

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

julio-agosto 2002

boletín económico

julio-agosto 2002

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	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IPC	Índice de Precios de Consumo
BCE	Banco Central Europeo	IPI	Índice de Producción Industrial
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
BE	Banco de España	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
BOE	Boletín Oficial del Estado	ISFAS	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
BPI	Banco de Pagos Internacionales	ISFLSH	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CBA	Central de Balances. Datos anuales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CBE	Circular del Banco de España	LGP	Ley General Presupuestaria
CBT	Central de Balances. Datos trimestrales	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CCAA	Comunidades Autónomas	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CCLL	Corporaciones Locales	MCT	Ministerio de Ciencia y Tecnología
CCS	Consortio de Compensación de Seguros	ME	Ministerio de Economía
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CESCE	Compañía Española de Crédito a la Exportación	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	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OFICEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DEG	Derechos Especiales de Giro	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DGSFR	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OM	Orden Ministerial
DGT	Dirección General de Tráfico	OOAA	Organismos Autónomos
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	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
EURIBOR	Tipo de Interés de Oferta de los Depósitos Interbancarios en Euros (Euro Interbank Offered Rate)	RD	Real Decreto
EUROSTAT	Oficina de Estadística de la Comunidad Europea	REE	Red Eléctrica de España
EPA	Encuesta de Población Activa	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	RTVE	Radio Televisión Española, S.A.
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FEVE	Ferrocarriles de Vía Estrecha	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FMI	Fondo Monetario Internacional	SME	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SMI	Salario Mínimo Interprofesional
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	TAE	Tasa Anual Equivalente
FSE	Fondo Social Europeo	TCE	Tipo de Cambio Efectivo
HUNOSA	Hulleras del Norte, S.A.	TCEN	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	TCER	Tipo de Cambio Efectivo Real
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE	Unión Europea
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UEM	Unión Económica y Monetaria
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas
INE	Instituto Nacional de Estadística	VNA	Variación Neta de Activos
INEM	Instituto Nacional de Empleo	VNP	Variación Neta de Pasivos
INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias		

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

<i>Países</i>		<i>Monedas</i>	
BE	Bélgica	} EUR	Euro
DE	Alemania		
GR	Grecia		
ES	España		
FR	Francia		
IE	Irlanda		
IT	Italia		
LU	Luxemburgo		
NL	Países Bajos		
AT	Austria		
PT	Portugal		
FI	Finlandia		
DK	Dinamarca	DKK	Corona danesa
SE	Suecia	SEK	Corona sueca
UK	Reino Unido	GBP	Libra esterlina
JP	Japón	JPY	Yen japonés
US	Estados Unidos de América	USD	Dólar estadounidense

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

Abreviaturas y signos más utilizados

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
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

	<u>Páginas</u>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior del área del euro	14
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	19
4. La economía española	30
5. Los flujos financieros de la economía española	47
Patrones históricos en la evolución del tipo de interés real	57
Hacia la convergencia a través de la integración. Un análisis comparado entre Europa y América Latina	63
La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana	73
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2001	83
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2001	93
Regulación financiera: segundo trimestre de 2002	109
Información del Banco de España	115
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 30 de junio de 2002	117
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España	121
Registros Oficiales de Entidades. Variaciones producidas entre el 20 de junio y el 18 de julio de 2002	123
Publicaciones recientes del Banco de España	125
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	63*

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

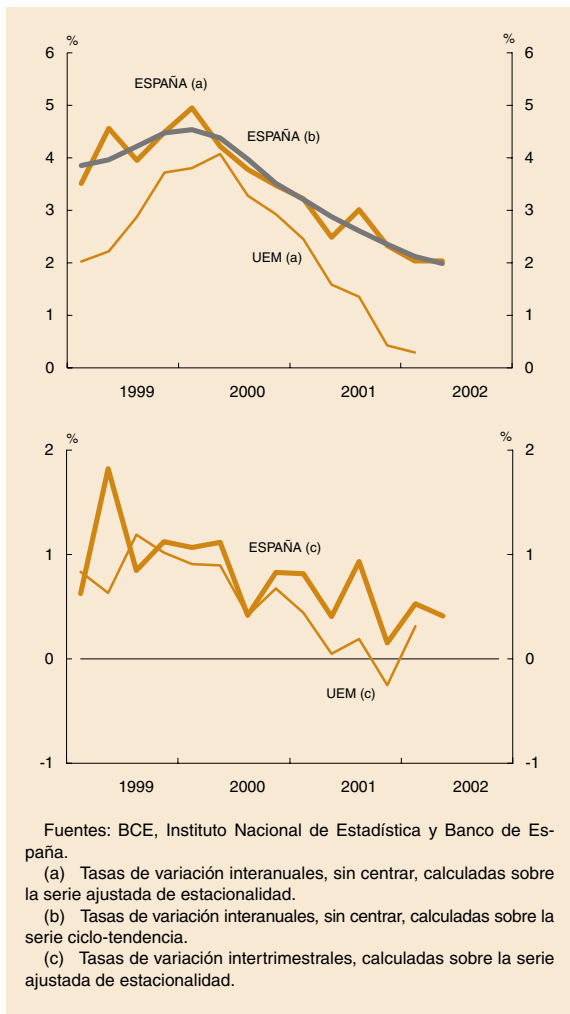
A medida que avanza el año 2002 se han ido confirmando las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Así lo avalan los datos disponibles para Estados Unidos, para el conjunto de la zona del euro y para numerosas economías asiáticas, incluida la japonesa, siendo Latinoamérica la única excepción notable. Permanece, sin embargo, un clima de desconfianza e incertidumbre, asociado, principalmente, a la evolución de algunos desequilibrios en la economía norteamericana y a las noticias que ponen en entredicho la solvencia o las prácticas contables que se aplican en algunas empresas, lo que ha provocado una fuerte corrección de los mercados bursátiles, que puede llegar a dañar el proceso de recuperación y limitar su intensidad. Las políticas macroeconómicas conservan, en general, un tono expansivo —especialmente en su vertiente monetaria—, mientras que en los mercados cambiarios se ha producido un giro profundo, pero ordenado, en la cotización del dólar estadounidense, que se ha depreciado notablemente frente a las principales monedas. La apreciación del euro frente al dólar ha sido del orden del 15%, lo que ha situado la cotización de la divisa europea en un nivel que se corresponde más con sus fundamentos y contribuirá a moderar las tensiones inflacionistas que subyacen en algunas economías de la zona.

En este contexto, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento sostenido, sin que se aprecien cambios relevantes en relación con los resultados avanzados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el primer trimestre de 2002. En concreto, con la información disponible en este momento, se estima que la tasa de crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB) real durante el segundo trimestre del año ha sido del orden del 2%, calculada a partir de la serie desestacionalizada, igual que en el período precedente. En términos intertrimestrales, la tasa de aumento fue del 0,4%, una décima menos que en el trimestre anterior. Las cuantificaciones realizadas a partir de las series de ciclo-tendencia, que se caracterizan, como es bien conocido, por su mayor estabilidad, confirman que se ha alcanzado un suelo en el proceso de desaceleración que tuvo lugar a lo largo del pasado año —en valores que se encuentran en torno al 2%—, lo que sitúa a la economía española en unas condiciones de partida favorables para ir afianzando su ritmo de crecimiento en los próximos meses, si se consolida la recuperación de la economía mundial.

La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real alcanzó valores modestos, pero positivos, en el segundo trimestre, aunque ha vuelto a ser el gasto de las familias —en consumo y en compra de viviendas— el

GRÁFICO 1

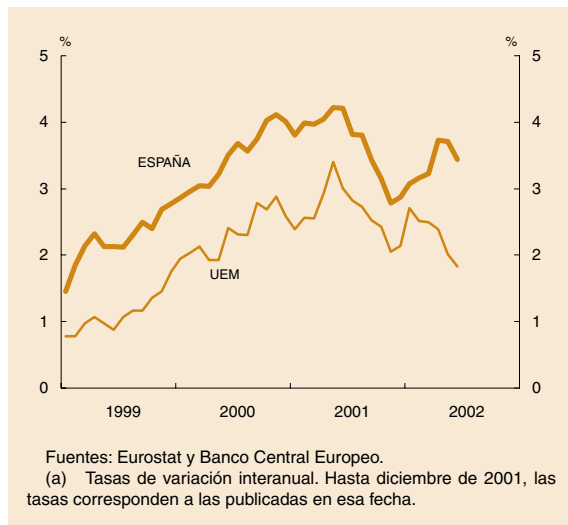
Producto interior bruto



componente más dinámico de la demanda final de la economía española en ese período, a lo que hay que añadir, con notable intensidad, la actividad inversora de las Administraciones Públicas. El crecimiento de la renta disponible real, aunque inferior al del pasado ejercicio, ha sido un factor determinante de las decisiones de gasto de las familias, que, no obstante, y en un contexto de tipos de interés particularmente reducidos, han seguido apelando de forma intensa al endeudamiento para financiar el consumo y, en especial, la compra de viviendas. Los niveles de endeudamiento de las empresas también han crecido en el pasado reciente, aunque parece que tienden a estabilizarse, sin que acabe de despegar la inversión empresarial. Por el lado de la oferta, la actividad industrial da muestras de una incipiente recuperación, y el crecimiento del empleo se está desacelerando. Por último, aunque los costes unitarios laborales han reducido su tasa de aumento, los diferenciales de precios con la zona euro permanecen elevados.

