2	279 795	-1,4	-0,8	26,2	25,0	-10,4	-33,1	624 839	4,4	
Nov	548 011	1,8	263 862	4,4	2,1	2,2	8,2	1,8	284 149	-0,5	-0,3	25,0	20,8	-16,2	-30,3	622 793	2,5	
Dic	561 582	2,6	272 700	4,4	2,1	-0,4	9,1	2,4	288 882	1,0	0,5	25,4	26,0	-21,4	-29,8	637 543	2,6	
01 Ene	554 601	3,1	263 790	3,4	1,6	-0,3	6,7	2,1	290 811	2,9	1,5	25,4	20,7	-19,8	-26,0	630 875	3,4	
Feb	555 440	3,8	264 691	3,1	1,5	-0,6	6,3	1,7	290 750	4,5	2,4	25,9	12,6	-18,2	-23,0	628 633	2,3	
Mar	562 589	4,4	267 137	2,5	1,2	-1,6	5,5	1,5	295 452	6,2	3,2	25,3	11,1	-16,4	-19,6	632 608	1,9	
Abr	565 422	4,5	268 056	2,4	1,2	-2,8	5,6	2,0	297 366	6,4	3,3	24,4	5,6	-19,3	-17,5	637 389	2,5	
May	565 318	5,4	267 529	3,6	1,7	-3,4	7,1	3,8	297 788	7,0	3,6	24,1	6,2	-22,6	-16,2	638 471	4,0	
Jun	578 717	6,1	280 686	4,6	2,2	-4,4	8,5	5,1	298 031	7,6	3,9	22,8	6,6	-25,9	-13,6	650 479	4,3	
Jul	P 578 053	5,6	278 473	3,5	1,7	-5,6	6,6	4,9	299 580	7,7	3,9	21,4	-0,3	-19,1	-10,6	647 856	3,6	
Ago	P 576 694	6,1	273 204	3,3	1,6	-6,4	6,9	4,7	303 490	8,8	4,5	20,9	0,7	-17,4	-7,6	644 076	3,1	



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 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) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes. Los datos intertrimestrales son parcialmente estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses. (c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

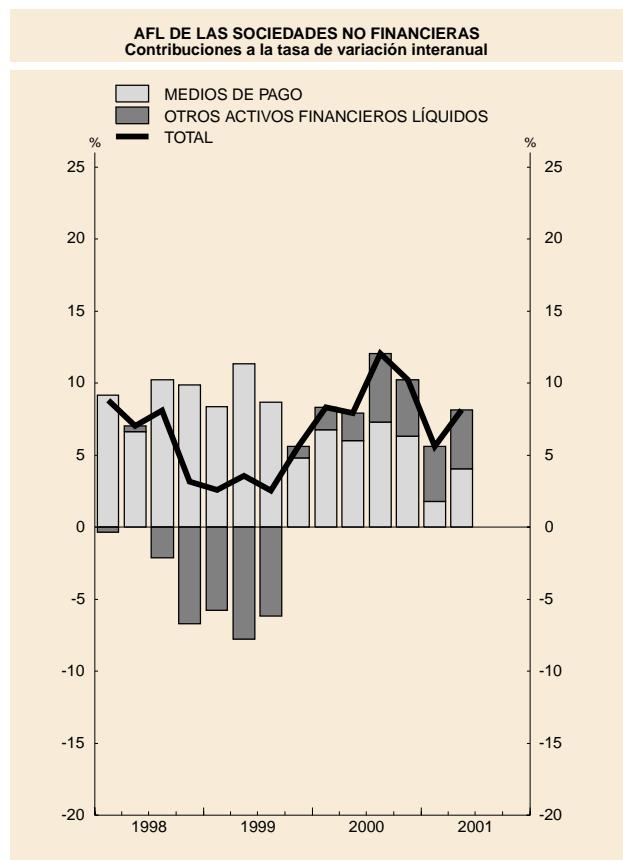
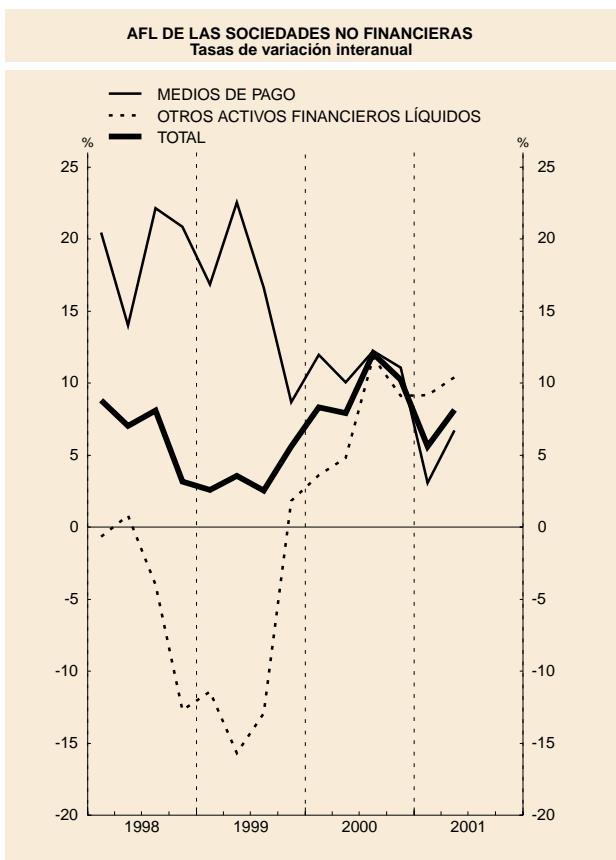
(d) Definidos como activos financieros líquidos más participaciones en fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.

8.3. Activos financieros líquidos (a) de las sociedades no financieras, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total		Medios de pago					Otros activos financieros líquidos						Pro memoria	
	Saldos	1 T 4	Saldos	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total	T 1/4		Saldos	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total	T 1/4		Activos financieros líquidos ampliados (d)	Saldos	1 T 4
						Efectivo y depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)				Otros depósitos (c)	Cesiones temporales			
						1	2				3	4	5	6	7	8
98	82 403	3,2	45 611	20,9	9,9	21,5	5,2	36 793	-12,7	-6,7	6,7	-33,7	16,5	86 042	5,8
99	87 022	5,6	49 565	8,7	4,8	8,8	5,2	37 457	1,8	0,8	30,8	-8,1	-1,4	94 039	9,3
00	95 940	10,2	55 062	11,1	6,3	11,0	13,1	40 878	9,1	3,9	45,5	21,2	-25,9	103 536	10,1
98 //	81 820	7,0	41 158	14,0	6,6	14,1	11,4	40 662	0,8	0,4	0,6	-10,0	21,8	84 541	9,1
///	80 231	8,1	41 944	22,2	10,2	21,6	35,2	38 287	-4,0	-2,1	1,9	-19,5	21,6	82 535	9,0
IV	82 403	3,2	45 611	20,9	9,9	21,5	5,2	36 793	-12,7	-6,7	6,7	-33,7	16,5	86 042	5,8
99 I	79 728	2,6	45 063	16,8	8,4	17,4	4,2	34 665	-11,4	-5,8	19,9	-36,7	10,2	84 362	5,4
II	84 721	3,5	50 433	22,5	11,3	23,8	-3,5	34 288	-15,7	-7,8	13,3	-36,5	0,3	90 476	7,0
///	82 257	2,5	48 917	16,6	8,7	18,0	-12,2	33 340	-12,9	-6,2	30,4	-32,1	-7,5	88 223	6,9
IV	87 022	5,6	49 565	8,7	4,8	8,8	5,2	37 457	1,8	0,8	30,8	-8,1	-1,4	94 039	9,3
00 I	86 367	8,3	50 447	11,9	6,8	12,2	6,3	35 919	3,6	1,6	37,8	7,8	-17,1	94 568	12,1
II	91 444	7,9	55 502	10,1	6,0	10,2	6,3	35 942	4,8	2,0	55,0	7,5	-24,6	99 299	9,8
///	92 168	12,0	54 901	12,2	7,3	12,4	7,6	37 267	11,8	4,8	58,7	19,5	-22,4	100 244	13,6
IV	95 940	10,2	55 062	11,1	6,3	11,0	13,1	40 878	9,1	3,9	45,5	21,2	-25,9	103 536	10,1
01 I	91 213	5,6	51 997	3,1	1,8	2,8	10,6	39 216	9,2	3,8	38,7	10,0	-16,5	98 215	3,9
II	98 906	8,2	59 219	6,7	4,1	6,6	8,3	39 687	10,4	4,1	27,5	8,1	-5,5	106 082	6,8



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 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) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

(d) Definidos como activos financieros líquidos más participaciones en fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.

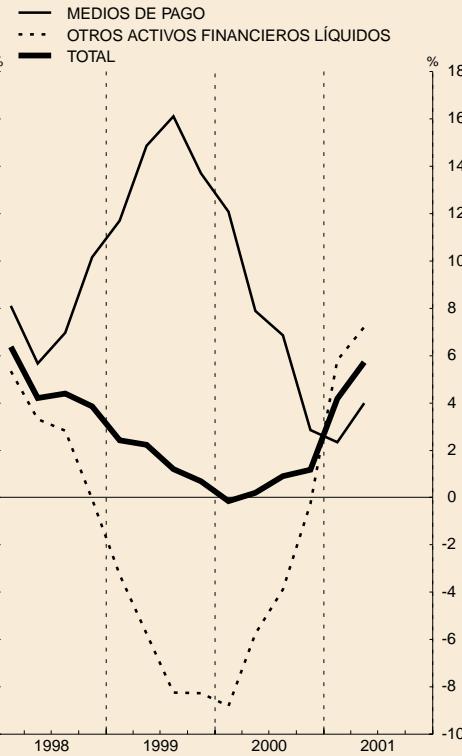
8.4. Activos financieros líquidos (a) de los hogares e ISFL, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

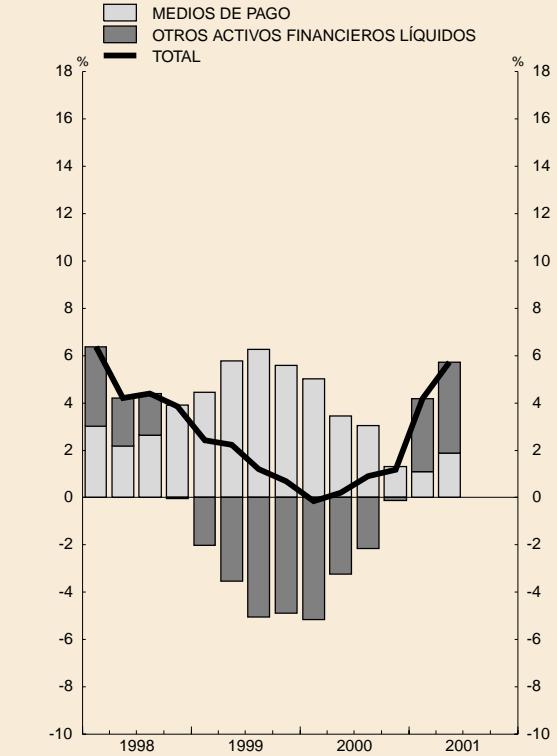
Millones de euros y porcentajes

	Total		Medios de pago						Otros activos financieros líquidos								Pro memoria	
	Saldos	1 T 4	Saldos	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total	T 1/4			Saldos	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total	T 1/4			Activos financieros líquidos ampliados (d)	Saldos	1 T 4	
						Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)				10	11	12	13	14		
98	457 124	3,8	186 127	10,1	3,9	0,9	16,8	12,6	270 997	-0,1	-0,0	-7,8	-11,7	-14,8	9,6	495 690	8,5	
99	460 240	0,7	211 620	13,7	5,6	8,3	19,0	13,9	248 621	-8,3	-4,9	10,7	-26,1	18,9	-23,2	527 083	6,3	
00	465 642	1,2	217 638	2,8	1,3	-0,4	7,1	2,2	248 004	-0,2	-0,1	24,0	32,7	-25,9	-29,7	534 007	1,3	
98 //	443 083	4,2	171 823	5,7	2,2	2,1	5,4	8,0	271 260	3,3	2,0	-11,7	-14,6	-0,3	23,1	473 281	8,2	
///	448 323	4,4	174 110	7,0	2,6	0,9	10,5	8,9	274 213	2,8	1,8	-10,4	-11,2	-11,1	19,3	473 448	6,1	
IV	457 124	3,8	186 127	10,1	3,9	0,9	16,8	12,6	270 997	-0,1	-0,0	-7,8	-11,7	-14,8	9,6	495 690	8,5	
99 I	453 132	2,4	187 549	11,7	4,4	2,9	19,1	13,2	265 583	-3,3	-2,0	-4,4	-27,9	-9,6	0,7	500 922	6,8	
II	453 012	2,2	197 368	14,9	5,8	4,5	20,6	18,0	255 644	-5,8	-3,5	0,5	-29,2	7,0	-9,2	510 798	7,9	
///	453 744	1,2	202 164	16,1	6,3	6,2	23,8	17,9	251 580	-8,3	-5,0	4,0	-31,1	8,4	-16,4	512 078	8,2	
IV	460 240	0,7	211 620	13,7	5,6	8,3	19,0	13,9	248 621	-8,3	-4,9	10,7	-26,1	18,9	-23,2	527 083	6,3	
00 I	452 419	-0,2	210 227	12,1	5,0	6,0	17,1	12,7	242 192	-8,8	-5,2	18,7	2,3	-5,5	-32,4	526 231	5,1	
II	453 895	0,2	212 946	7,9	3,4	6,2	9,7	7,8	240 949	-5,7	-3,2	22,7	18,5	-10,0	-33,0	524 591	2,7	
///	457 830	0,9	216 007	6,8	3,1	4,2	11,4	5,8	241 823	-3,9	-2,2	25,1	38,1	-18,2	-34,7	530 510	3,6	
IV	465 642	1,2	217 638	2,8	1,3	-0,4	7,1	2,2	248 004	-0,2	-0,1	24,0	32,7	-25,9	-29,7	534 007	1,3	
01 I	471 376	4,2	215 140	2,3	1,1	-1,6	7,7	1,4	256 236	5,8	3,1	24,3	12,4	-21,8	-19,5	534 393	1,6	
II	479 811	5,7	221 467	4,0	1,9	-4,4	10,1	5,0	258 344	7,2	3,8	22,4	4,8	-44,0	-13,4	544 396	3,8	

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE LOS HOGARES E ISFL
Tasas de variación interanual



ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE LOS HOGARES E ISFL
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 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) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

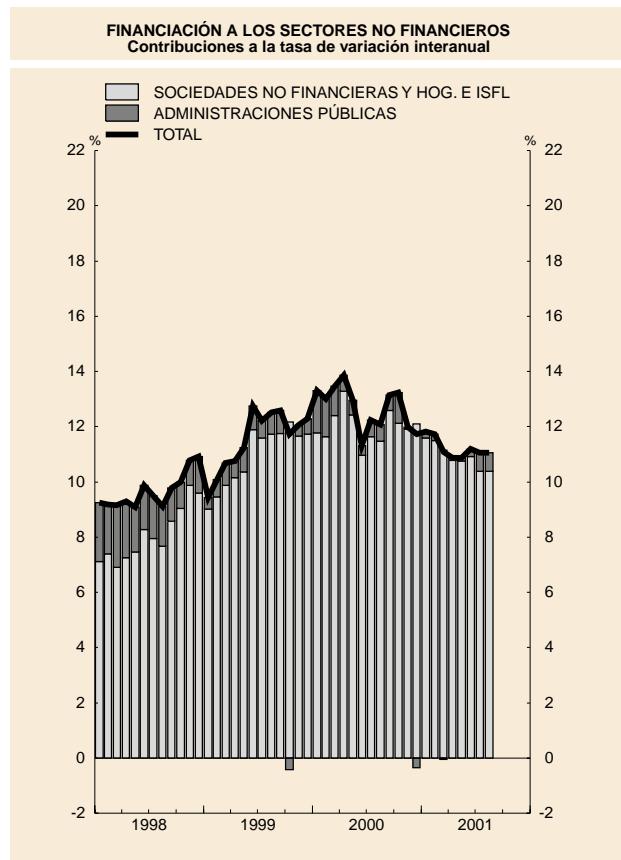
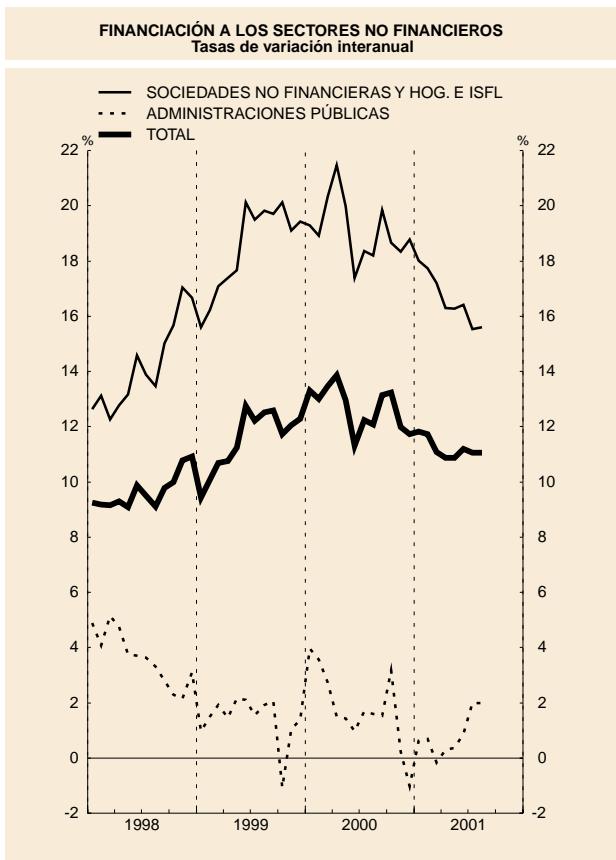
(d) Definidos como activos financieros líquidos más participaciones en fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.

8.5. Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total				T 1/12								Contribución a la T 1/12 del total				
	Saldo	Flujo efectivo	1 T 12	Administraciones públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFL				Administraciones públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFL				Préstamos de entidades de crédito residentes	Fondos de titulización y otras transferencias	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior
					Préstamos de entidades de crédito residentes	Fondos de titulización y otras transferencias	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Préstamos de entidades de crédito residentes	Fondos de titulización y otras transferencias	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
98	778 122	14 372	10,9	3,1	16,7	16,1	56,1	-0,1	23,3	1,3	9,6	7,9	0,5	-0,0	1,2		
99	876 410	17 820	12,3	1,4	19,4	16,4	60,4	19,3	36,8	0,5	11,7	8,4	0,7	0,4	2,2		
00	981 840	17 850	11,7	-1,0	18,8	17,9	38,1	-12,7	29,9	-0,4	12,1	9,4	0,7	-0,3	2,3		
00 May	914 453	5 996	13,0	1,4	20,0	18,1	53,4	3,9	32,3	0,5	12,4	9,4	0,8	0,1	2,2		
<i>Jun</i>	930 170	15 740	11,3	1,0	17,4	16,2	68,4	8,1	18,7	0,4	11,0	8,4	1,0	0,2	1,4		
<i>Jul</i>	942 811	13 210	12,2	1,7	18,4	17,4	57,2	-8,2	25,4	0,6	11,6	9,0	0,9	-0,2	1,9		
<i>Ago</i>	941 265	-2 392	12,1	1,6	18,2	17,2	48,3	-8,9	27,1	0,6	11,5	8,9	0,8	-0,2	2,0		
<i>Sep</i>	961 978	19 131	13,1	1,5	19,8	18,4	32,2	-9,3	36,6	0,6	12,6	9,6	0,6	-0,2	2,7		
<i>Oct</i>	960 397	-1 748	13,2	3,2	18,7	16,9	31,0	-9,8	37,2	1,1	12,1	9,0	0,5	-0,2	2,8		
<i>Nov</i>	963 720	3 652	12,0	0,2	18,3	18,0	25,2	-14,2	29,0	0,1	11,9	9,5	0,5	-0,3	2,3		
<i>Dic</i>	981 840	17 850	11,7	-1,0	18,8	17,9	38,1	-12,7	29,9	-0,4	12,1	9,4	0,7	-0,3	2,3		
01 Ene	993 353	11 980	11,8	0,6	18,0	15,9	38,6	-3,8	34,2	0,2	11,6	8,4	0,7	-0,1	2,7		
<i>Feb</i>	992 770	-745	11,7	0,7	17,7	15,9	22,0	3,0	32,2	0,2	11,5	8,4	0,4	0,1	2,6		
<i>Mar</i>	1 006 912	12 424	11,1	-0,2	17,2	15,2	19,8	-0,6	34,8	-0,1	11,1	8,0	0,4	-0,0	2,8		
<i>Abr</i>	1 009 695	3 797	10,9	0,3	16,3	13,8	21,7	-3,5	37,0	0,1	10,8	7,4	0,4	-0,1	3,0		
<i>May</i>	1 018 103	6 577	10,9	0,4	16,3	14,4	14,7	-4,4	34,1	0,1	10,8	7,7	0,3	-0,1	2,8		
<i>Jun</i>	1 038 666	20 517	11,2	0,9	16,4	15,0	4,2	-5,9	35,1	0,3	10,9	8,1	0,1	-0,1	2,9		
<i>Jul</i>	P 1 051 699	13 097	11,0	2,0	15,5	13,5	10,2	2,4	32,9	0,7	10,4	7,3	0,2	0,0	2,8		
<i>Ago</i>	P 1 049 097	-2 535	11,0	2,0	15,6	13,3	10,1	5,4	33,6	0,7	10,4	7,1	0,2	0,1	2,9		



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 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. Los datos intertrimestrales son parcialmente estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

(b) Total de pasivos menos depósitos.

8.6. Financiación a las sociedades no financieras y hogares e ISFL, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

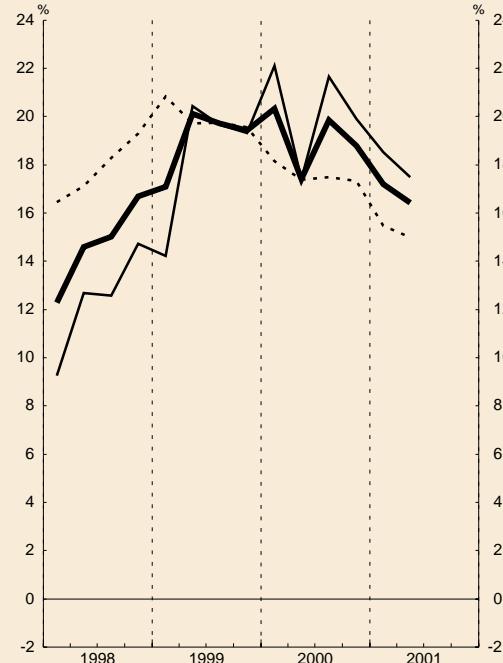
Millones de euros y porcentajes

	Sociedades no financieras													Hogares e ISFL				
	Total			Prestamos y créditos de entidades de crédito residentes			Financ. intermediaida por fondos tituliz. y otras transferencias			Valores distintos de acciones			Préstamos del exterior			Saldo	Flujo efectivo	1 T 4
	Saldo	Flujo efectivo	1 T 4	Saldo	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total	Saldo (b)	1 T 4	Saldo	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total	Saldo	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
98	264 092	34 018	14,7	194 662	14,2	10,6	5 832	17,5	17 419	-0,1	-0,0	46 179	23,5	3,8	205 910	33 509	19,3	
99	318 596	51 014	19,3	222 321	14,7	10,8	7 867	34,9	20 778	19,3	1,3	67 630	37,0	6,5	245 453	40 289	19,6	
00	385 225	63 435	19,9	262 564	18,4	12,8	12 749	62,1	18 134	-12,7	-0,8	91 778	30,0	6,4	287 430	42 525	17,3	
98 //	245 737	11 082	12,7	181 564	14,9	10,9	4 997	-0,7	16 945	-2,9	-0,2	42 231	12,3	2,1	191 611	11 577	17,1	
///	251 597	7 028	12,6	186 200	13,9	10,2	4 932	-0,8	17 279	-0,3	-0,0	43 185	14,5	2,4	196 227	5 202	18,3	
IV	264 092	12 164	14,7	194 662	14,2	10,6	5 832	17,5	17 419	-0,1	-0,0	46 179	23,5	3,8	205 910	9 991	19,3	
99 I	267 724	3 112	14,2	192 523	12,8	9,4	6 521	33,4	18 314	3,4	0,3	50 367	22,9	3,9	216 510	10 751	20,8	
II	297 332	27 927	20,4	211 460	17,2	12,7	6 677	33,6	18 236	7,6	0,5	60 958	37,9	6,5	228 187	11 810	19,7	
III	303 000	6 294	19,7	213 560	15,2	11,2	7 575	53,6	20 093	16,3	1,1	61 771	36,5	6,3	234 204	6 208	19,8	
IV	318 596	13 680	19,3	222 321	14,7	10,8	7 867	34,9	20 778	19,3	1,3	67 630	37,0	6,5	245 453	11 521	19,6	
00 I	330 711	11 252	22,1	230 415	20,1	14,5	10 540	61,6	18 603	1,6	0,1	71 153	32,1	6,0	255 138	9 776	18,2	
II	351 343	20 540	17,4	243 878	15,7	11,2	12 280	83,9	19 714	8,1	0,5	75 471	18,7	3,8	267 121	12 168	17,4	
III	373 503	20 160	21,7	254 012	19,3	13,6	11 082	46,3	18 225	-9,3	-0,6	90 185	36,8	7,5	274 464	7 484	17,5	
IV	385 225	11 483	19,9	262 564	18,4	12,8	12 749	62,1	18 134	-12,7	-0,8	91 778	30,0	6,4	287 430	13 096	17,3	
01 I	395 799	9 099	18,5	263 422	14,6	10,2	13 443	27,5	18 487	-0,6	-0,0	100 446	35,0	7,5	294 057	6 688	15,5	
II	417 478	20 684	17,5	278 467	14,4	10,0	13 065	6,4	18 556	-5,9	-0,3	107 390	35,3	7,6	306 719	12 796	15,0	

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOG. E ISFL

Tasas de variación interanual

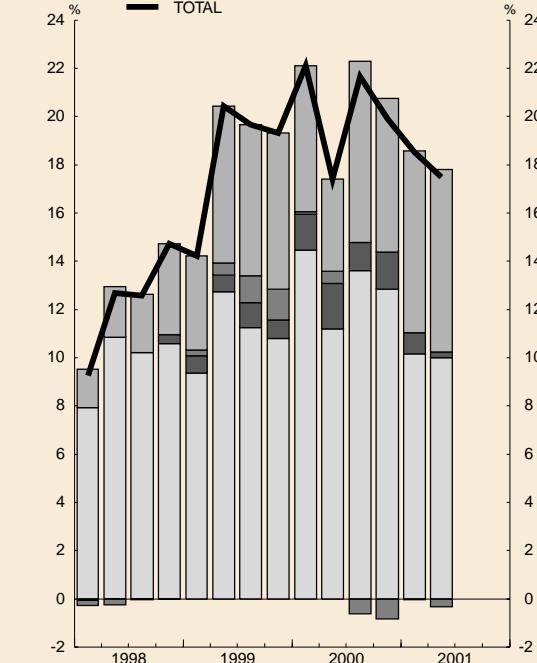
— SOCIEDADES NO FINANCIERAS
- - - HOGARES E ISFL
— TOTAL



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual

PRÉSTAMOS DE RESIDENTES
FONDOS DE TITULIZACIÓN
VALORES DISTINTOS DE ACCIONES
PRÉSTAMOS DEL EXTERIOR
TOTAL



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 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.