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo (a)



Las políticas expansivas han impulsado el crecimiento de la economía de Estados Unidos desde el comienzo del año. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre confirman la continuidad de este proceso, aunque con menor intensidad que en el trimestre precedente. El fuerte descenso de las bolsas de valores, que se encuentran ya por debajo de los niveles que prevalecían antes del 11 de septiembre, no parece que haya afectado, hasta ahora, al gasto de las familias, aunque podría hacerlo en el futuro. Este agregado —que está sostenido, en parte, por una evolución expansiva del precio de la vivienda—, junto con el consumo público, son los elementos más dinámicos de la economía norteamericana en la fase actual. Las tasas de crecimiento de la productividad siguen siendo considerablemente elevadas, pero descansan, de forma especial, en un comportamiento del empleo poco favorable, sin que todavía se perciba una recuperación de la inversión de las empresas. En esta situación, y ante la ausencia de cambios en el panorama inflacionista, la Reserva Federal ha mantenido los bajos tipos de interés vigentes desde el pasado mes de diciembre. El hecho de que la fase de recuperación de la economía haya comenzado sin que se hayan depurado los desequilibrios financieros de familias y empresas y con un creciente déficit de las cuentas exteriores son factores adicionales de riesgo que podrían comprometer su consolidación. En ese sentido, y aunque sea difícil buscar una relación directa entre ambos acontecimientos, la reciente depreciación del dólar puede contribuir a la corrección del abultado déficit comercial.

La recuperación de la zona euro discurre por pautas distintas a las de la economía norteamericana.

americana. El tono de la política monetaria sigue siendo expansivo, y aunque la política fiscal no ha adquirido una orientación similar, equiparable a la de la economía estadounidense, se han producido desviaciones de los objetivos presupuestarios en algunos países que han tendido a relajar la evolución de las cuentas públicas en el conjunto del área. El crecimiento del PIB real del primer trimestre —del 0,3%, tanto en términos interanuales como intertrimestrales— ha estado basado, en gran medida, en la contribución de la demanda externa, ya que el gasto interior no dio muestras de una clara recuperación, a pesar de que la evolución del empleo está siendo más sostenida que en otras fases cíclicas precedentes. Los indicadores disponibles para los meses más recientes apuntan hacia una modesta recuperación del consumo y la inversión, aunque, posiblemente, algo menos intensa de lo esperado, en un entorno de expectativas inciertas y considerable inestabilidad de los mercados bursátiles.

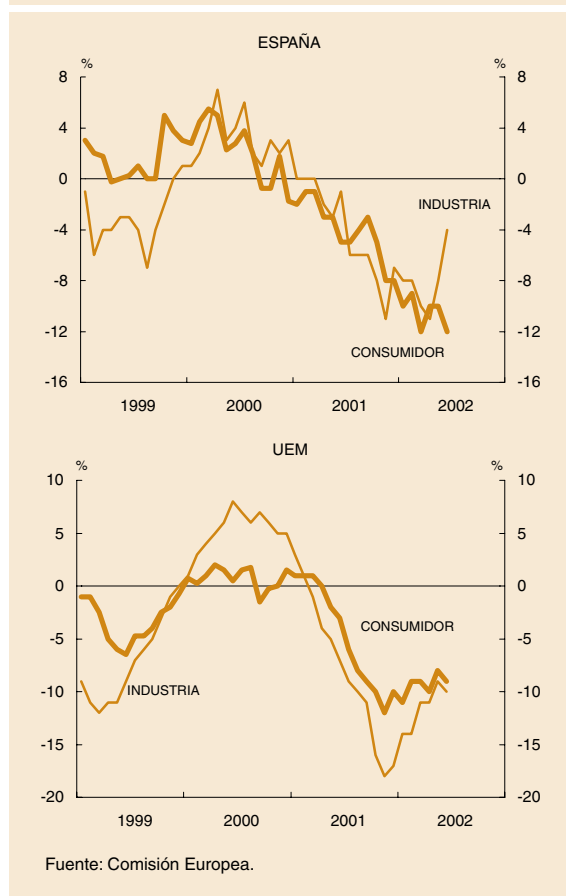
La tasa de crecimiento de los precios de consumo (IAPC) ha tendido a moderarse en los dos últimos meses, tras el rebrote experimentado al comienzo del año, situándose en el 1,8% el pasado mes de junio. Los mismos factores que impulsaron su ascenso —precios energéticos y alimenticios— han permitido, ahora, su corrección, que no abarca, por el momento, al componente más estable del índice (IPSEBENE), que ha estabilizado su ritmo de aumento ligeramente por encima del 2,5%. La aceleración que han registrado los costes unitarios laborales en el primer trimestre —al unirse un crecimiento modesto de la productividad con aumentos salariales relativamente elevados— podría dificultar la desaceleración de la tasa de inflación, aunque la relativa debilidad de la demanda, el comportamiento favorable de los precios en los mercados mundiales y la apreciación del euro deberían contribuir a ello.

En esta situación, el BCE ha mantenido inalterado en el 3,25% el tipo de intervención fijado el pasado mes de noviembre. El crecimiento del agregado monetario de referencia ha tendido a acelerarse en los dos últimos meses, un movimiento, de nuevo, que podría estar relacionado con la inestabilidad de los mercados financieros, mientras que el ritmo de aumento del crédito al sector privado se ha estabilizado en un nivel inferior al prevaleciente a comienzos del año. En conjunto, las expectativas sobre aumentos futuros de los tipos de interés han tendido a retrasarse y a moderarse apreciablemente en su cuantía.

La evolución de la economía española se enmarca dentro del contexto monetario expansivo que caracteriza a la política monetaria co-

GRÁFICO 3

Indicadores de confianza

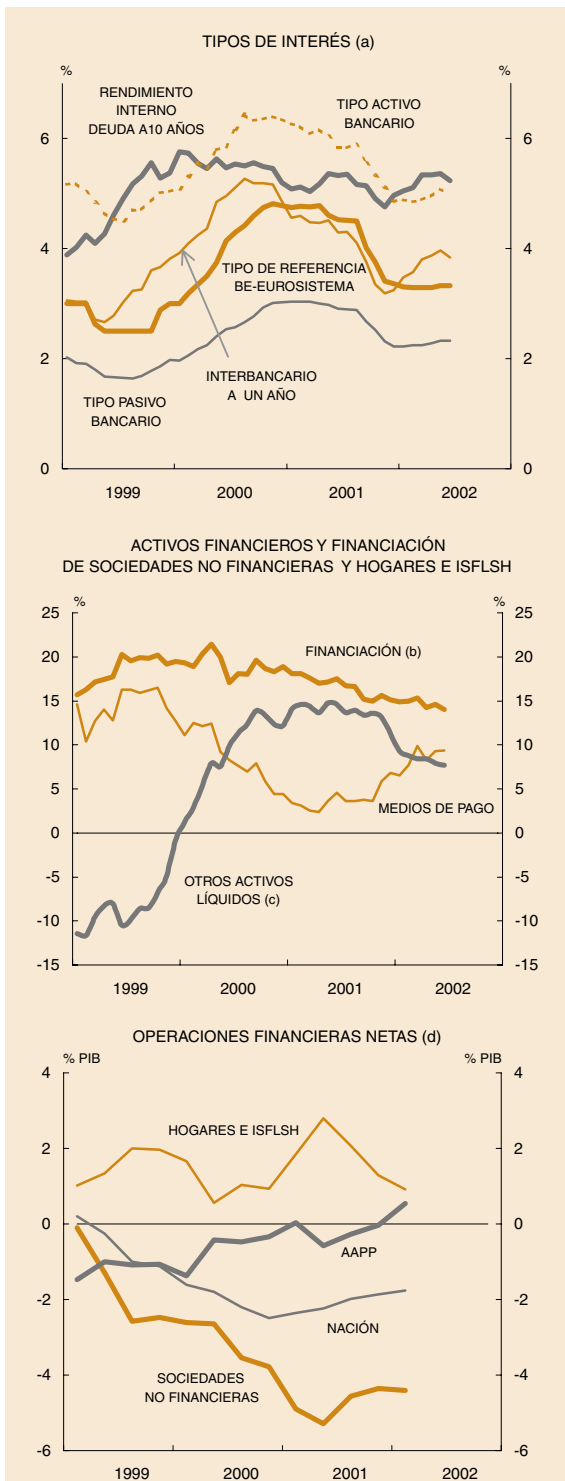


mún, pero con una modulación más estricta de la política fiscal, de acuerdo con la información disponible para los seis primeros meses del año. El comportamiento de los ingresos impositivos está siendo, en conjunto, favorable, destacando el crecimiento de la imposición indirecta y, dentro de esta, del IVA. La recaudación del IRPF se espera que atenúe su ritmo de crecimiento en el conjunto del ejercicio —en relación con el año 2001—, en línea con el comportamiento de las rentas salariales y del capital. Por el lado del gasto, los mayores incrementos han sido en los gastos de capital y en las prestaciones sociales. Una de las consecuencias de estos resultados —desaceleración del IRPF y aumento de las prestaciones sociales— es que la contribución de las Administraciones Públicas al sostenimiento de la renta disponible de los hogares está siendo apreciable.

Como ya se ha dicho, la tasa de crecimiento interanual del PIB real estimada para el segundo trimestre de 2002 ha sido similar a la del trimestre precedente —del 2%, en términos de la serie desestacionalizada—, destacando la contribución del consumo privado y de la inversión en construcción —residencial y obra civil—, así

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

(a) Las series son medias de datos diarios.

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

(c) Incluye depósitos a plazo, adquisiciones temporales, valores bancarios, depósitos de residentes en el exterior y participaciones en FIAMM.

(d) Datos acumulados de cuatro trimestres.

como la modesta aportación positiva de la demanda neta exterior. El ritmo de crecimiento del consumo de los hogares podría haberse desacelerado ligeramente durante el segundo trimestre, mientras que la inversión en el sector de la construcción mantuvo su notable dinamismo. La tasa de aumento que se ha calculado para la demanda nacional es ligeramente inferior a la del primer trimestre del año, cuando alcanzó un valor del 2,1%, ya que a la atonía de la inversión en equipo hay que añadir el efecto de descontar la fuerte inversión en existencias que recogen las cifras del INE para los tres primeros meses del año.