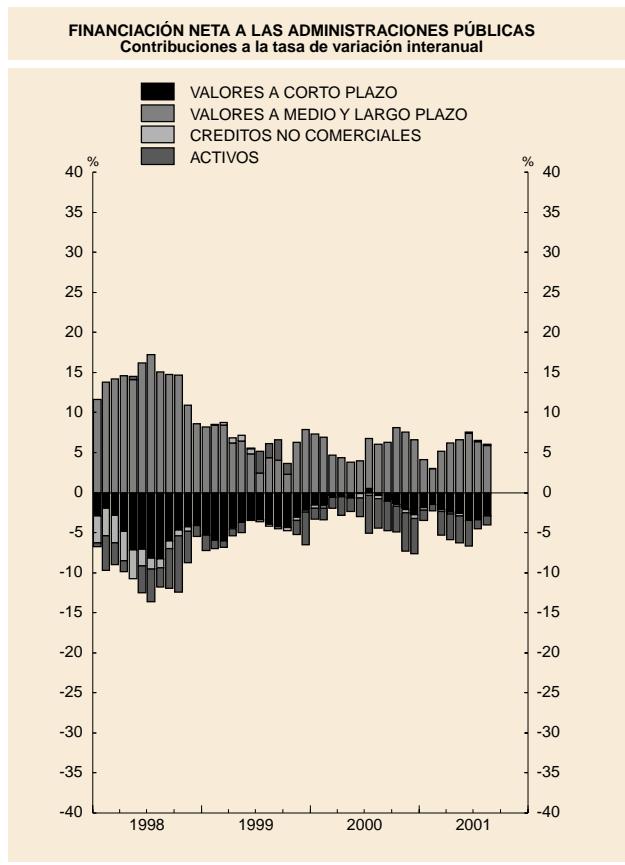
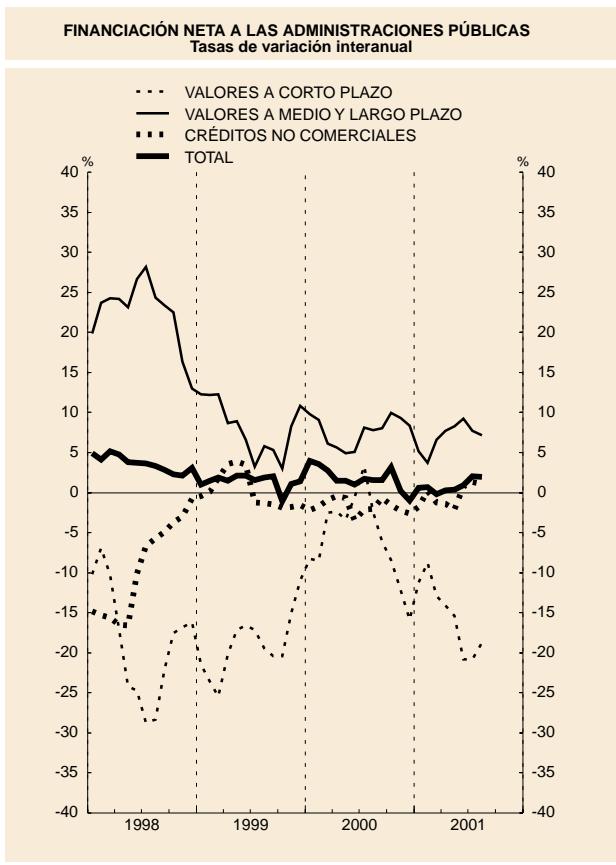
(b) Datos provisionales.

8.8. Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 Total						
				Pasivos			Activos			Pasivos			Activos			Pasivos		Activos		
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (b)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores		Créditos 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				
98	P	308 120	9 304	3,1	13 390	-11 786	25 608	-432	1 433	2 653	4,1	-16,2	13,0	-0,8	15,6	-3,9	8,6	-0,1	-1,4	
99	P	312 361	4 241	1,4	16 644	-6 700	24 212	-868	8 020	4 383	4,9	-11,0	10,9	-1,6	41,1	-2,2	7,9	-0,3	-4,0	
00	A	309 185	-3 176	-1,0	10 563	-8 605	20 562	-1 395	8 319	5 419	3,0	-15,8	8,3	-2,6	32,2	-2,8	6,6	-0,4	-4,4	
00	Mar	A	317 580	6 039	2,7	-780	409	-1 620	431	-6 751	-67	3,7	-2,5	6,1	-0,9	12,0	-0,4	4,7	-0,2	-1,3
	Abr	A	307 697	-9 883	1,5	-2 997	23	-3 551	531	5 514	1 373	3,4	-2,3	5,7	-0,4	18,8	-0,4	4,4	-0,1	-2,4
	May	A	310 649	2 952	1,4	1 828	-576	2 466	-63	-891	-234	2,7	-3,4	4,9	-0,7	12,9	-0,6	3,8	-0,1	-1,6
	Jun	A	311 705	1 056	1,0	1 825	254	2 627	-1 056	1 709	-940	2,9	-0,6	5,1	-3,5	18,5	-0,1	4,0	-0,6	-2,3
	Jul	A	313 022	1 317	1,7	3 885	-1 200	5 043	42	438	2 130	5,8	3,3	8,1	-2,1	44,1	0,5	6,2	-0,4	-4,7
	Ago	A	314 378	1 356	1,6	-1 301	-2 836	2 166	-631	-2 477	-181	4,8	-2,4	7,8	-2,0	34,2	-0,4	6,0	-0,4	-3,7
	Sep	A	314 010	-368	1,5	1 569	-1 149	2 721	-3	1 507	430	4,6	-6,1	8,0	-0,7	31,8	-1,0	6,3	-0,1	-3,6
	Oct	A	304 920	-9 090	3,2	2 493	-321	3 097	-283	10 590	993	5,5	-8,4	10,0	-1,6	19,3	-1,5	8,1	-0,3	-3,2
	Nov	A	301 357	-3 563	0,2	1 378	-885	2 823	-559	3 025	1 916	4,3	-12,2	9,3	-2,2	29,6	-2,1	7,6	-0,4	-4,8
	Dic	A	309 185	7 828	-1,0	885	-127	643	370	-6 569	-374	3,0	-15,8	8,3	-2,6	32,2	-2,8	6,6	-0,4	-4,4
01	Ene	A	317 753	8 568	0,6	-4 576	1 392	-6 119	151	-12 435	-709	1,7	-11,2	5,2	-1,8	10,4	-1,9	4,1	-0,3	-1,3
	Feb	A	313 676	-4 077	0,7	559	440	-1 043	1 162	-3 376	8 013	1,3	-8,8	3,7	0,2	5,8	-1,5	3,0	0,0	-0,8
	Mar	A	317 057	3 382	-0,2	3 343	-1 811	5 489	-334	-2 473	2 435	2,5	-12,9	6,6	-1,3	24,5	-2,1	5,2	-0,2	-3,0
	Apr	A	308 608	-8 449	0,3	-999	-581	-872	454	1 485	5 964	3,1	-14,1	7,7	-1,4	22,0	-2,4	6,2	-0,2	-3,2
	May	A	311 814	3 206	0,4	2 303	-1 178	3 962	-481	1 289	-2 192	3,2	-15,4	8,3	-2,2	23,1	-2,6	6,6	-0,4	-3,3
	Jun	A	314 469	2 655	0,9	3 102	-2 633	5 213	522	1 062	-614	3,5	-20,8	9,2	0,8	22,0	-3,5	7,4	0,1	-3,2
	Jul	A	319 282	4 813	2,0	1 113	-952	1 727	339	-2 122	-1 578	2,7	-20,8	7,7	1,3	7,6	-3,4	6,3	0,2	-1,2
	Ago	A	320 624	1 342	2,0	-1 178	-1 242	841	-777	751	-3 270	2,8	-18,8	7,2	1,1	8,4	-2,9	5,9	0,2	-1,2



Fuente: BE.

(a) Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

(b) Excluidas las Cuentas de Recaudación.

8.9. Crédito por finalidades de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España

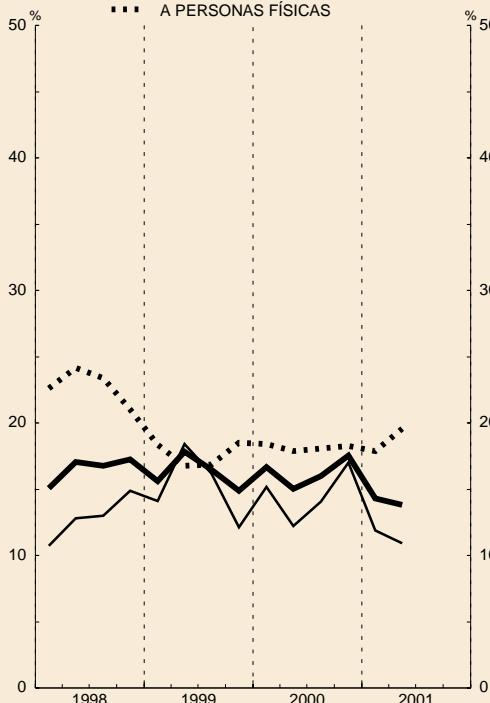
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación de actividades productivas						Financiaciones a personas físicas						Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car bancos, cajas y EOC (a)	Sin clasifi- car cooper- ativas
	Total (b)	Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria excepto, construc- ción	Construc- ción	Servicios	Total	Adquisi- ción de vivienda propia	Rehabili- tación de viviendas	Adquisi- ción te- rrenos, fincas, etc.	Adquisi- ción de bienes de consumo duradero	Otras			
98	390 146	204 942	7 587	58 094	26 673	112 589	156 868	108 333	5 116	1 717	16 064	25 638	1 553	8 200	18 583
99	448 139	229 823	8 758	63 803	31 901	125 361	185 868	128 126	5 726	3 141	17 379	31 496	2 279	8 104	22 065
00	526 633	268 883	9 453	69 670	38 524	151 236	219 845	157 468	6 551	3 799	20 048	31 979	2 279	9 595	26 031
98 //	360 612	187 794	7 197	55 422	25 871	99 303	146 540	101 991	4 851	1 412	14 353	23 933	1 493	7 843	16 943
///	372 192	194 116	7 407	55 549	26 431	104 729	151 563	105 632	4 927	1 576	15 417	24 011	1 506	7 251	17 756
IV	390 146	204 942	7 587	58 094	26 673	112 589	156 868	108 333	5 116	1 717	16 064	25 638	1 553	8 200	18 583
99 /	397 581	205 929	7 819	56 496	27 122	114 491	162 698	112 981	5 109	1 962	16 518	26 128	1 667	8 221	19 086
II	424 911	222 323	8 328	65 785	29 592	118 618	171 129	118 150	5 335	2 835	16 609	28 200	1 880	9 479	20 100
///	433 569	225 503	8 415	64 096	30 411	122 581	177 118	122 842	5 507	2 966	17 164	28 639	1 954	8 060	20 934
IV	448 139	229 823	8 758	63 803	31 901	125 361	185 868	128 126	5 726	3 141	17 379	31 496	2 279	8 104	22 065
00 /	463 929	237 208	8 700	65 469	33 640	129 399	192 618	132 891	6 012	3 122	17 590	33 004	2 386	9 000	22 718
II	488 802	249 516	9 083	65 235	35 704	139 495	201 753	140 170	6 021	3 253	18 161	34 149	2 416	11 085	24 032
///	502 957	257 195	9 364	67 056	37 371	143 405	209 144	147 315	6 228	3 560	18 334	33 707	2 457	9 275	24 885
IV	526 633	268 883	9 453	69 670	38 524	151 236	219 845	157 468	6 551	3 799	20 048	31 979	2 279	9 595	26 031
01 /	530 387	265 420	9 127	67 279	37 932	151 082	227 068	163 236	6 859	4 195	21 520	31 257	2 150	9 154	26 595
II	556 262	276 720	9 176	68 956	40 082	158 506	241 216	172 713	7 123	4 783	23 678	32 919	2 193	8 303	27 830

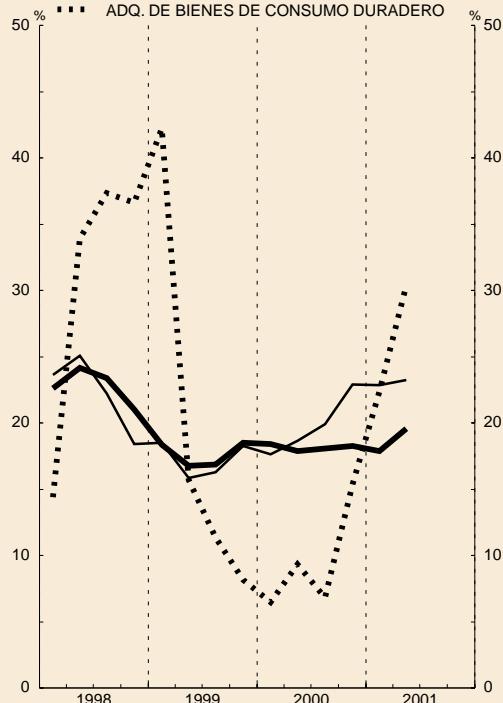
CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual

■ TOTAL
— ACTIVIDADES PRODUCTIVAS
··· A PERSONAS FÍSICAS



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual

■ TOTAL
— ADQUISICIÓN DE VIVIENDA PROPIA
··· ADQ. DE BIENES DE CONSUMO DURADERO



Fuente: BE.

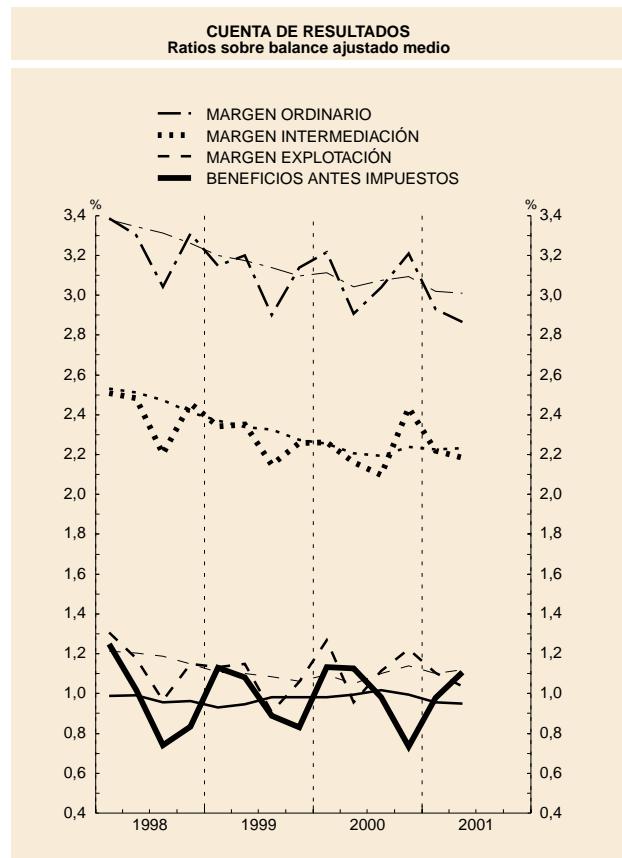
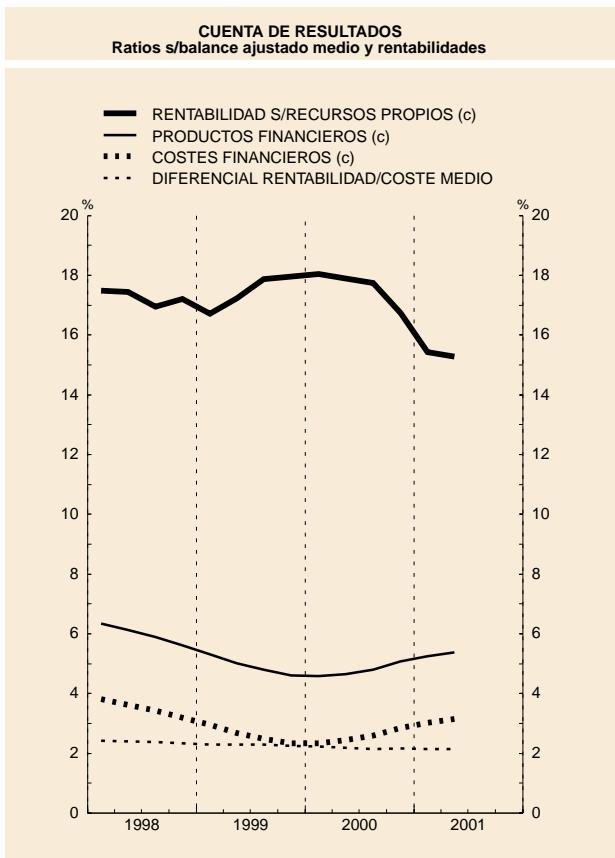
(a) Desde 1992 están incluidas las EOC.

(b) Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes.

8.10. Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje		
	Produc-	Costes	Margen de inter-	Otros	Margen ordi-	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
98	5,4	2,9	2,5	0,9	3,3	2,2	1,3	1,2	-0,8	0,8	15,6	6,0	3,7	2,3
99	4,6	2,3	2,3	0,9	3,1	2,1	1,2	1,1	-0,3	0,8	15,9	4,9	2,7	2,3
00	5,7	3,3	2,4	0,8	3,2	2,0	1,2	1,2	-0,6	0,7	11,9	5,5	3,3	2,2
98 //	5,8	3,4	2,5	0,8	3,3	2,1	1,3	1,2	-0,2	1,0	17,1	6,5	4,1	2,4
//	5,3	3,1	2,2	0,8	3,0	2,1	1,3	1,0	-0,2	0,7	13,4	6,3	3,9	2,4
/IV	5,4	2,9	2,5	0,9	3,3	2,2	1,3	1,2	-0,3	0,8	15,6	6,0	3,7	2,3
99 /	4,8	2,5	2,3	0,8	3,1	2,0	1,2	1,1	-0,0	1,1	20,8	5,7	3,4	2,3
//	4,6	2,3	2,4	0,8	3,2	2,1	1,3	1,1	-0,1	1,1	19,1	5,4	3,1	2,3
///	4,4	2,3	2,1	0,8	2,9	2,0	1,2	0,9	-0,0	0,9	16,0	5,1	2,9	2,3
/IV	4,6	2,3	2,3	0,9	3,1	2,1	1,2	1,1	-0,2	0,8	15,9	4,9	2,7	2,3
00 /	4,7	2,5	2,3	1,0	3,2	1,9	1,2	1,3	-0,1	1,1	21,2	4,9	2,7	2,2
//	4,9	2,7	2,2	0,7	2,9	2,0	1,2	1,0	0,2	1,1	18,5	5,0	2,8	2,2
///	5,0	2,9	2,1	0,9	3,0	1,9	1,2	1,1	-0,1	1,0	15,4	5,2	3,0	2,1
/IV	5,7	3,3	2,4	0,8	3,2	2,0	1,2	1,2	-0,5	0,7	11,9	5,5	3,3	2,2
01 /	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,1	-0,1	1,0	15,9	5,7	3,5	2,1
//	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,0	0,1	1,1	17,9	5,8	3,7	2,1



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.

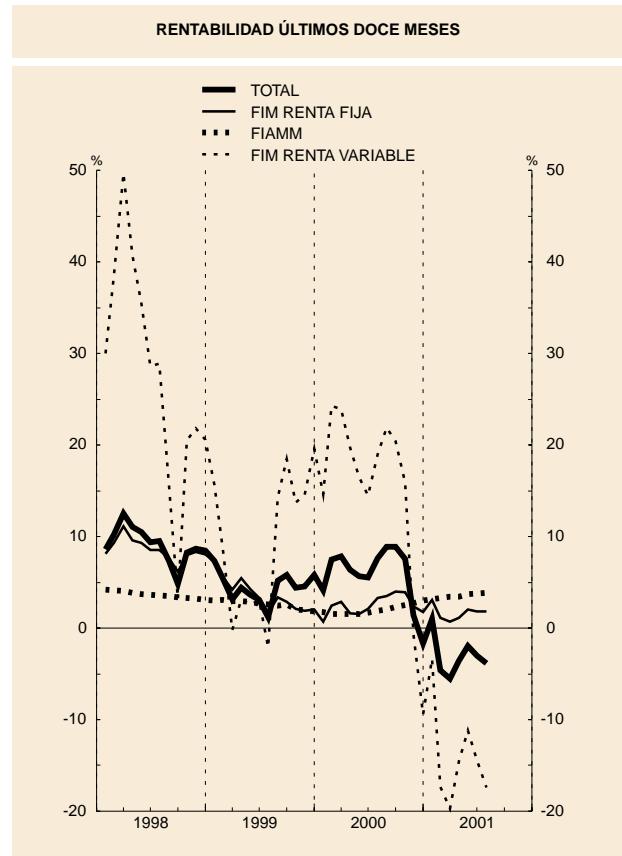
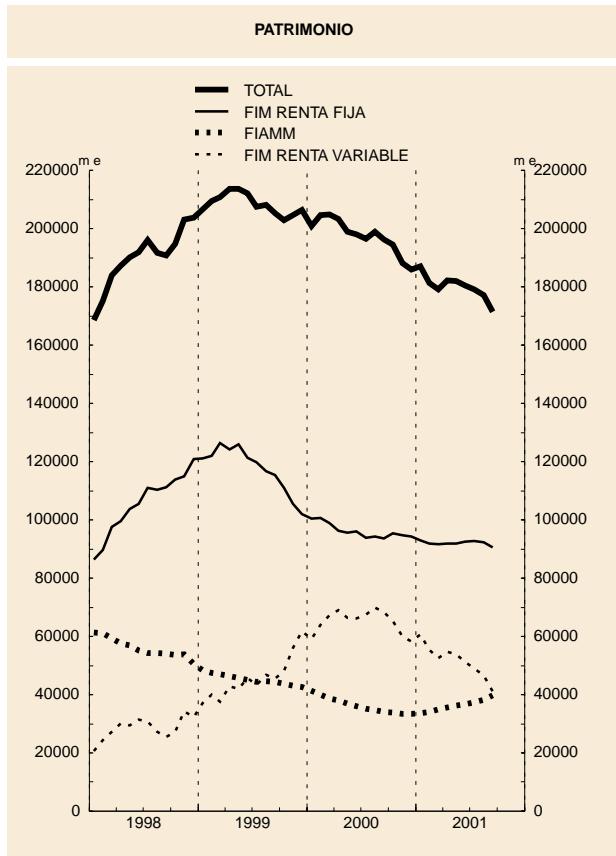
(c) Media de los cuatro últimos trimestres.

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				FIM renta variable			
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual	
			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses
98	203 774	41 324	28 165	8,5	50 643	-10 454	-12 268	3,1	120 791	36 522	26 086	8,1	32 340	15 256	14 347	20,5
99	206 292	2 518	-8 496	5,8	42 596	-8 047	-8 645	1,8	102 042	-18 748	-19 642	2,0	61 653	29 313	19 791	19,6
00	186 025	-20 267	-14 317	-1,7	33 325	-9 271	-10 156	3,0	94 361	-7 681	-14 670	1,8	58 339	-3 314	10 509	-9,4
00 Jun	198 074	-796	-948	5,5	35 997	-949	-975	1,7	95 972	376	-547	2,1	66 104	-224	574	14,5
Jul	196 568	-1 506	-1 939	7,6	35 154	-843	-1 013	1,9	93 860	-2 112	-1 369	3,3	67 554	1 450	444	19,0
Ago	198 995	2 427	-735	8,8	34 822	-332	-400	2,1	94 191	331	-690	3,5	69 982	2 428	355	21,9
Sep	196 159	-2 836	-676	8,9	34 027	-796	-690	2,3	93 722	-469	-828	4,0	68 410	-1 572	842	20,4
Oct	194 509	-1 650	-1 370	7,6	33 741	-286	-530	2,5	95 443	1 720	-1 038	3,9	65 325	-3 085	197	15,9
Nov	188 117	-6 392	-1 039	1,4	33 316	-425	-531	2,8	94 698	-745	-517	2,3	60 103	-5 222	9	-0,7
Dic	186 025	-2 092	-1 149	-1,7	33 325	9	-67	3,0	94 361	-336	-622	1,8	58 339	-1 764	-459	-9,4
01 Ene	187 105	1 079	-2 064	0,9	33 591	266	107	3,2	92 915	-1 446	-98	3,1	60 599	2 260	-2 073	-3,3
Feb	181 391	-5 713	-541	-4,6	34 037	447	355	3,3	91 878	-1 037	-11	1,2	55 476	-5 123	-885	-17,3
Mar	179 082	-2 309	-930	-5,5	34 946	908	793	3,4	91 639	-239	-707	0,7	52 497	-2 978	-1 016	-19,7
Abr	182 303	3 221	254	-3,6	35 595	649	567	3,5	91 967	328	234	1,1	54 741	2 244	-547	-14,5
May	182 075	-227	573	-1,9	36 204	608	600	3,7	91 962	-5	-338	2,0	53 910	-831	311	-11,2
Jun	P 180 536	-1 540	264	-3,0	36 721	517	414	3,8	92 589	627	615	1,8	51 226	-2 684	-765	-14,4
Jul	P 179 064	-1 472	-231	-3,8	37 376	655	511	3,8	92 656	67	-102	1,8	49 032	-2 193	-641	-17,4
Ago	P 177 086	-1 979	...	...	38 201	825	...	...	92 291	-365	...	...	46 594	-2 438	...	...
Sep	P 171 375	-5 711	...	...	39 723	1 523	...	...	90 520	-1 771	...	...	41 132	-5 462	...	...