El cambio de signo en la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real ha sido consecuencia, por una parte, de una ligera recuperación en la tasa de variación de las exportaciones, que, en cualquier caso, mantienen un tono deprimido, lo mismo que las importaciones. La debilidad del sector turístico, que ya se apreciaba en los indicadores disponibles para los primeros meses del año, parece haberse acentuado en el segundo trimestre, aunque su impacto final difiere apreciablemente, tanto en lo que se refiere a los países de origen —donde destaca el descenso del turismo alemán y británico— como a las áreas de destino.

Uno de los rasgos significativos del patrón de crecimiento actual de la economía española es su fuerte apelación al endeudamiento del sector privado, que no acaba de recuperar sus tasas de ahorro ni su capacidad de financiación, con el consiguiente reflejo en la necesidad de financiación de la economía en su conjunto. Así lo muestran también las estimaciones sobre las operaciones financieras netas correspondientes al primer trimestre del año, en las que se aprecia que sigue disminuyendo —en términos de su participación en el PIB— el ahorro financiero neto de los hogares, a la vez que se estabiliza, en valores negativos considerablemente elevados, el resultado de las operaciones financieras netas del sector de sociedades no financieras. Los datos recientes sobre la evolución del crédito confirman este diagnóstico ya que, en el primer trimestre, se recupera el ritmo de crecimiento de la financiación otorgada a las familias y, dentro de ella, destaca el notable aumento del crédito para la compra de viviendas.

Aunque los niveles de endeudamiento que han alcanzado las familias son similares a los que se dan en otras economías de nuestro entorno y responden, en gran medida, a la adaptación de los agentes económicos a un contexto financiero más estable y en el que, además, se registran actualmente tipos de interés particularmente reducidos, hay que considerar con

cautela sus consecuencias a medio plazo, especialmente en lo que se refiere a los riesgos que se derivan de la evolución del sector de la vivienda.

En este marco, el afianzamiento de la recuperación de la economía española, a medida que se vaya confirmando la mejora de la economía mundial, debe basarse en la fortaleza de las exportaciones y de la inversión empresarial —y con ellas de la actividad industrial—, y en la continuidad de un dinamismo del gasto de las familias que se asiente en unas expectativas fundadas sobre la evolución futura de sus rentas. Las bases de partida para ello son, en principio, adecuadas.

El crecimiento del empleo en el segundo trimestre se ha desacelerado, pero es superior al de otras fases cíclicas similares, por lo que está ejerciendo un papel fundamental en el mantenimiento del ritmo de crecimiento de la economía. Los aumentos salariales se han moderado, lo que, unido a la ligera recuperación de la productividad, han contenido las alzas de los costes laborales unitarios. La rentabilidad de las empresas es elevada y sus *ratios* de endeudamiento, que habían crecido apreciablemente, tienden a estabilizarse, apreciándose, en fin, una ligera recuperación en la actividad industrial y en los indicadores de confianza de este sector.

Frente a estos desarrollos favorables, la ampliación de los diferenciales de inflación con respecto a los países de la UEM que ha tenido lugar durante el segundo trimestre de este año alertan sobre los problemas de competitividad que podrían incubarse y que terminarían limitando el ritmo de recuperación de la economía

española. El diferencial entre las tasas de crecimiento interanual del IAPC se situó en 1,6 puntos porcentuales el pasado mes de junio, destacando, por su significado, los valores de 1,7 y 1,4 puntos que alcanzaron los diferenciales correspondientes a los servicios y a los bienes industriales no energéticos, respectivamente.

El hecho de que los aumentos en la tasa de crecimiento de los precios hayan tenido lugar a la vez que se producía una contención en el ritmo de crecimiento de los costes unitarios laborales es ilustrativo de las rigideces que siguen observándose en el comportamiento de algunos mercados. La ampliación de márgenes que se deduce de estos resultados —mayores aumentos de precios y desaceleración de costes unitarios laborales— se concentra, de forma destacada, precisamente, en las ramas de construcción y servicios de mercado, mientras que es mucho más limitada en el caso de los sectores industriales, que son los que, en un entorno competitivo, más han reducido la creación de empleo.

Existen condiciones, en síntesis, para que la economía española reanude en la segunda mitad del año 2002 una senda de mayor dinamismo, basada en la previsible recuperación del entorno exterior y en los factores que alientan el gasto interno, entre los que destaca el mantenimiento de la creación de empleo. No obstante, la elevada incertidumbre internacional que se canaliza a través de los mercados financieros puede obstaculizar el necesario clima de confianza. La sostenibilidad a medio plazo de la reactivación requiere una contención de los ritmos de endeudamiento del sector privado y una continuada mejora de la competitividad de la economía.

2. El entorno exterior del área del euro

La recuperación del crecimiento económico mundial continuó su curso durante el segundo trimestre de 2002, si bien a un ritmo moderado y con una distribución geográfica algo distinta de la que se vislumbraba a comienzos de año: el dinamismo está siendo mayor en EEUU y Asia, y menor en Europa y Latinoamérica. En la mayor parte de los países el crecimiento fue liderado por el buen comportamiento de la demanda externa, en particular la demanda de importaciones por parte de EEUU, lo que parece poner de relieve, en esta fase inicial del ciclo, cierta dependencia del crecimiento de la economía mundial respecto al comportamiento de la economía americana.

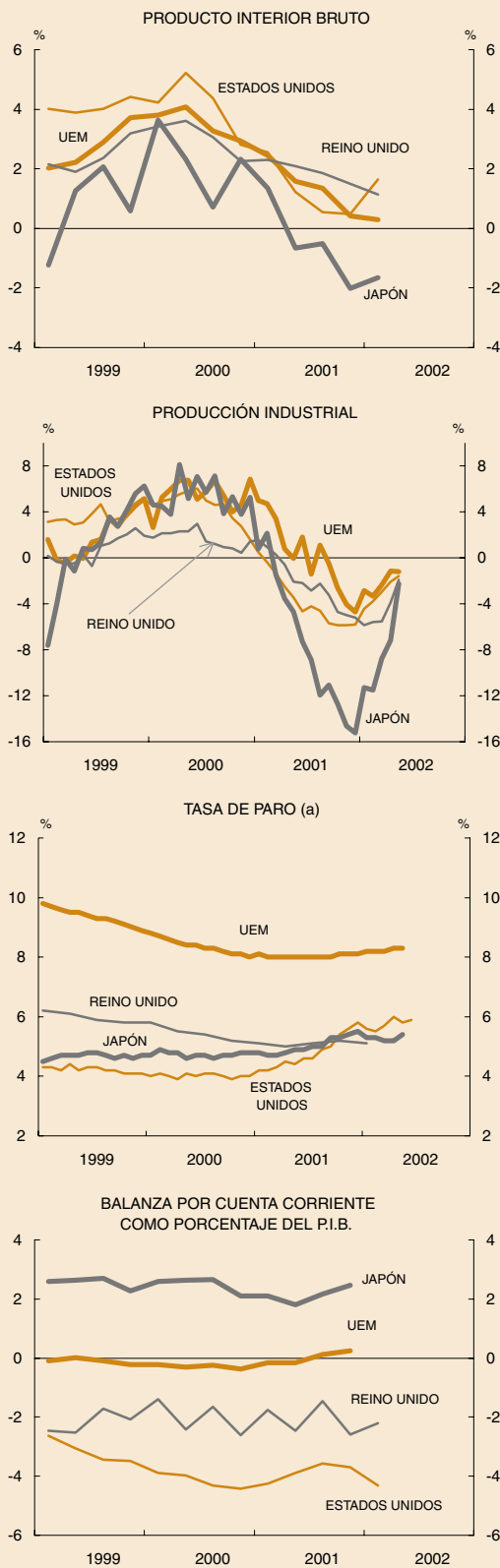
En contraste con un panorama económico relativamente favorable, los mercados bursátiles registraron fuertes descensos a lo largo de todo el trimestre, de manera que se corrigió por completo la recuperación ocurrida entre octubre y marzo; la mayor parte de los índices estadounidenses y europeos se situaron en niveles mínimos de los tres o cuatro últimos años. Dicho comportamiento ha estado asociado a la desconfianza sobre la calidad de la información contable proporcionada por las empresas, a raíz de la difusión de numerosos casos de irregularidades contables y fraudes, generados posiblemente durante los últimos años del auge bursátil. Esta desconfianza se ha traducido en un aumento de la incertidumbre sobre la correcta valoración de los precios de los activos, que parece estar en el origen de la recomposición de carteras ocurrida a lo largo del trimestre, desde acciones y renta fija privada de baja calificación hacia activos más seguros, como bonos del Tesoro y bonos privados de alta calificación y liquidez.

El dólar se depreció de forma continua, aunque ordenada, frente a la mayor parte de las divisas, con excepción de las latinoamericanas. La depreciación fue de un 8% en términos efectivos, de un 11% frente al yen y de un 15% frente al euro, respecto al cual la divisa estadounidense se ha situado en niveles mínimos de los dos últimos años. En el ámbito de los mercados emergentes, la inestabilidad política en diversos países de Latinoamérica, junto con una recuperación del crecimiento más lenta de lo esperado en el conjunto de la región, ha propiciado un comportamiento muy diferenciado y claramente más negativo de los mercados financieros latinoamericanos, respecto a las otras dos áreas emergentes: Asia y Europa del Este.