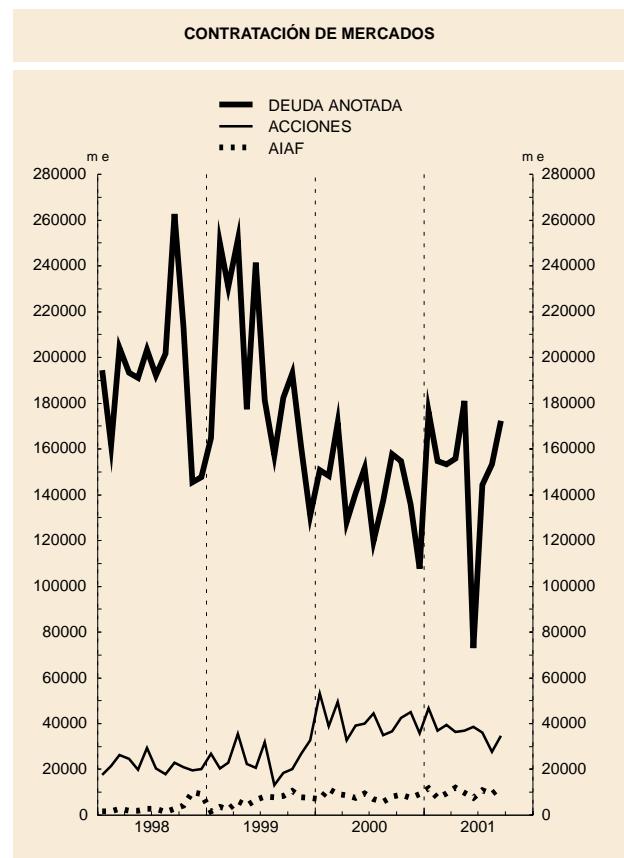
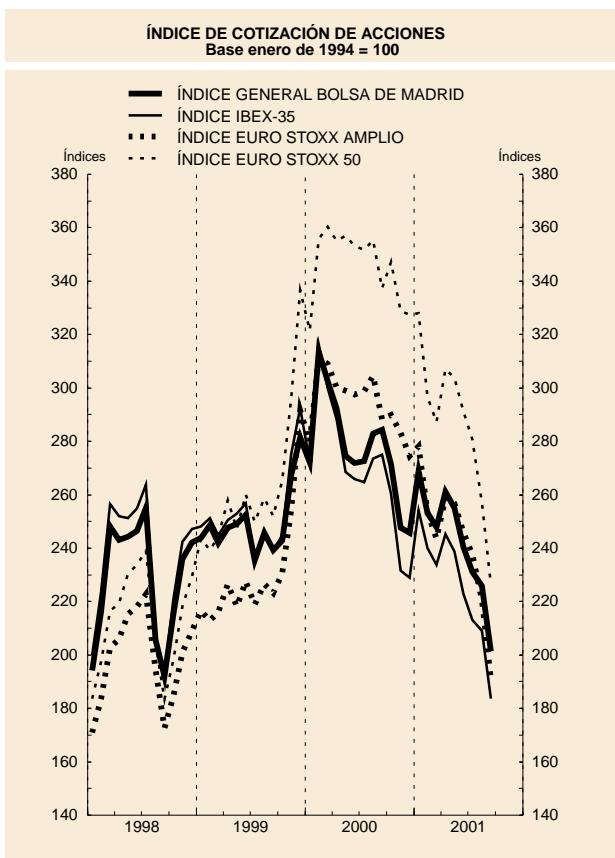
Fuentes: CNMV e Inverco.

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
98	817,97	9 333,30	283,45	3 102,16	261 276	53 148	2 311 155	43 120	843	1 676	17 390	8 417
99	894,36	10 078,64	328,85	3 827,45	291 975	44 718	2 320 769	75 121	16	7 281	3 600	5 066
00	994,21	10 754,59	420,44	5 038,57	492 981	39 692	1 703 705	99 827	-	17 168	1 095	4 168
00 Jun	974,06	10 581,30	424,57	5 145,35	39 898	4 162	151 545	9 618	-	2 297	114	320
Jul	976,96	10 531,60	426,47	5 122,80	44 591	3 663	119 633	6 901	-	1 180	55	260
Ago	1 013,79	10 884,70	434,68	5 175,12	34 906	2 678	137 366	5 800	-	640	54	270
Sep	1 018,89	10 950,00	411,30	4 915,18	36 642	2 594	157 902	8 075	-	2 241	91	331
Oct	972,81	10 363,10	413,65	5 057,46	42 493	2 873	154 809	8 865	-	928	47	350
Nov	887,10	9 214,50	404,20	4 790,08	45 111	3 108	135 564	7 591	-	2 129	47	376
Dic	880,71	9 109,80	391,80	4 772,39	35 779	2 665	107 564	9 175	-	2 794	76	305
01 Ene	962,58	10 116,00	397,05	4 779,90	46 693	2 694	176 359	11 812	-	1 686	38	520
Feb	907,44	9 551,40	361,66	4 318,88	36 839	2 467	154 801	7 412	-	2 059	41	701
Mar	888,41	9 308,30	347,78	4 185,00	39 496	4 937	153 212	9 480	-	4 481	64	1 404
Abr	935,78	9 761,00	369,46	4 473,95	36 348	5 017	155 722	12 115	-	1 058	29	611
May	914,21	9 500,70	366,47	4 426,24	36 796	5 464	180 858	9 679	-	1 562	16	508
Jun	861,33	8 878,40	350,99	4 243,91	38 625	4 894	73 087	7 635	-	2 692	33	1 587
Jul	827,75	8 480,00	339,30	4 091,38	35 965	5 183	144 253	10 899	-	1 491	10	372
Ago	808,86	8 321,10	314,80	3 745,02	27 565	4 454	153 242	9 273	-	1 179	7	311
Sep P	721,94	7 314,00	272,46	3 296,66	34 706	4 460	172 391	12 307	-	2 032	24	426



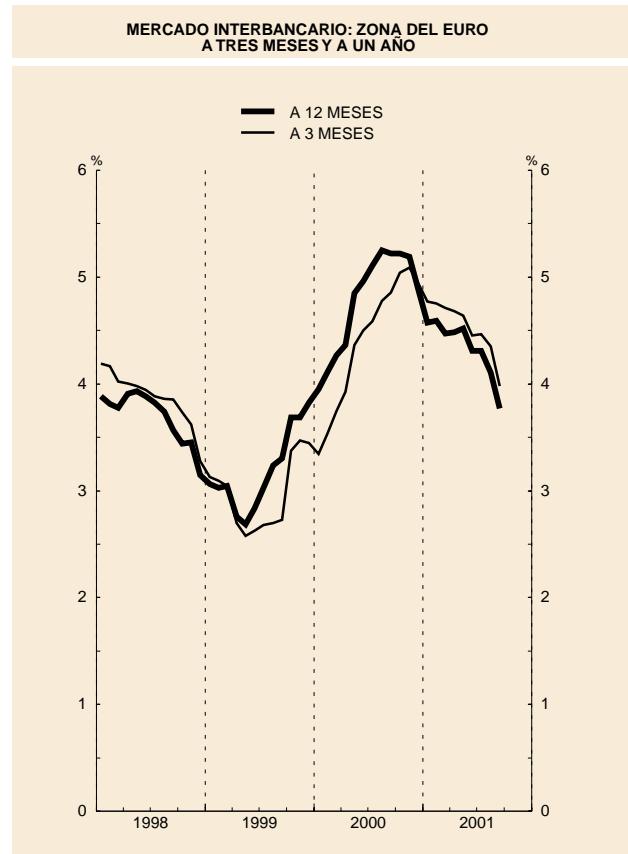
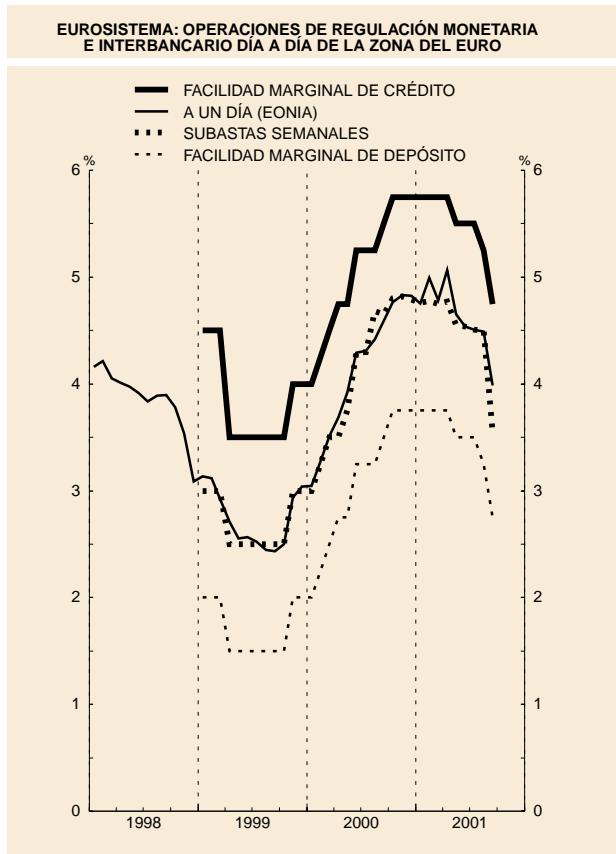
Fuentes: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12).

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 un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública				
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
98	-	-	-	-	3,09	3,34	3,88	3,15	4,33	4,33	4,24	4,00	4,08	4,04	3,97	3,86	
99	3,00	3,26	4,00	2,00	3,04	3,51	2,96	3,83	2,72	2,84	2,94	3,16	2,66	2,70	2,76	2,76	
00	4,79	4,75	5,75	3,75	4,83	4,95	4,39	4,88	4,11	4,22	4,38	4,77	4,05	4,13	4,27	4,63	
00	Jun	4,29	4,49	5,25	3,25	4,29	4,37	4,50	4,96	4,27	4,34	4,50	4,95	4,20	4,26	4,41	4,78
	Jul	4,30	4,59	5,25	3,25	4,31	4,41	4,58	5,11	4,30	4,38	4,57	5,10	4,27	4,32	4,48	4,99
	Ago	4,68	4,84	5,25	3,25	4,42	4,57	4,78	5,25	4,41	4,55	4,78	5,27	4,33	4,46	4,67	5,02
	Sep	4,65	4,84	5,50	3,50	4,59	4,70	4,85	5,22	4,58	4,68	4,85	5,19	4,53	4,60	4,74	5,12
	Oct	4,80	5,06	5,75	3,75	4,76	4,85	5,04	5,22	4,74	4,83	5,03	5,19	4,69	4,75	4,91	-
	Nov	4,82	5,03	5,75	3,75	4,83	4,92	5,09	5,19	4,83	4,91	5,08	5,16	4,80	4,84	4,92	5,10
	Dic	4,79	4,75	5,75	3,75	4,83	4,95	4,94	4,88	4,83	4,93	4,93	4,86	4,78	4,79	4,76	-
01	Ene	4,76	4,66	5,75	3,75	4,76	4,80	4,77	4,57	4,75	4,78	4,75	4,56	4,72	4,67	4,60	4,38
	Feb	4,78	-	5,75	3,75	4,99	4,80	4,76	4,59	4,96	4,78	4,73	4,59	4,89	4,65	4,59	4,42
	Mar	4,75	4,47	5,75	3,75	4,78	4,78	4,71	4,47	4,77	4,75	4,70	4,48	4,75	4,68	4,55	4,34
	Abr	4,77	4,67	5,75	3,75	5,06	4,78	4,68	4,48	4,98	4,78	4,67	4,46	4,84	4,66	4,54	4,32
	May	4,55	4,49	5,50	3,50	4,65	4,66	4,64	4,52	4,63	4,63	4,63	4,51	4,53	4,55	4,47	4,31
	Jun	4,54	4,36	5,50	3,50	4,54	4,53	4,45	4,31	4,53	4,51	4,45	4,29	4,48	4,43	4,32	4,17
	Jul	4,51	4,39	5,50	3,50	4,51	4,52	4,47	4,31	4,50	4,50	4,44	4,30	4,49	4,45	4,35	4,18
	Ago	4,50	4,20	5,25	3,25	4,49	4,46	4,35	4,11	4,48	4,44	4,36	4,11	4,45	4,36	4,23	4,10
	Sep	3,55	3,55	4,75	2,75	3,99	4,05	3,98	3,77	3,98	4,03	3,96	3,76	3,97	3,94	3,87	3,69



Fuente: BCE (columnas 1 a 8).

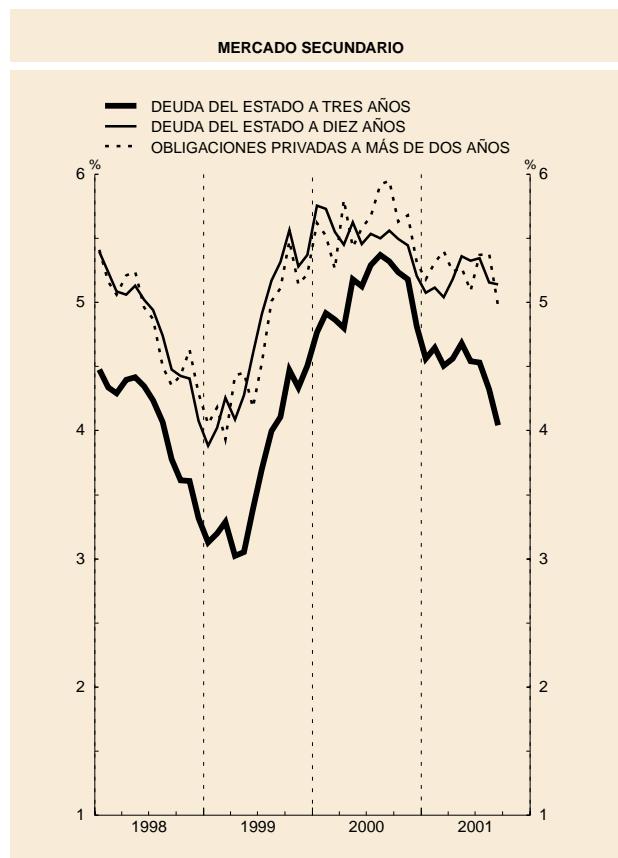
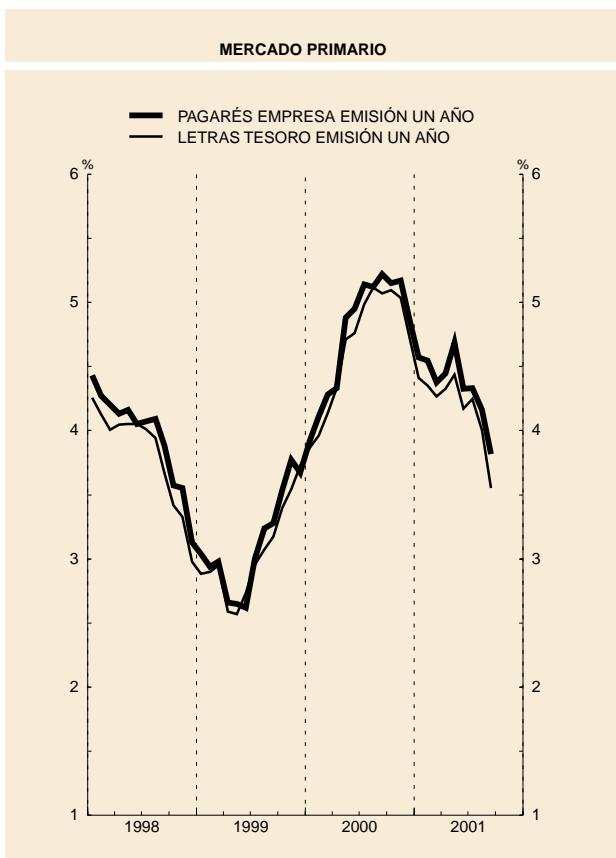
(a) Hasta diciembre de 1998 se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

9.2. Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

Valores a corto plazo				Valores a largo plazo									
Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
98	3,82	3,79	3,96	3,99	4,15	4,48	4,93	5,22	5,59	4,07	4,83	4,84	
99	3,04	3,01	3,12	3,14	3,79	4,12	4,77	5,08	5,43	3,69	4,73	4,65	
00	4,65	4,62	4,76	4,79	5,10	5,28	5,56	5,68	5,93	5,07	5,53	5,61	
00 Jun	4,76	4,82	4,95	5,06	5,10	5,18	5,43	5,58	-	5,13	5,46	5,58	
Jul	4,99	4,96	5,14	5,05	5,20	5,40	5,54	-	5,82	5,29	5,53	5,67	
Ago	5,12	5,06	5,12	5,25	5,31	5,35	5,47	5,55	-	5,37	5,50	5,92	
Sep	5,07	5,05	5,22	5,19	5,42	5,42	5,58	-	5,68	5,32	5,56	5,95	
Oct	5,09	5,05	5,15	5,30	5,24	5,33	5,58	5,70	-	5,23	5,49	5,63	
Nov	5,04	5,01	5,17	5,25	5,19	5,36	5,53	-	5,91	5,18	5,45	5,68	
Dic	4,72	4,65	4,86	5,04	4,81	4,99	5,24	5,50	-	4,81	5,20	5,31	
01 Ene	4,41	4,33	4,57	4,67	4,54	4,69	5,10	-	5,63	4,56	5,08	5,18	
Feb	4,35	4,34	4,55	4,67	-	4,69	5,08	5,30	-	4,64	5,12	5,31	
Mär	4,27	4,29	4,38	4,54	4,59	-	5,07	-	5,61	4,50	5,04	5,40	
Abr	4,33	4,34	4,45	4,66	-	4,64	-	5,29	-	4,56	5,18	5,24	
May	4,44	4,36	4,69	4,61	4,67	-	5,23	-	5,80	4,68	5,36	5,27	
Jun	4,17	4,15	4,33	4,34	-	4,84	5,40	5,54	-	4,54	5,33	5,09	
Jul	4,25	4,19	4,33	4,39	4,65	-	5,46	-	5,98	4,53	5,35	5,37	
Ago	4,00	3,99	4,16	4,29	-	4,66	5,25	5,40	-	4,32	5,16	5,38	
Sep	3,55	3,55	3,82	3,68	4,30	-	5,24	-	5,77	4,04	5,14	4,97	



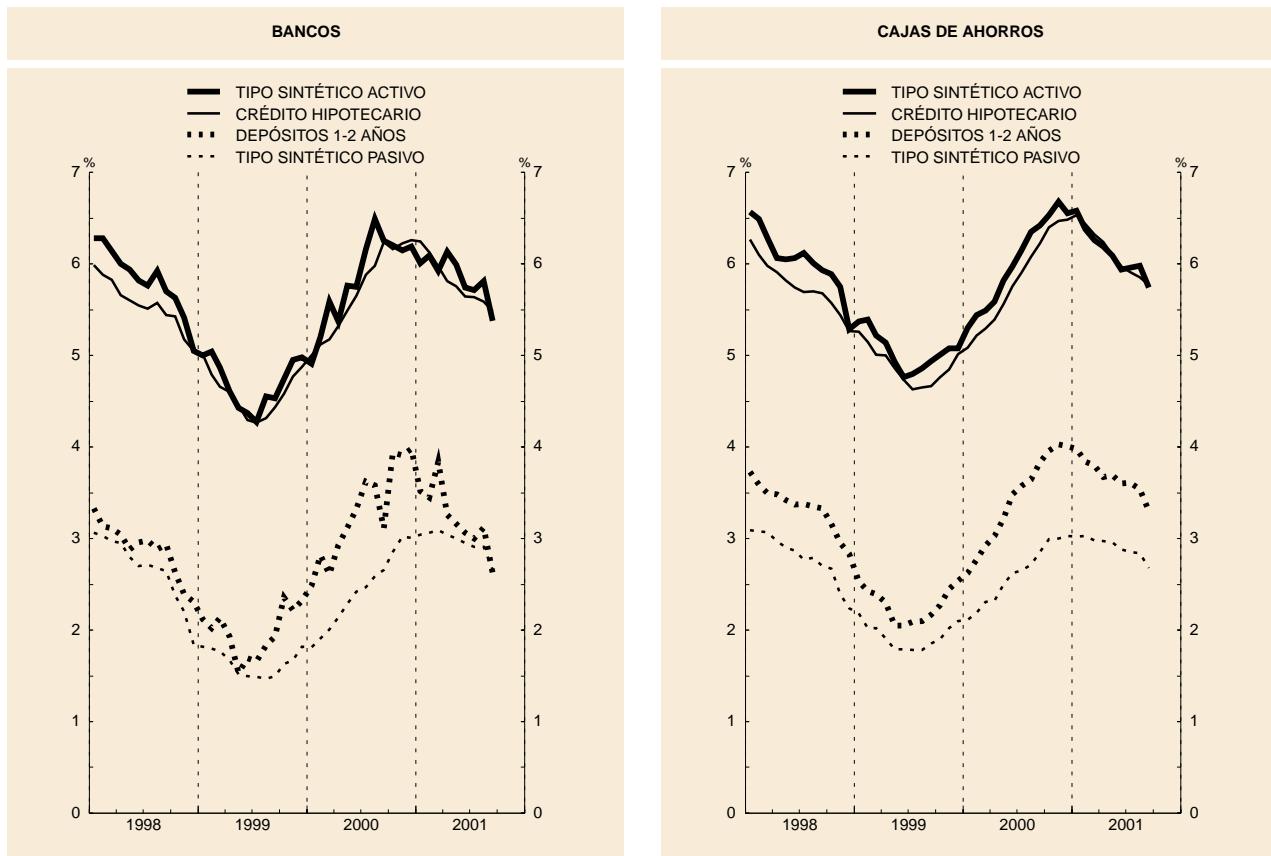
Fuentes: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

9.3. Tipos de interés: bancos y cajas de ahorros, residentes en España

■ Series depicted in chart.

Porcentajes

		Bancos										Cajas de Ahorros									
		Tipos activos					Tipos pasivos					Tipos activos					Tipos pasivos				
		Crédito. Tipo sintético	Dto. comerc. hasta 3 meses	Ctas. ctos. de 1 año a menos de 3	Préstamos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acreedores. Tipo sintético	Cuentas corrientes	Cesión letras hasta 3 meses	Depósitos 1 año a menos de 2	Crédito. Tipo sintético	Ctas. de cto. de 1 a 3 años	Préstamos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acreedores. Tipo sintético	Cuentas corrientes	Cesión letras hasta 3 meses	Depósitos de 1 año a menos de 2			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
98	M	5.82	6.31	5.99	7.37	5.56	2.66	2.49	4.02	2.88	6.04	7.02	8.29	5.76	2.79	2.21	3.99	3.34			
99	M	4.69	5.25	4.66	6.13	4.59	1.64	1.54	2.63	1.98	5.05	6.22	7.48	4.88	1.93	1.64	2.56	2.28			
00	M	5.84	6.42	5.71	7.24	5.71	2.43	2.07	4.04	3.29	6.03	7.21	8.24	5.82	2.61	2.10	3.94	3.43			
00 Jun		5.75	6.57	5.49	7.24	5.65	2.42	1.97	4.17	3.32	5.97	7.21	8.16	5.75	2.62	2.10	4.02	3.48			
Jul		6.16	6.55	5.82	7.18	5.88	2.47	2.03	4.26	3.62	6.15	7.29	8.46	5.90	2.65	2.20	4.15	3.57			
Aug		6.49	6.65	6.15	7.30	5.98	2.59	2.23	4.33	3.58	6.35	7.50	8.52	6.08	2.71	2.22	4.21	3.64			
Sep		6.25	6.77	6.19	7.81	6.24	2.66	2.27	4.55	3.11	6.42	7.50	8.67	6.23	2.85	2.30	4.37	3.83			
Oct		6.20	6.95	6.13	7.74	6.16	2.85	2.40	4.71	3.94	6.53	7.80	8.79	6.40	2.99	2.41	4.55	3.96			
Nov		6.15	7.01	6.70	7.63	6.22	3.02	2.49	4.83	3.91	6.68	7.86	8.79	6.47	3.00	2.46	4.64	4.03			
Dec		6.19	6.94	6.11	7.45	6.26	3.01	2.50	4.82	3.98	6.55	7.66	8.60	6.49	3.03	2.46	4.70	4.01			
01 Jan		6.01	6.96	6.09	7.63	6.25	3.04	2.57	4.75	3.52	6.58	7.72	8.95	6.53	3.02	2.49	4.61	3.98			
Feb		6.09	7.05	6.46	7.10	6.13	3.06	2.59	4.75	3.45	6.38	7.71	8.89	6.43	3.03	2.49	4.70	3.84			
Mar		5.92	6.89	6.21	7.45	5.97	3.09	2.61	4.66	3.84	6.26	7.53	8.75	6.32	2.98	2.45	4.56	3.80			
Apr		6.13	6.88	6.04	7.51	5.81	3.04	2.59	4.68	3.26	6.19	7.60	8.54	6.24	2.97	2.51	4.49	3.67			
May		5.99	6.88	6.00	7.66	5.76	3.00	2.64	4.50	3.16	6.09	7.56	8.72	6.10	2.96	2.48	4.41	3.69			
Jun		5.74	6.80	5.86	7.37	5.64	2.95	2.51	4.46	3.06	5.94	7.09	8.62	5.97	2.88	2.45	4.31	3.60			
Jul		5.71	6.83	6.01	7.26	5.63	2.91	2.47	4.38	3.00	5.96	7.33	8.54	5.91	2.85	2.36	4.34	3.61			
Aug		5.81	6.77	6.10	7.93	5.59	2.91	2.49	4.43	3.12	5.98	7.44	8.66	5.85	2.84	2.43	4.23	3.54			
Sep		5.38	6.53	6.01	7.38	5.48	2.66	2.33	3.92	2.62	5.74	7.43	8.55	5.77	2.68	2.25	3.87	3.30			



Fuente: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadros 18.3 y 18.4.