En *EEUU*, el PIB del primer trimestre se revisó al alza hasta un crecimiento del 6,1% trimestral anualizado. Dicho crecimiento sitúa la tasa interanual en un 1,7%, frente al 0,5% del cuarto trimestre, lo que pone de manifiesto el

GRÁFICO 5

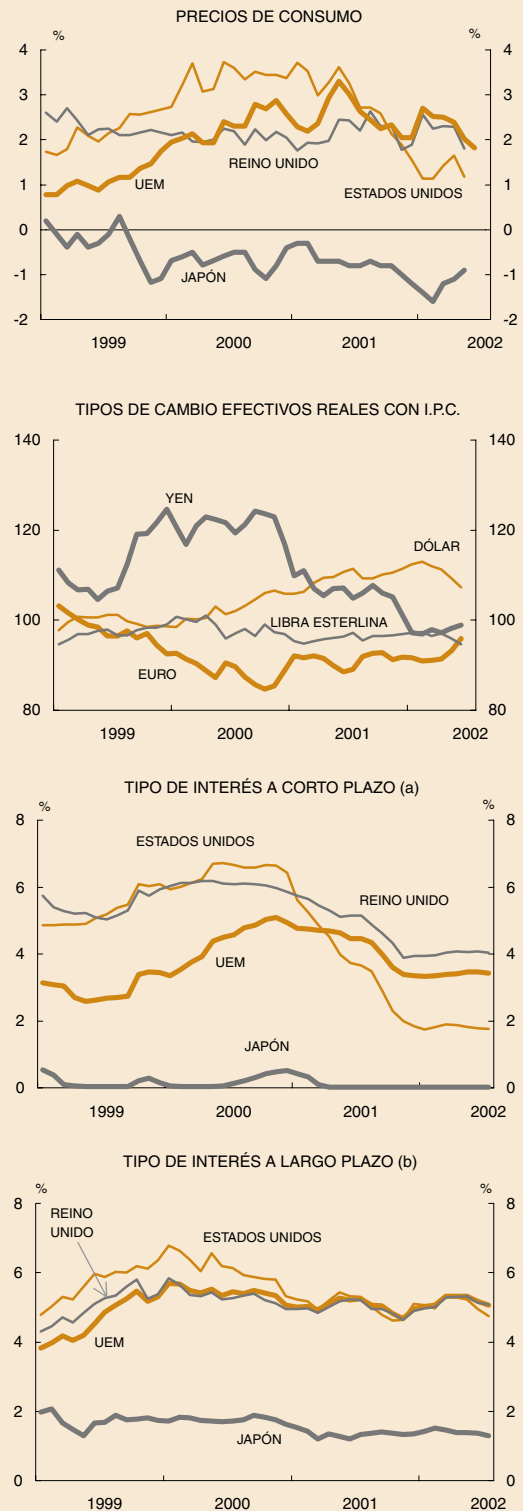
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales



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

GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés



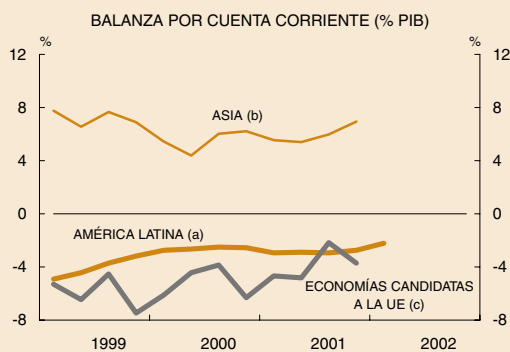
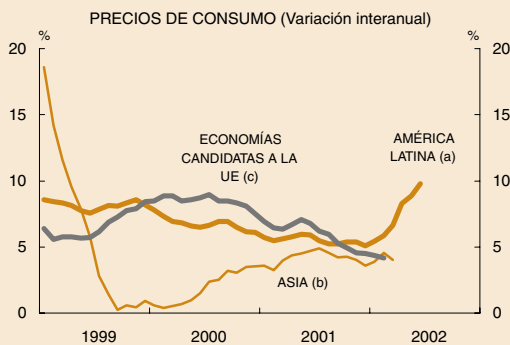
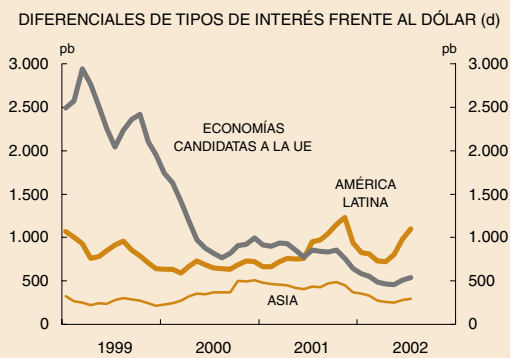
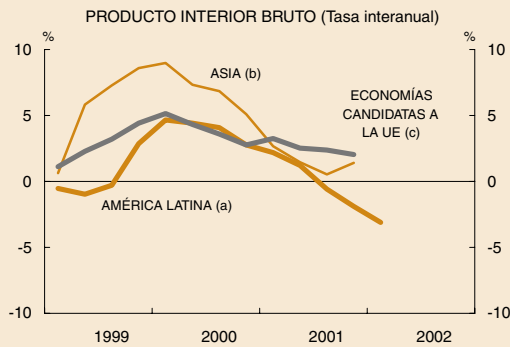
Fuente: Banco de España.

(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.

GRÁFICO 7

Economías emergentes: principales indicadores macroeconómicos



Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

(a) Argentina, Brasil, Chile, Méjico, Colombia, Venezuela, Perú.

(b) Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

(c) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

(d) Diferenciales del índice EMBI+ de JP Morgan. Las economías candidatas a la UE incluyen a Rusia

afianzamiento de la recuperación. Por componentes, destaca el mantenimiento de fuertes ritmos de crecimiento en el consumo privado (3,3% trimestral anualizado) y en el público (6,6%), la moderación de la caída de la formación bruta de capital sin existencias (0,8%) y, sobre todo, la aceleración del proceso de acumulación de inventarios, cuya aportación al crecimiento del PIB fue de 3,4 puntos porcentuales. La demanda externa continuó detrayendo algunas décimas del crecimiento (0,75 puntos porcentuales), aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Cabe destacar también el moderado comportamiento de los precios, que se observa en los deflatores del PIB, con tasas interanuales de crecimiento del 1,2% interanual para el general y del 1% para el del consumo. La ausencia de presiones inflacionistas se hace patente también en el comportamiento de los precios de consumo, cuya tasa interanual descendió hasta el 1,1% interanual en junio, y la subyacente, hasta el 2,3%.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del segundo trimestre apuntan a que la recuperación económica sigue su curso, si bien se observan algunos signos de moderación respecto a las elevadas tasas de crecimiento registradas en los primeros meses del año. Por el lado de los indicadores de demanda, cabe destacar el buen comportamiento del sector inmobiliario, en el que se aceleró la venta de nuevas viviendas y se mantuvieron en ritmos de crecimiento positivos las viviendas iniciadas, en un contexto de bajos tipos de interés hipotecarios y facilidad de refinanciación de las hipotecas. Las ventas al por menor mantuvieron un perfil irregular, pero en el conjunto del trimestre parece que su crecimiento podría haber sido incluso superior al del primero. La renta personal continuó creciendo a ritmos alrededor del 3%, con datos hasta mayo, aunque parece haberse producido cierta moderación en el consumo personal. Todo ello parece apuntar al mantenimiento de un ritmo de crecimiento del consumo privado moderado en el trimestre, menos dinámico que en el primero, en un contexto de escasa creación de empleo neto y de estabilización de la tasa de paro en torno a niveles del 5,9% de la población activa, todavía relativamente elevados. En la vertiente de los indicadores de expectativas, los índices de confianza del consumidor se mantuvieron fuertes durante la mayor parte del trimestre, pero los últimos datos de junio, y, en mayor medida, julio, parecen mostrar que el deterioro de las bolsas y la atonía del mercado de trabajo están teniendo una incidencia negativa en el sentimiento de los consumidores.

En cuanto a la inversión, las perspectivas de mejora parecen reforzarse, entre otros factores,

por la recuperación de los pedidos de bienes duraderos, sobre todo en los sectores de capital, excluyendo defensa, y por el aumento de la producción de bienes tecnológicos. En la medida en que existen, además, indicios de que el ajuste de existencias está prácticamente finalizado en muchos de los sectores, que las perspectivas de las ventas y los beneficios parecen haber mejorado, que los costes de financiación son bajos y que la productividad se mantiene fuerte, incluso en el punto bajo del ciclo, cabe esperar que se afiancen las bases para una recuperación gradual de la inversión en los próximos meses. Frente a este escenario favorable, el principal factor de riesgo e incertidumbre es la tendencia a la baja de las bolsas, que, si se acentuara, podría dificultar la financiación de las empresas y afectar a las expectativas de beneficios y de crecimiento económico. Por lo que respecta al sector exterior, el déficit por cuenta corriente se amplió en el primer trimestre hasta un 4,3% del PIB, desde el 3,9% del cuarto trimestre de 2001, mientras que el déficit comercial aumentó nuevamente en abril, un 10,4% mensual, debido al crecimiento significativamente más fuerte de las importaciones (4,7% mensual) que de las exportaciones (2,2%).

Por el lado de la oferta, los indicadores han mostrado, en general, un comportamiento favorable. La producción industrial creció durante el segundo trimestre a tasas ligeramente más moderadas que las del primero, pero claramente positivas, y los índices de gestores de compras parecen anticipar una recuperación robusta de la actividad para los próximos meses. En definitiva, el patrón esperado de recuperación, caracterizado por cierta moderación del consumo y por el progresivo repunte de la inversión, no se ha alterado en este trimestre, aunque el deterioro de los mercados financieros constituye, indudablemente, un factor de riesgo a la baja. En este contexto, la Reserva Federal ha mantenido el nivel objetivo de los fondos federales sin cambios en el 1,75%, mientras en los mercados se observa un retraso de las expectativas de elevación de tipos de interés en EEUU hasta el año próximo.

En *Japón*, después de tres trimestres de continuado descenso, el PIB del primer trimestre del año registró un aumento del 1,4% trimestral. Este aumento del producto parece confirmar el final de la recesión en sentido técnico. En cualquier caso, la recuperación es muy incipiente y su solidez deberá confirmarse en los próximos meses. El PIB creció gracias a la reactivación de las exportaciones (6% trimestral) y al comportamiento, moderadamente positivo, del consumo privado (1,2%), en contraste con las caídas de la inversión privada residencial y no residencial. Desde la perspectiva de la evolución de los precios,

cabe destacar el nuevo descenso interanual registrado por el deflactor del PIB (0,9%), aunque la tendencia negativa se ha moderado respecto a trimestres previos.

Los indicadores del segundo trimestre publicados hasta la fecha parecen apuntar hacia una progresiva recuperación de la actividad, a tenor de la evolución de los indicadores sintéticos avanzado y coincidente, fundamentalmente por el notable incremento de las exportaciones. Por el lado de la oferta, se aceleró la producción industrial, aumentó el grado de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas, los niveles de las carteras de pedidos industriales se recuperaron y, en general, parece observarse cierta mejora del clima empresarial, a juzgar por la encuesta Tankan. Esta recuperación sigue siendo, no obstante, dual, y basada en el sector exterior y en las grandes empresas manufactureras, mientras que los indicadores de la demanda de consumo —gasto de los hogares y ventas al por menor, especialmente— no muestran una mejora comparable, sino un ritmo de actividad débil e irregular todavía en la mayoría de los casos. Además, durante abril y mayo, el empleo registró descensos y la tasa de paro siguió creciendo hasta el 5,4% en mayo. En este contexto, la apreciación del yen frente al dólar se produce en un momento delicado para la incipiente recuperación del crecimiento en Japón, lo que ha suscitado declaraciones por parte de las autoridades monetarias japonesas, e incluso su intervención en el mercado de cambios a comienzos del trimestre. Por lo que respecta a la política monetaria, el Banco de Japón no modificó sus tipos de interés, si bien, en contra de lo sucedido en el primer trimestre, siguió una política de restricción de la oferta de liquidez, de modo que el crecimiento de la oferta monetaria se desaceleró hasta un 3,4% en tasa interanual en junio, desde el 3,7% en abril. La bolsa de Japón se ha visto favorecida por la mejora en las expectativas de crecimiento y ha logrado terminar el trimestre con mínimas pérdidas, que contrastan con la evolución del resto de los mercados bursátiles mundiales. Esta evolución tuvo reflejo en el comportamiento del mercado de bonos, en el que las rentabilidades tendieron al alza al comienzo del trimestre, en paralelo a cierta recomposición de las carteras en favor de la bolsa. Sin embargo, esta tendencia parece haber revertido a lo largo del último mes, en el que las rentabilidades han vuelto a descender hacia niveles del 1,3%.

En el *Reino Unido* se moderó el ritmo de crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre, desde el 1,5% al 1,1% interanual, básicamente por la caída de la inversión y la demanda externa, y, por el lado de la oferta, de la

producción del sector industrial. En el segundo trimestre, sin embargo, los indicadores económicos señalan una recuperación del sector industrial y de las exportaciones, principalmente por el aumento de la demanda procedente de EEUU, mientras la demanda interna sigue siendo fuerte, por lo que se espera que el crecimiento del PIB repunte con fuerza. La tasa de paro se ha mantenido estable en el 5,1%, mientras los salarios mantuvieron un crecimiento interanual en torno al 3%. La tasa de inflación descendió hasta el 1,8% interanual en mayo, la menor desde 1975, por lo que el Banco de Inglaterra ha mantenido los tipos de interés oficiales en el 4%, a pesar del constante ascenso de los precios de la vivienda, que se aproximan a tasas del 20% interanual.

En *Asia*, la recuperación de las exportaciones y de la producción industrial permitió un fuerte crecimiento durante el primer trimestre, que, según los indicadores publicados, se ha mantenido en el segundo. Los tipos de cambio de las divisas de Corea, Tailandia, Indonesia y Singapur registraron a lo largo del trimestre una notable apreciación frente al dólar, mientras China, Hong Kong y Malasia, con regímenes fijos frente al dólar, han mejorado su posición competitiva tras la depreciación de la divisa estadounidense.

En los países del *Centro y Este de Europa*, el crecimiento en el primer trimestre del año se moderó, por la falta de dinamismo de la demanda externa, si bien la demanda interna continuó ofreciendo muestras de solidez. Estas tendencias parecen haberse mantenido en el segundo trimestre, salvo en el caso de Polonia, donde la producción industrial sigue débil y el elevado nivel de los tipos de interés reales parece limitar las perspectivas de una recuperación significativa en un horizonte próximo. La tasa de inflación ha seguido descendiendo en la mayoría de los países, entre los que destacan la República Checa, con un 1,2% interanual en junio, por la apreciación de la corona, y Polonia, con un 1,9% en mayo, por el débil crecimiento y las caídas en los precios de los alimentos y la energía. En *Turquía*, pese a la mejora en los indicadores económicos y al cumplimiento del programa del FMI, se ha producido una crisis gubernamental que ha afectado negativamente a la confianza de los mercados.

En *América Latina*, tras un comienzo de año positivo, ya que las principales economías se habían visto relativamente poco afectadas por la crisis argentina, la situación empeoró durante el segundo trimestre. Por un lado, el proceso de recuperación de las economías de la región está siendo más lento y menos dinámico de lo esperado. Por otro, dificultades de otra índole,

en particular la situación política, han dominado el panorama y han pesado gravemente sobre las expectativas en algunos países, al interactuar desfavorablemente con las vulnerabilidades intrínsecas de sus economías. Estas expectativas negativas se han reflejado en un deterioro generalizado de los indicadores financieros, que ha sido particularmente intenso en Brasil, Uruguay y Venezuela, países que han registrado recortes en sus calificaciones por parte de las principales agencias de calificación crediticia. En el polo opuesto, en aquellos países que mantienen el grado de inversión (Chile y Méjico) y en Colombia, el deterioro ha sido menor. En cualquier caso, sobre el conjunto de la región ha pesado negativamente el mayor grado de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, muy sensibilizados por la prolongación de la crisis en Argentina y otros factores globales.

En *Argentina*, aunque se han producido algunos avances en la configuración de un nuevo programa económico, quedan pendientes de solución aspectos esenciales, como el plan de reestructuración del sistema financiero o la definición de un programa monetario que permita el anclaje de las expectativas de inflación. El tipo de cambio ha conseguido estabilizarse en el entorno de los 3,60-3,70 pesos por dólar hacia el final del trimestre, y su impacto sobre la inflación (que se situó en el 28% interanual en junio) ha sido, por el momento, limitado. Los datos del PIB del primer trimestre muestran una acentuación del ritmo de deterioro de la actividad (-16,3% interanual), aunque se perciben ligeros indicios de que la depresión podría haber tocado fondo. *Brasil*, que en el primer trimestre mostraba una mejora sustancial en sus expectativas, se ha visto afectado por el aumento de la incertidumbre política. Aunque se han cubierto ya las necesidades de financiación del sector público brasileño en este año, el tamaño de la deuda pública y, sobre todo, su composición, muy sensible a la evolución del tipo de cambio del real y de los tipos de interés a corto plazo, constituyen un foco de vulnerabilidad potencial, en una región muy sensibilizada tras la crisis argentina. En el plano económico, los indicadores muestran una recuperación paulatina de la actividad, aunque más lenta de lo esperado, lastrada por la atonía de la demanda interna. En *Méjico*, los indicadores económicos apuntan una recuperación gradual de la actividad, gracias a la positiva evolución de la economía estadounidense. En *Chile*, ante la relativa atonía de la economía (crecimiento del 1,5% interanual en el primer trimestre), las autoridades monetarias han recortado sus tipos oficiales hasta el 3,75%, aprovechando el margen de maniobra que les proporciona la moderada tasa de inflación.