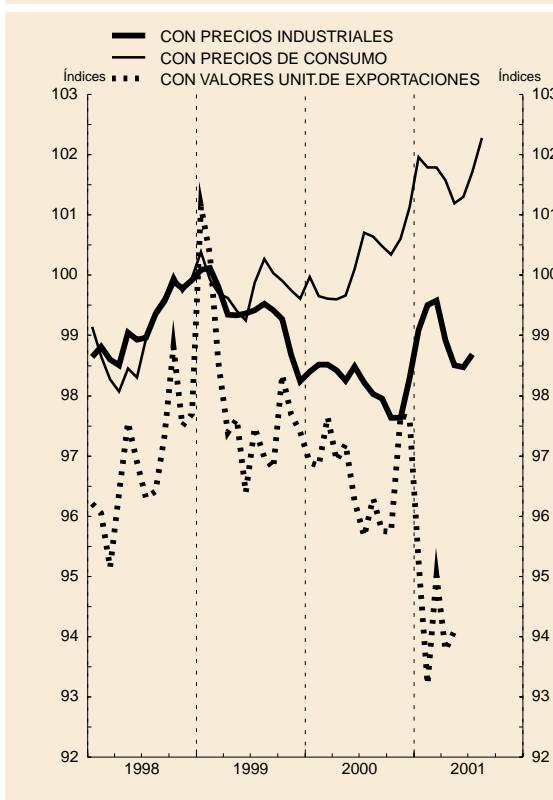
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

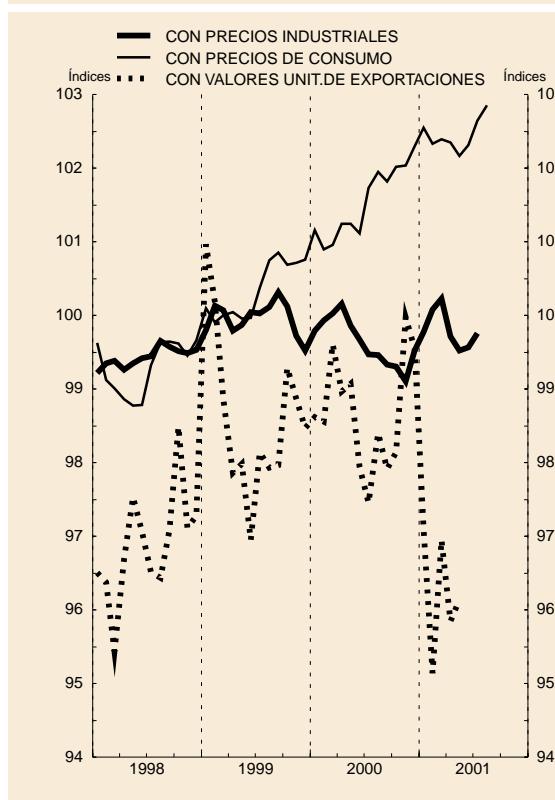
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea										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 consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
98	99,2	99,1	98,3	96,9	99,8	99,3	99,2	98,4	97,0	99,4	99,3	98,3	96,9	
99	99,4	99,8	99,6	98,0	99,5	99,9	100,3	100,1	98,5	100,0	100,3	100,1	98,6	
00	98,2	100,2	102,2	96,7	98,5	99,7	101,7	103,7	98,2	99,6	101,5	103,7	98,7	
99 III	99,5	100,1	99,5	97,1	99,4	100,1	100,7	100,1	97,7	100,1	100,7	99,9	98,0	
IV	98,7	99,8	99,5	97,8	99,1	99,7	100,7	100,4	98,7	99,8	100,7	100,4	98,9	
00 I	98,5	99,8	99,8	97,1	98,6	99,9	101,1	101,2	98,5	99,9	101,0	101,3	98,9	
II	98,4	99,8	101,2	96,8	98,5	99,9	101,3	102,8	98,3	99,9	101,2	102,8	98,7	
III	98,1	100,6	103,0	95,9	98,6	99,5	102,1	104,5	97,3	99,4	101,8	104,5	97,9	
IV	97,9	100,7	104,5	97,0	98,4	99,4	102,3	106,2	98,6	99,3	102,1	106,3	99,2	
01 I	99,4	101,9	105,9	94,5	99,1	100,3	102,8	106,9	95,4	100,0	102,4	107,1	96,4	
II	98,6	101,4	106,1	...	98,8	99,8	102,6	107,4	...	99,6	102,3	107,8	...	
00 Dic	98,3	101,1	...	97,6	98,7	99,6	102,5	...	98,9	99,5	102,3	...	99,5	
01 Ene	99,1	102,0	...	95,2	99,1	100,0	102,9	...	96,1	99,8	102,5	...	97,1	
Feb	99,5	101,8	...	93,2	99,1	100,4	102,7	...	94,0	100,1	102,3	...	95,1	
Mar	99,6	101,8	...	95,0	99,1	100,5	102,7	...	95,9	100,2	102,4	...	96,9	
Abr	98,9	101,6	...	93,8	98,9	100,0	102,7	...	94,8	99,7	102,4	...	95,8	
May	98,5	101,2	...	94,1	98,8	99,7	102,5	...	95,3	99,5	102,2	...	96,1	
Jun	98,5	101,3	...	...	98,7	99,7	102,6	...	...	99,6	102,3	...	...
Jul	98,7	101,7	...	...	98,7	100,0	103,0	...	...	99,8	102,6	...	...
Ago	...	102,3	...	...	99,1	...	103,2	...	...	...	102,9	...	...
Sep	...	...	...	...	99,1	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE)



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 1995-1997.

(c) Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

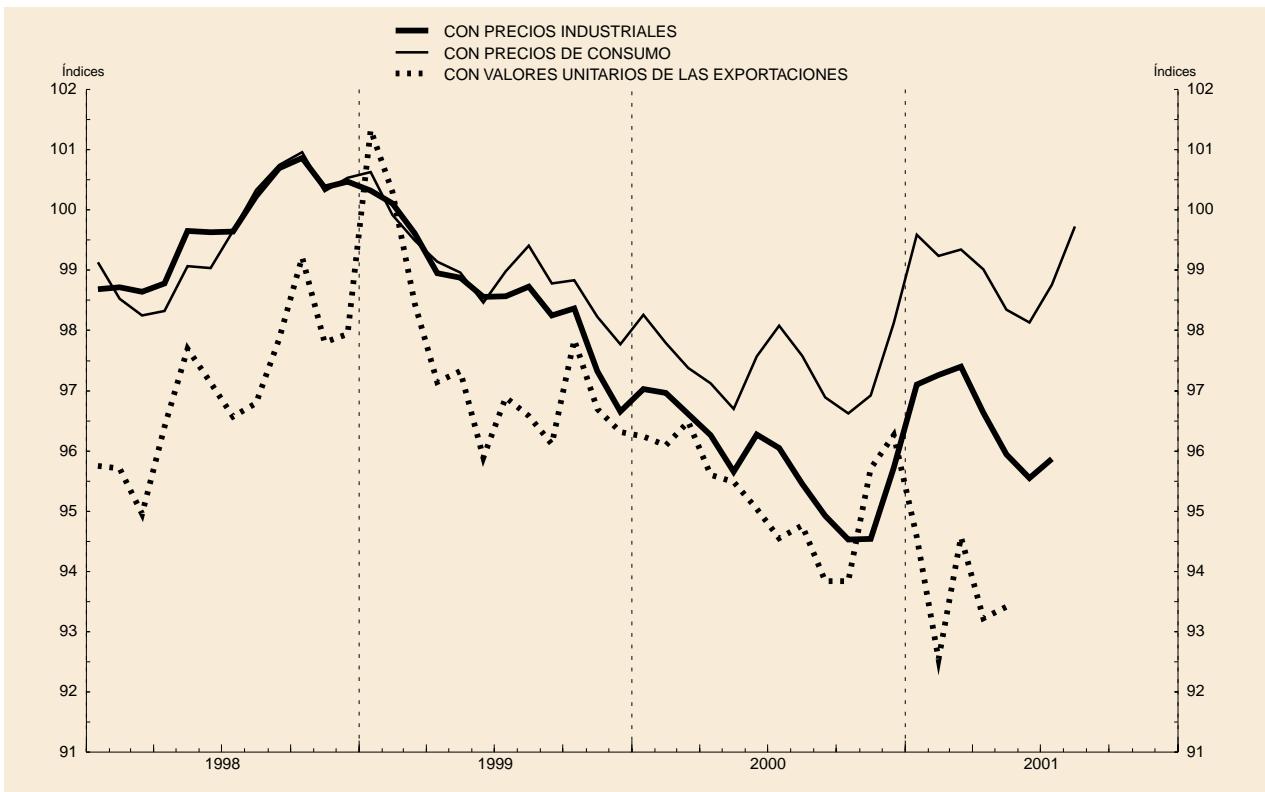
9.5. Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
98	99,7	99,6	98,6	97,0	100,4	99,3	99,2	98,2	96,6
99	98,7	99,0	99,0	97,6	98,7	100,0	100,3	100,3	98,8
00	95,8	97,4	99,6	95,3	95,8	100,1	101,7	104,1	99,5
99 III	98,5	99,1	98,7	96,5	98,4	100,1	100,7	100,3	98,1
IV	97,5	98,3	98,3	97,0	97,6	99,8	100,7	100,7	99,3
00 I	96,9	97,8	98,2	96,3	96,7	100,2	101,1	101,6	99,6
II	96,1	97,1	98,9	95,4	95,8	100,2	101,3	103,1	99,5
III	95,5	97,5	100,2	94,4	95,5	99,9	102,1	104,9	98,8
IV	94,9	97,2	101,2	95,3	95,0	100,0	102,4	106,6	100,3
01 I	97,3	99,4	103,7	93,9	96,7	100,6	102,8	107,2	97,2
II	96,0	98,5	103,3	...	95,9	100,2	102,7	107,8	...
00 Dic	95,7	98,1	...	96,3	95,7	100,1	102,6	...	100,6
01 Ene	97,1	99,6	...	94,6	96,8	100,3	102,8	...	97,7
Feb	97,3	99,2	...	92,5	96,6	100,7	102,7	...	95,8
Mar	97,4	99,3	...	94,6	96,6	100,8	102,8	...	97,9
Abr	96,6	99,0	...	93,2	96,3	100,3	102,8	...	96,8
May	95,9	98,3	...	93,4	95,8	100,1	102,6	...	97,5
Jun	95,6	98,1	...	...	95,5	100,1	102,8	...	...
Jul	95,9	98,8	...	...	95,7	100,2	103,2	...	...
Ago	...	99,7	...	...	96,4	...	103,4	...	...
Sep	...	...	...	...	96,5	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE 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 1995-1997.