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

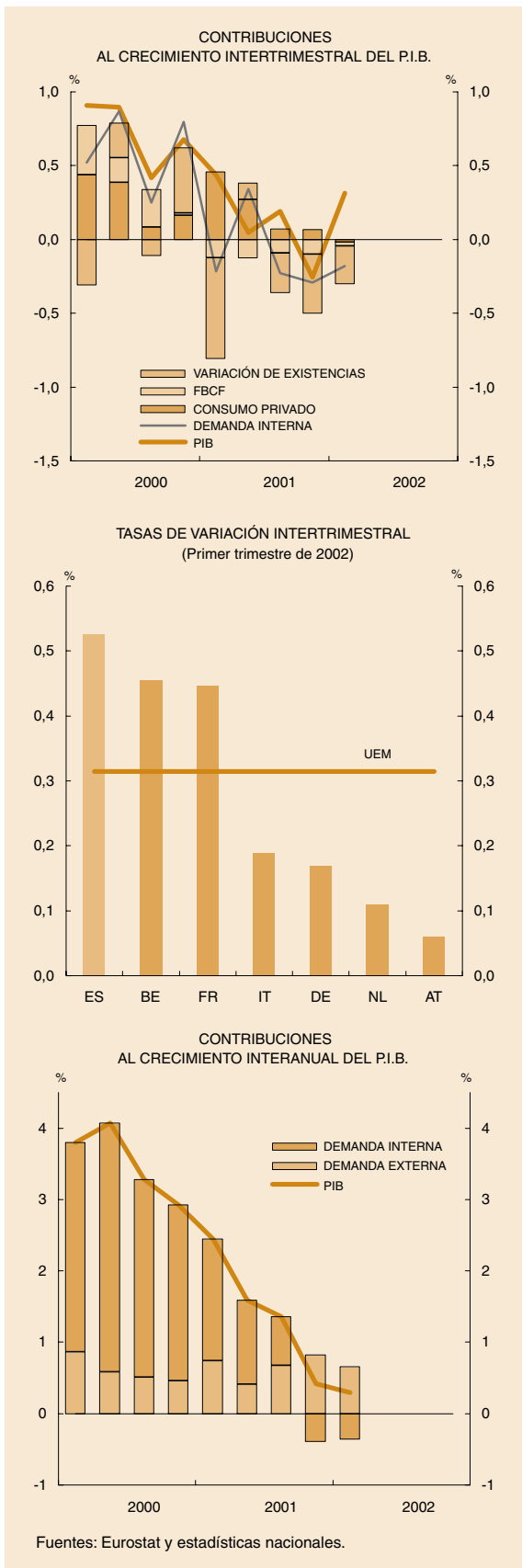
La información disponible sobre la evolución económica del área del euro referida al segundo trimestre confirma la prolongación de la fase de recuperación de la actividad observada desde el comienzo del año, aunque esta presenta un menor vigor del previsto inicialmente, ya que la demanda interna no ha adquirido todavía un ritmo de avance sostenido. El contexto actual se caracteriza por la ausencia de desequilibrios macroeconómicos significativos, el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables y un gradual fortalecimiento de la actividad en el resto del mundo, por lo que reúne los elementos precisos para una paulatina recuperación de las tasas de crecimiento. Además, la apreciación cambiaria puede constituir un factor dinamizador del consumo privado en el corto plazo, en la medida en que mejore la renta real disponible de los hogares. Sin embargo, las caídas experimentadas por los mercados bursátiles, a través del impacto sobre la riqueza de las familias y de las mayores dificultades de las empresas para financiar sus proyectos de inversión, y el efecto de la apreciación del euro sobre el sector exportador constituyen dos elementos que podrían ralentizar el ritmo de la recuperación. Por último, las dificultades para el cumplimiento por parte de algunos Estados miembros de los compromisos fiscales adquiridos suponen un reto para la efectividad de los mecanismos de coordinación y de vigilancia multilateral de las políticas económicas.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional del área, el PIB creció en el primer trimestre del año un 0,3% en términos intertrimestrales, frente a la caída de la misma magnitud registrada en los tres últimos meses de 2001 (véase gráfico 8). En tasa interanual, el aumento fue, asimismo, del 0,3%, una décima por debajo de la tasa observada en el trimestre precedente. La recuperación del producto, en términos intertrimestrales, vino determinada por el comportamiento del sector exterior, cuya aportación al crecimiento fue de medio punto porcentual, tras haber sido nula en el trimestre final de 2001. Este cambio en la contribución de la demanda externa a la expansión del PIB obedeció a la notable mejora de las exportaciones, ya que se atenuó el ritmo de caída de las importaciones. Por su parte, la demanda interna —excluidas las existencias— solo aportó una décima al crecimiento del producto, al igual que ocurriera en el trimestre precedente. El consumo privado permaneció estancado en el nivel de los tres últimos meses de 2001, en tanto que se desaceleró la caída de la formación bruta de capital fijo. Finalmente, continuó el proceso de desacumulación de existencias,

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



de modo que este componente siguió realizando una aportación negativa al crecimiento económico, que, en este caso, fue de tres décimas.

El detalle de la contabilidad nacional por países del primer trimestre revela que, de entre los ocho países para los que se dispone de datos, tan solo Finlandia continuó mostrando una tasa de crecimiento intertrimestral negativa, mientras que, en el cuarto trimestre de 2001, esa circunstancia se había manifestado en siete Estados miembros. Las cuatro mayores economías del área experimentaron una clara aceleración, si bien el crecimiento fue más robusto en España y Francia, con tasas del 0,5 y 0,4%, respectivamente, que en Alemania e Italia, cuyo producto se expandió un 0,2% (véase la parte intermedia del gráfico 8). La diferencia más importante entre ambos grupos de países se deriva del distinto dinamismo de la demanda interna. Mientras que en Francia y en España el consumo y la formación bruta de capital fijo registraron tasas de crecimiento positivas, en Italia y Alemania estos dos agregados sufrieron contracciones. Por otra parte, la mejora de las exportaciones en el primer trimestre del año en la UEM no tuvo un carácter generalizado. Así, mientras que en Alemania y Francia las ventas al exterior mostraron un gran dinamismo, las tasas de avance intertrimestral fueron negativas en Italia y España.

Por ramas de producción destaca la fuerte recuperación del valor añadido en la industria, que, tras decrecer un 1,6% en el cuarto trimestre de 2001, aumentó un 0,8% en los tres primeros meses de este año. Ello resulta consistente con el repunte de las exportaciones, dada la mayor proporción de bienes comercializables dentro de este sector. Por su parte, el valor añadido del sector servicios creció en el primer trimestre de 2002 un 0,3%, tasa algo inferior a la media registrada a lo largo del año pasado.

Por lo que concierne al segundo trimestre del año, los indicadores de oferta disponibles apuntan a un fortalecimiento adicional de la actividad, por lo que podría haberse alcanzado un ritmo de crecimiento similar o algo superior al del primer trimestre. En particular, el indicador resultante de la encuesta de confianza industrial realizado por la Comisión Europea con periodicidad mensual ha permanecido a lo largo del segundo trimestre en niveles ligeramente más favorables que los registrados al final del primero, en torno a los vigentes en los meses previos a los acontecimientos de septiembre de 2001. En cambio, el índice de directores de compras del sector manufacturero ha experimentado una mejora inequívoca en comparación con esos períodos de referencia, que, sin

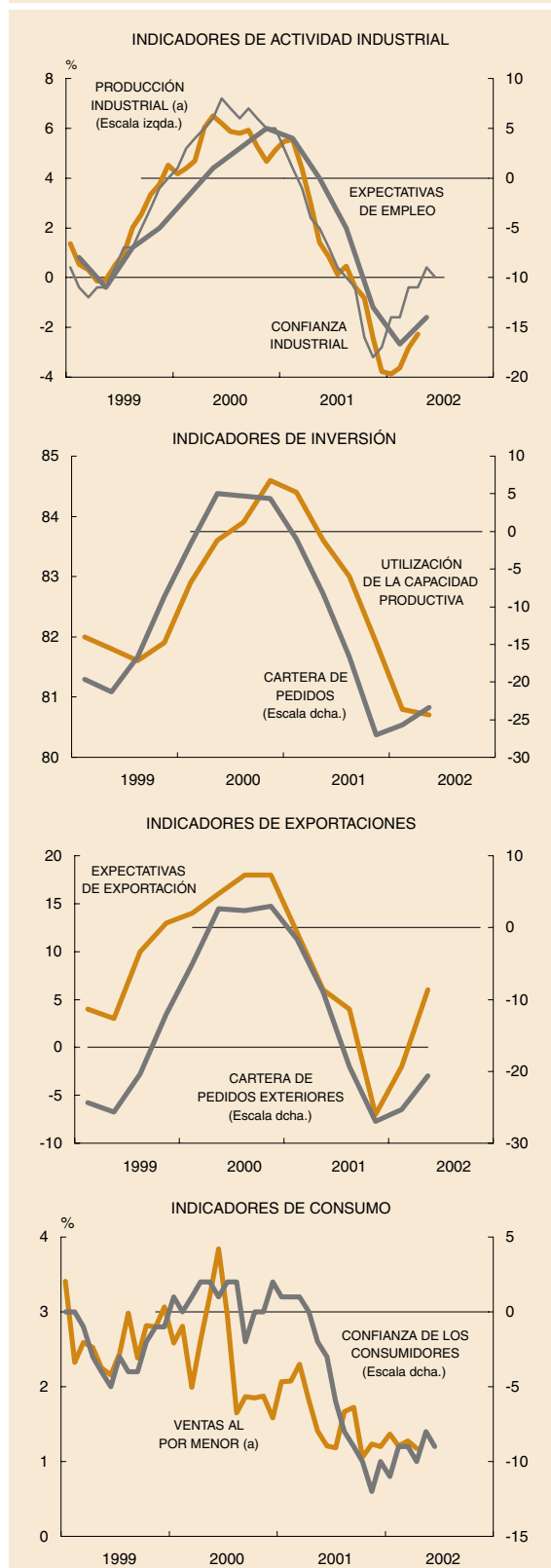
embargo, ha sido más moderada en el indicador análogo referido al sector servicios. Finalmente, a pesar de su evolución un tanto errática en el período marzo-abril, el índice de producción industrial ha mostrado una tendencia al alza desde principios de año hasta mayo (véase la parte superior del gráfico 9).

Por el lado de los indicadores de la demanda interna, las señales de mejora son menos concluyentes. En particular, los indicadores de consumo no muestran un avance generalizado. Así, mientras que el indicador de confianza de los consumidores registró una ligera mejora en el segundo trimestre, el de los minoristas reflejó un deterioro adicional (véase la parte inferior del gráfico 9). Por su parte, las ventas al por menor empeoraron en abril, en tanto que el ritmo de caída de las matriculaciones de automóviles ha venido atenuándose entre los meses de marzo y junio. Por lo que respecta a la demanda de bienes de equipo, los resultados de abril de la encuesta semestral de inversión industrial llevada a cabo por la Comisión Europea muestran un descenso en el año 2002 del gasto real en este componente de la demanda, cuya magnitud es superior a la que se esperaba en el mes de noviembre de 2001. En cuanto a la evolución previsible de los inventarios, según los resultados del correspondiente apartado de la encuesta de confianza industrial, en el segundo trimestre del año disminuyó la proporción de encuestados que consideraban que su nivel de existencias se encontraba por encima del deseado. Finalmente, por lo que respecta a la demanda externa, los indicadores relativos a las exportaciones han vuelto a mejorar en el segundo trimestre del año, tal como muestra la parte intermedia del gráfico 9.