(c) Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1999	Mes	Pág.	2000	Mes	Pág.
Evolución reciente de la economía española	Nov	9	La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	Abr	77
Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	Nov	23	Regulación financiera: primer trimestre de 2000	Abr	135
La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999	Nov	39	Evolución reciente de la economía española	May	9
El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	Nov	45	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000	May	23
Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras	Nov	53	Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía	May	31
La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro	Nov	61	Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999	May	43
Evolución reciente de la economía española	Dic	9	Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM	Dic	23	Evolución reciente de la economía española	Jun	17
Los mercados e intermediarios financieros españoles	Dic	33	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000	Jun	31
	2000	Mes	Precios del petróleo e inflación en el área del euro	Jun	45
Informe trimestral de la economía española	Ene	9	Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable	Jun	55
¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?	Ene	55	La rama de servicios en España: un análisis comparado	Jun	65
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999	Ene	63	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	Ene	79	Las finanzas públicas europeas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: algunas cuestiones a debate	Jul-Ago	55
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1999	Jul-Ago	63
La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25	Las entidades de tasación: información estadística 1999	Jul-Ago	73
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33	Regulación financiera: segundo trimestre de 2000	Jul-Ago	81
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 2000	Sep	25
Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2000	Sep	37
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Disciplina fiscal y regímenes cambiarios en las economías emergentes	Sep	45
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Japón: Crisis y saneamiento del sector bancario	Sep	51
Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35	Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1999	Sep	63
Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47	Una estimación de primas de liquidez en el mercado español de deuda pública	Oct	63
Reflexiones sobre la situación económica internacional. Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI	Abr	9	La demanda de dinero de las empresas: estimaciones con datos de panel	Oct	71
Informe trimestral de la economía española	Abr	21	Regulación financiera: tercer trimestre de 2000	Oct	79
La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	Abr	67	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	Nov	9
			Evolución reciente de la economía española	Nov	13

2000	Mes	Pág.	2001	Mes	Pág.
Resultados de las empresas no financieras en 1999 y hasta el tercer trimestre de 2000	Nov	27	Regulación financiera: primer trimestre de 2001	Abr	145
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2000	Nov	43	Evolución reciente de la economía española	May	9
Crédito bancario, morosidad y dotación de provisiones para insolvencias en España	Nov	51	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre del año 2001	May	21
Evolución reciente de la economía española	Dic	9	La inflación dual en la economía española: la importancia relativa del progreso tecnológico y de la estructura de mercado	May	31
El funcionamiento de las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación del Eurosistema	Dic	23	El grado de concentración en las actividades industriales y de servicios	May	37
La estructura por tamaño de empresas de las ramas de servicios	Dic	29	Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXVIII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
La dinámica de la inflación en el área del euro	Dic	43	Evolución reciente de la economía española	Jun	15
	2001	Mes	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2001	Jun	29
Informe trimestral de la economía española	Ene	9	La evolución reciente del crédito al sector privado en España. Algunas implicaciones	Jun	43
Los cambios en la calidad y la aparición de nuevos productos: importancia de su valoración para la política económica	Ene	59	Impacto de los cambios de calidad de los productos sobre la medición de las variables macroeconómicas: una primera aproximación a la economía española	Jun	53
Los países aspirantes al ingreso en la UE. Estrategias de convergencia	Ene	63	Estimación de expectativas de inflación a partir de los precios del bono indicador francés	Jun	61
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000	Ene	75	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	El seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores	Jul-Ago	57
La evolución del empleo y del paro durante el año 2000	Feb	23	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2000	Jul-Ago	65
Los rasgos básicos de la Seguridad Social española. Especial referencia al gasto en pensiones contributivas	Feb	33	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2000	Jul-Ago	85
La contribución de los factores productivos al crecimiento económico en España: un análisis desagregado	Feb	47	Regulación financiera: segundo trimestre de 2001	Jul-Ago	97
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2000 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 2001	Sep	23
Política fiscal y estabilidad de precios en la Unión Monetaria	Mar	37	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre del año 2001	Sep	35
La apertura a la competencia de las industrias de red: aspectos regulatorios y efectos sobre precios	Mar	43	Desempleo y vacantes: una aproximación a los desajustes del mercado de trabajo	Sep	43
Efectos macroeconómicos de la inflación	Mar	55	Las entidades de tasación: actividad en 2000	Sep	47
La medición de la inflación y la política monetaria	Mar	61	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
Discurso del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la clausura de la conferencia «Euro 2002»	Abr	9	Implicaciones de la conversión de precios a euros para la inflación	Oct	59
Palabras del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la presentación del Premio Germán Bernácer	Abr	13	La contribución de las ramas de las tecnologías de la información y las comunicaciones al crecimiento de la economía española	Oct	67
Discurso del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros	Abr	17	La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes	Oct	77
Informe trimestral de la economía española	Abr	23	Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea	Oct	87
Nuevos cambios en la fiscalidad de los instrumentos financieros: análisis comparativo y efectos sobre el ahorro financiero de las familias	Abr	71	Regulación financiera: tercer trimestre de 2001	Oct	101
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2000	Abr	85			

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

- INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)
CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual)
BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)
CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)
BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)
ECONOMIC BULLETIN (trimestral)
BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)
BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)
CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS
NO FINANCIERAS (monografía anual)
CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO
CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPILACIÓN (cuatrimestral)
REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

38. FERNANDO GUTIÉRREZ Y EDUARDO FERNÁNDEZ: La empresa española y su financiación (1963-1982). (Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en Bolsa) (1985).
39. PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación (1986).
40. IGNACIO MAULEÓN, JOSÉ PÉREZ FERNÁNDEZ Y BEATRIZ SANZ: Los activos de caja y la oferta de dinero (1986).
41. MARÍA DOLORES GRANDAL MARTÍN: Mecanismos de formación de expectativas en mercados con retardo fijo de oferta: el mercado de la patata en España (1986).
42. J. RUIZ-CASTILLO: La medición de la pobreza y de la desigualdad en España, 1980-1981 (1987).
43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (Primera edición, 1991. Segunda edición actualizada, 1995).
45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991).
46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991).
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992).
49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992).
50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992).
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y Mª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

70. OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
71. MARIO IZQUIERDO Y Mª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
72. MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una edición en inglés 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 (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. Mª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
41. LLUIS CASTAÑEDA PEIRÓN: El Banco de España (1874-1900): la red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

13. ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (vol. extra) (1985).
14. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Tregrosa, primer contador del libro de caja (vol. extra) (1986).
15. ESPERANZA FRAX ROSALES: El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (vol. extra) (1988).
17. ALONSO DE OJEDA EISELEY: Índice de precios en España en el período 1913-1987 (1988).
18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Repartición de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).
22. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991).
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992).
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992).
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).

30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. Mª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
41. LLUIS CASTAÑEDA PEIRÓN: El Banco de España (1874-1900): la red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0019 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, ISABEL ARGIMÓN Y JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: ¿Afecta la titularidad pública a la eficiencia empresarial? Evidencia empírica con un panel de datos del sector manufacturero español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0020 JORDI GALÍ, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: European inflation dynamics.
- 0101 SILVIO RENDÓN: Job Creation under Liquidity Constraints: The Spanish Case.
- 0102 RAVI BALAKRISHNAN: The interaction of firing costs and on-the-job search: an application of a search theoretic model to the Spanish labour market.
- 0103 FRANCISCO DE CASTRO, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO AND PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Evaluating the dynamics of fiscal policy in Spain: patterns of interdependence and consistency of public expenditure and revenues.
- 0104 CARSTEN KRABBE NIELSEN: Three Exchange Rate Regimes and a Monetary Union: Determinacy, Currency Crises, and Welfare.
- 0105 JUAN AYUSO AND RAFAEL REPULLO: Why Did the Banks Overbid? An Empirical Model of the Fixed Rate Tenders of the European Central Bank.
- 0106 FRANCISCO J. RUGE-MURCIA: Inflation targeting under asymmetric preferences.
- 0107 JOSÉ VIÑALS: Monetary policy issues in a low inflation environment.

- 0108 AGUSTÍN MARAVALL AND ANA DEL RÍO: Time aggregation and the Hodrick-Prescott filter.
- 0109 JORDI GALÍ AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: A new Phillips curve for Spain.
- 0110 ÁNGEL ESTRADA AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: Accounting for Spanish productivity growth using sectoral data: New evidence.
- 0111 FRANCISCO ALONSO SÁNCHEZ, ROBERTO BLANCO ESCOLAR AND ANA DEL RÍO LOPEZOSA: Estimating expectations using French government inflation-indexed bonds.
- 0112 GIANLUCA CAPORELLO, AGUSTÍN MARAVALL AND FERNANDO J. SÁNCHEZ: Program TSW. Reference manual.
- 0113 SOLEDAD NÚÑEZ RAMOS Y MIGUEL PÉREZ GARCÍA-MIRASIERRA: El grado de concentración en las ramas productivas de la economía española.
- 0114 KLAUS DESMET AND IGNACIO ORTUÑO ORTÍN: Rational underdevelopment.
- 0115 MATTEO CICCARELLI AND ALESSANDRO REBUCCI: The transmission mechanism of European monetary policy: Is there heterogeneity? Is it changing over time?

EDICIONES VARIAS (1)

- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del Antiguo Régimen (1982) (**).
- RAMÓN SANTILLÁN: Memoria Histórica sobre los Bancos Nacionales de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando y de España (1982). 520 PTA / 3,13 € (*).
- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. I. 1982. MADRID: Actas del primer congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1983). 520 PTA / 3,13 € (*).
- GONZALO ANES, LUIS ÁNGEL ROJO, PEDRO TEDDE (Y OTROS): Historia económica y pensamiento social. Estudios en homenaje a Diego Mateo del Peral (1983) (**).
- INTRODUCCIÓN A LA CONTABILIDAD. Nociones elementales para principiantes (1985). Centro de Formación del Banco de España. 520 PTA / 3,13 € (*).
- JOAQUÍN MUNS: Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982: Veinticinco años de economía española (1986) (**).
- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del siglo XIX: progresistas y moderados (1986) (**).
- TERESA TORTELLA CASARES: Índice de los primitivos accionistas del Banco Nacional de San Carlos (1986). 1.560 PTA / 9,38 € (*).
- GONZALO ANES ÁLVAREZ: Monedas hispánicas, 1475-1598 (1987). 4.160 PTA / 25 € (*).
- JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 2.080 PTA / 12,50 € (*).
- CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 1.560 PTA / 9,38 € (*).
- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segun-

- do congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 1.040 PTA / 6,25 € (*).
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (**).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 1.040 PTA / 6,25 € (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 1.560 PTA / 9,38 € (*).
- FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 2.080 PTA / 12,50 € (*).
- MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 1.560 PTA / 9,38 € (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 1.040 PTA / 6,25 € (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 6.000 PTA / 36,06 € (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 8.000 PTA / 48,08 € (*).
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.080 PTA / 12,50 € (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3^a ed. (1994). 6.000 PTA / 36,06 € (*).
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 520 PTA / 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). 832 PTA / 5 € (*).
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 1.040 PTA / 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). 500 PTA / 3,01 € (*).
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA / 28,13 € (*).
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).
- SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^a ed. (1999). 6.000 PTA / 36,06 € (*).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA / 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). 2.000 PTA / 12,02 € (*).
- PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 1.500 PTA / 9,02 € (*).
- TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 1.560 PTA / 9,38 € (*).
- VICTORIA PATXOT y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 884 PTA / 5,31 € (*).

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. Los precios llevan incluido el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (**) son distribuidas por Alianza Editorial. Las publicaciones marcadas con tres asteriscos (***) son distribuidas por Editorial Tecnos. Las publicaciones marcadas con cuatro asteriscos (****) son distribuidas por Macmillan (Londres).

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1) (2001)

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

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- *España*: 2.080 PTA / 12,50 €
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 €

Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

- *España*: 2.080 PTA / 12,50 €
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 €

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

- *España*: 2.080 PTA / 12,50 €
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 €

Central de Anotaciones en Cuenta:

- *España*: 1.040 PTA / 6,25 €
- *Extranjero*: 2.000 PTA / 12,02 €

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- *España*:
 - Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 20.800 PTA / 125,01 €
 - Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA / 171,89 €
 - Ejemplar suelto: 2.080 PTA / 12,50 €
- *Extranjero*:
 - Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 31.000 PTA / 186,31 €
 - Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA / 288,49 €
 - Ejemplar suelto: 3.000 PTA / 18,03 €

Economic bulletin (2):

- *España*:
 - Suscripción anual: 7.488 PTA / 45,00 €
 - Ejemplar suelto: 2.080 PTA / 12,50 €
- *Extranjero*:
 - Suscripción anual: 14.250 PTA / 85,64 €
 - Ejemplar suelto: 3.000 PTA / 18,03 €

Boletín de anotaciones en cuenta (3):

- *España*:
 - Suscripción anual por correo: 33.280 PTA / 200,02 €
 - Suscripción anual por fax: 33.280 PTA / 200,02 €
 - Números sueltos: 208 PTA / 1,25 €
- *Extranjero* (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA / 570,96 €

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA / 31,25 €

Registros de entidades:

- *España*: 2.522 PTA / 15,16 €
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 €

Circulares a entidades de crédito:

- *España*: suscripción anual: 14.560 PTA / 87,51 €
- *Extranjero*: suscripción anual: 28.000 PTA / 168,28 €

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- *España*:
 - Recopilación: 7.280 PTA / 43,75 €
 - Actualización anual: 3.120 PTA / 18,75 €
- *Extranjero*:
 - Recopilación: 14.000 PTA / 84,14 €
 - Actualización anual: 6.000 PTA / 36,06 €

Publicaciones de la Central de Balances:

- Monografía anual:
 - *España*: Libro o CD-ROM: 1.997 PTA / 12,00 €
- Estudios de encargo:
 - Precio según presupuesto adaptado a cada petición (4).
- Proyecto BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*):
 - *España*: consultar a la Central de Balances.

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

- *España*: 884 PTA / 5,31 €
- *Extranjero*: 1.800 PTA / 10,82 €

Documentos de trabajo:

- *España*:
 - Suscripción anual: 7.280 PTA / 43,75 €
 - Ejemplar suelto: 312 PTA / 1,88 €
- *Extranjero*:
 - Suscripción anual: 10.000 PTA / 60,10 €
 - Ejemplar suelto: 430 PTA / 2,58 €

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- *España*: 1.040 PTA / 6,25 €
- *Extranjero*: 2.000 PTA / 12,02 €

Estabilidad financiera:

- *España*: 1.560 PTA / 9,38 €
- *Extranjero*: 2.500 PTA / 15,03 €

Ediciones varias (5).

- (1) Los precios para *España* llevan incluido el 4 % de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16 % de IVA.
- (2) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las *Cuentas financieras de la economía española*, de la edición en inglés del *Informe anual*, y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (4) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 338 6931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (5) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4 % de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es