Por lo tanto, el fortalecimiento del ritmo de avance del PIB que señalan los indicadores de actividad podría basarse, por el lado de la demanda, en un dinamismo adicional de las exportaciones y, probablemente, de la inversión, y en el agotamiento de la fase de desacumulación de inventarios, mientras que es probable que el consumo privado mantenga un ritmo de avance débil, en línea con la evolución de sus factores determinantes. Entre estos, se estima que la renta disponible, en términos reales, está registrando un crecimiento menos intenso que en el año 2001, en un contexto de menor creación de empleo y de ausencia de rebajas impositivas, aunque la actual apreciación del tipo de cambio del euro, de mantenerse, podría moderar parcialmente la desaceleración prevista de la renta disponible real. Por otra parte, la fuerte caída de las cotizaciones bursátiles a lo largo del segundo trimestre del año podría incidir negativamente sobre las decisiones de gasto de los hogares a través de la pérdida de va-

GRÁFICO 9

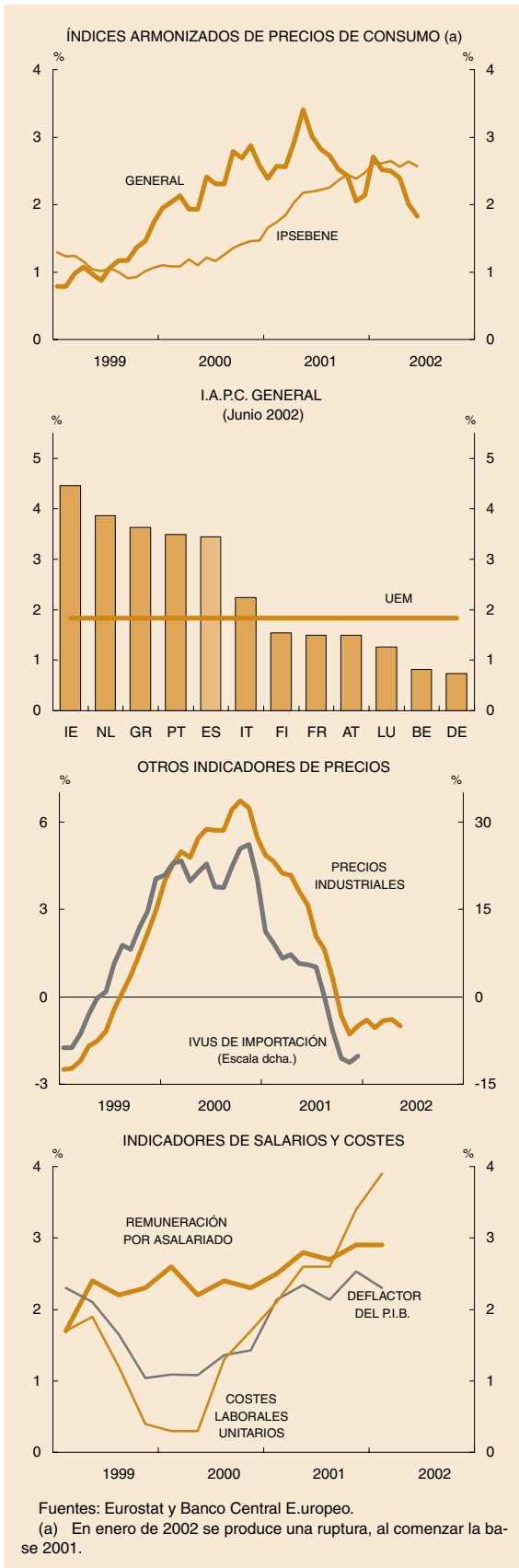
UEM. Indicadores reales



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



lor de su riqueza financiera. Como se analiza en el recuadro 1, esta composición de la recuperación no difiere sustancialmente de la observada en episodios cíclicos similares.

En lo que se refiere al mercado de trabajo de la UEM, según estimaciones del BCE, el crecimiento del empleo en el primer trimestre del año fue del 0,2%, ligeramente inferior a la tasa del último semestre de 2001. Con ello, la tasa interanual se situó en el 0,8%, lo que representa el valor más bajo desde 1997. La desaceleración del ritmo de generación de empleo ha llevado aparejado un leve repunte de la tasa de paro, que, en el mes de mayo, se situó en el 8,2% de la población activa, dos décimas por encima del nivel con que cerró el año 2001. Sin embargo, según se recoge en el recuadro 2, los indicadores de empleo procedentes de las encuestas de opinión han mejorado recientemente.

La evolución de los precios de consumo del área ha venido marcada en el segundo trimestre por una notable moderación del ritmo de incremento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que ha pasado del 2,5% en marzo al 1,8% en junio (véase gráfico 10). Sin embargo, esta evolución ha venido determinada fundamentalmente por el comportamiento de los componentes más volátiles —alimentos no elaborados y energía—, cuyo ritmo de avance se ha moderado notablemente en el período abril-junio, en tanto que los precios de los restantes grupos de bienes han mostrado una fuerte resistencia a desacelerarse. Así, la tasa de incremento del indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos ha permanecido estable en el 2,6% entre los meses de enero y junio. En particular, la inflación en los servicios, que en junio alcanzó el 3,2%, constituye un elemento preocupante de la situación inflacionista del área, toda vez que la persistencia de tasas elevadas de aumento de estos precios está teniendo lugar en un contexto de debilidad de la demanda interna. No obstante, este comportamiento inflacionista puede estar recogiendo todavía los efectos tardíos de la conjunción de un elevado número de perturbaciones ocurridas en el pasado reciente, relacionadas con la evolución del precio del petróleo, la intensa depreciación del euro, las crisis alimenticias y la introducción de los billetes y monedas en euros, que deberían ir disminuyendo gradualmente. En cuanto a la evolución por países, seis Estados miembros mantienen una tasa de inflación superior al 2%, que constituye la cota superior del intervalo de referencia en la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE, en tanto que el diferencial entre las tasas de los dos países con mayor y con menor inflación (Irlanda y Alemania, respectivamente) se

Pautas de recuperación cíclica en la UEM

Los últimos datos disponibles de Eurostat confirman que la actividad económica en la UEM comenzó a recuperarse en los primeros meses del presente año, tras alcanzar un mínimo cíclico en el cuarto trimestre de 2001. Para evaluar las perspectivas de recuperación, resulta interesante comparar la evolución reciente del PIB y sus principales componentes con la observada en episodios cíclicos anteriores.

Los gráficos adjuntos muestran los tres episodios cíclicos principales de la UEM durante la década de los noventa, que se han identificado aproximando el ciclo del PIB en términos de sus tasas de crecimiento intertrimestral a partir de las desviaciones respecto a su tendencia de largo plazo (1). El mismo procedimiento se ha aplicado a los principales componentes del producto. En el gráfico superior se presenta la evolución del PIB un año antes y después de alcanzarse su mínimo cíclico, mientras que en los otros gráficos aparecen las desviaciones de cada componente respecto de su crecimiento tendencial en esos mismos períodos, lo que permite analizar su contribución a la desaceleración del producto y a su recuperación.

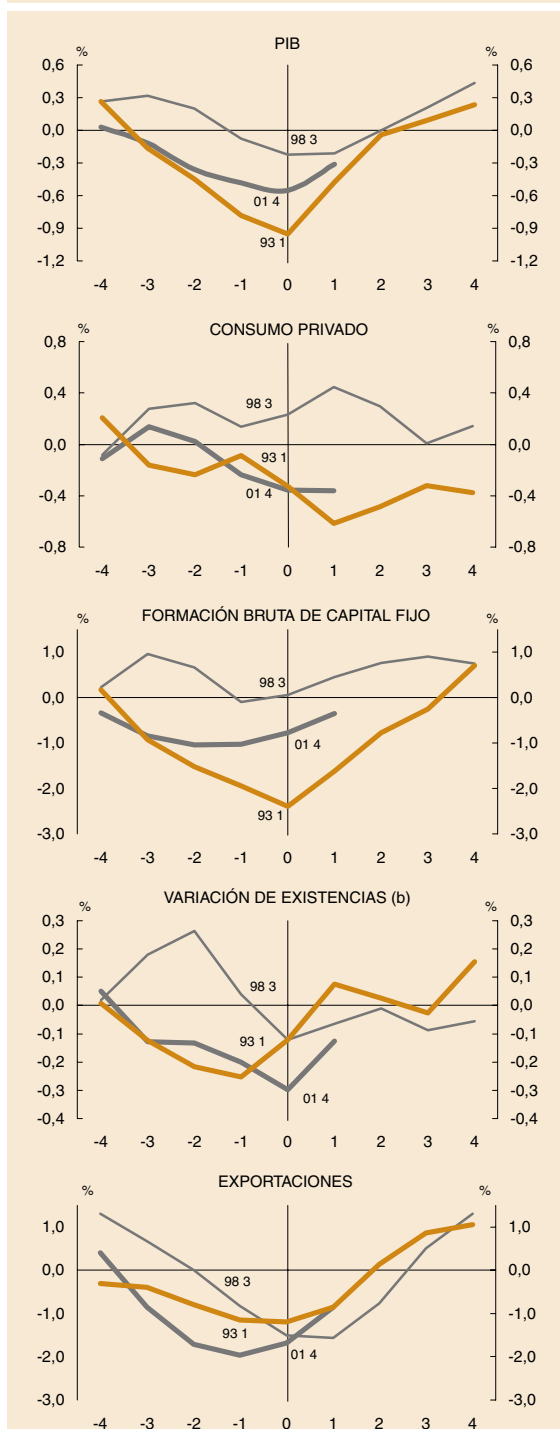
Aunque la intensidad de la desaceleración es diferente en los episodios cíclicos analizados, todos se caracterizan por el hecho de que el producto recupera su crecimiento tendencial de forma bastante rápida, dos trimestres después de alcanzarse el mínimo. La contribución al ciclo de las variables económicas ha sido distinta en cada caso. En 1992 y 1993, la desaceleración fue especialmente acusada, debido a la caída de la demanda interna, en particular, de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la desaceleración cíclica del año 1998 tuvo su principal factor determinante en el retroceso de las exportaciones, que fue consecuencia de la crisis de las economías emergentes asiáticas y de la inestabilidad financiera en Rusia, mientras que la demanda interna se mantuvo relativamente estable.

En su fase de desaceleración, el ciclo actual presentó algunos rasgos comunes a los dos episodios comentados, pues se caracterizó por una caída bastante intensa de las exportaciones, como en 1998, y por una contracción de la demanda interna, que, en el caso del consumo privado, fue similar a la observada en 1992-1993. La disminución de las exportaciones fue consecuencia lógica del origen internacional de este período de ralentización de la actividad y del descenso del comercio mundial, mientras que el deterioro en la confianza de consumidores y empresarios y el encarecimiento de la energía explicaron, en parte, la desaceleración de la demanda interna. En cualquier caso, el efecto conjunto de estos factores supuso una desaceleración del PIB más moderada que la de la recesión de 1993. Por otra parte, la contribución de la variación de existencias al producto mostró un proceso de desacumulación cíclica similar al de 1993, aunque más retrasado. Por último, las importaciones también experimentaron una notable desaceleración, en línea con la moderación de la demanda final.

Por lo que respecta a la actual fase de recuperación, las exportaciones han iniciado su mejora de forma anticipada al mínimo cíclico, como ya ocurrió en 1993. También la formación bruta de capital fijo ha comenzado una senda de recuperación suave, pero sostenida, con anterioridad a la del producto, que parece haberse consolidado en el primer trimestre de 2002. Sin embargo, parece que es la actividad en construcción más que la inversión en bienes de equipo la que está impulsando esa recuperación. En cuanto al consumo privado, no se observa, por el momento, una senda de recuperación clara, aunque, como ya ocurrió a principios de la década de los noventa, este componente puede tener un comportamiento ligeramente retrasado en relación con el resto de variables. Finalmente, la desacumulación de existencias ha comenzado ya a corregirse en los primeros meses de 2002, aunque todavía ha traído crecimiento del producto.

(1) En concreto, se ha aplicado el filtro de Hodrick-Prescott a partir del componente tendencia-ciclo, extraído mediante el procedimiento TRAMO-SEATS. Véase Kaiser, R. y Maravall A. (1999), *Short-Term and Long-Term Trends, Seasonal Adjustment, and the Business Cycle*, Documento de Trabajo nº 9918, Servicio de Estudios, Banco de España.

**Desviación respecto al crecimiento tendencial (a)
Crecimiento intertrimestral**



Fuentes: EUROSTAT, BCE y Banco de España.

(a) Estimado mediante el filtro HP aplicado al componente de tendencia-ciclo. Se representan los cuatro trimestres anteriores y posteriores al punto de giro.

(b) Contribución al crecimiento del PIB.

CUADRO 1

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

% del PIB

	1998	1999	2000	2001 (b)	2002 (c)	2002 (d)
Bélgica	-0,8	-0,6	0,1	0,0	0,0	-0,2
Alemania	-2,2	-1,6	-1,3	-2,7	-2,0	-2,8
Grecia	-3,1	-1,8	-0,8	-0,4	0,8	0,3
España	-2,6	-1,1	-0,4	0,0	0,0	-0,2
Francia	-2,7	-1,6	-1,4	-1,5	-1,4	-2,0
Irlanda	2,3	2,3	4,5	1,7	0,7	0,4
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-1,4	-0,5	-1,3
Luxemburgo	3,5	3,7	5,7	5,0	2,8	2,0
Holanda	-0,8	0,4	1,5	0,2	1,0	0,0
Austria	-2,4	-2,2	-1,5	0,1	0,0	-0,1
Portugal	-2,4	-2,1	-1,9	-2,7	-1,8	-2,6
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9	2,6	3,3
PRO MEMORIA:						
UEM						
Saldo primario	2,6	3,0	3,3	2,6	2,7	2,3
Saldo total	-2,2	-1,3	-0,8	-1,3	-0,9	-1,5
Deuda pública	73,7	72,6	70,2	69,1	67,2	68,6

Fuentes: Comisión Europea, Programas de Estabilidad Nacionales y Banco de España.
 (a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+).
 (b) Cifras provisionales correspondientes a la notificación realizada por los Estados miembros en el marco del procedimiento de déficit excesivos en marzo de 2002.
 (c) Objetivos de los programas de estabilidad que fueron presentados entre noviembre y diciembre de 2001.
 (d) Previsiones de la Comisión Europea (primavera 2002).

sitúa actualmente en 3,8 puntos porcentuales, esto es, cuatro décimas por encima del observado en marzo. Por su parte, el índice de precios industriales descendió un 1% interanual en mayo, ritmo de caída similar al que viene mostrando desde el pasado otoño. Por componentes, los precios de los bienes de consumo han continuado moderando sus tasas positivas de crecimiento —como viene ocurriendo desde comienzos de 2001—, en tanto que la caída de los precios industriales de los bienes intermedios ha tendido a desacelerarse en los meses de abril y mayo.

Resulta interesante examinar en qué medida la apreciación del euro puede modificar las perspectivas inflacionistas. En principio, la revalorización de la moneda única frente al dólar representa un elemento de alivio de las presiones inflacionistas, en la medida en que su transmisión a los precios de las importaciones de petróleo y otras materias primas es rápida y muy elevada. En este sentido, la depreciación del dólar ha abaratado el precio en moneda nacional del petróleo, que ha evolucionado a lo largo del segundo trimestre del año en torno a 25 dólares por barril. Aunque en términos efectivos nominales, la apreciación del euro ha sido más limitada, es previsible que en los próximos meses comience a transmitirse a los precios

de importación de otros bienes. No obstante, junto con este elemento positivo, la evolución de los costes internos arroja dudas sobre las perspectivas de precios. Así, los costes laborales unitarios repuntaron medio punto porcentual en el primer trimestre del año, hasta crecer a una tasa del 3,9%, como consecuencia tanto del mantenimiento de ritmos elevados de aumento de la remuneración por asalariado como, sobre todo, de la caída de la productividad del trabajo. El deflactor del PIB creció en el primer trimestre un 2,3%, dos décimas menos que en el período precedente, con lo que la aceleración de los costes laborales unitarios ha supuesto una ralentización de los márgenes (véase gráfico 10).

El déficit de la balanza por cuenta corriente del área del euro disminuyó en el primer cuatrimestre de 2002 hasta 1,5 mm de euros, frente a los 17,2 mm de euros del mismo período de 2001. Tras esta mejora se encuentran la favorable evolución de las exportaciones y el avance de la relación real de intercambio, que han contribuido al incremento del superávit de la balanza de bienes. Asimismo, resulta destacable la evolución de la cuenta financiera, en la que las salidas netas en inversión directa y en cartera acumuladas en los primeros cuatro meses del año se redujeron hasta 35,2 mm de

Perspectivas del empleo en la UEM

El logro de una recuperación sostenida de la actividad en la UEM depende de la reactivación de la demanda interior y, en particular, dada su importancia relativa, del consumo privado. El comportamiento de esta variable responde, en gran medida, a la evolución del mercado de trabajo, ya que, por un lado, el empleo es un determinante fundamental de la renta disponible y, por otro, el clima de confianza de los consumidores es muy sensible a la marcha del desempleo.

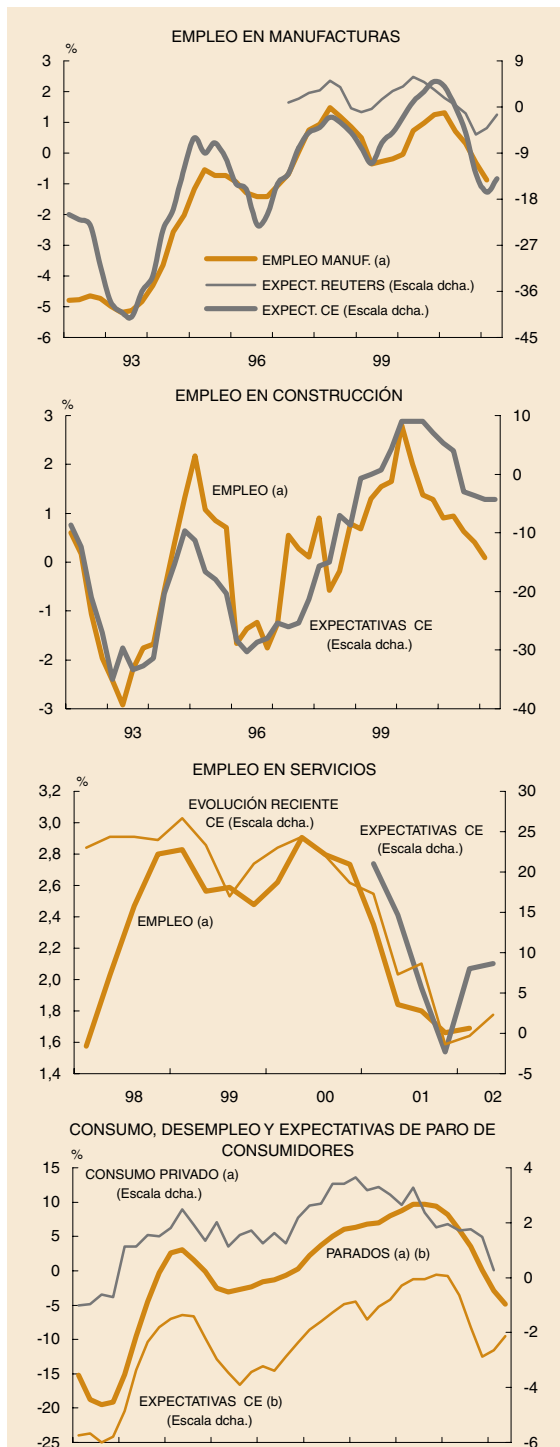
El retraso con que se publican los datos de empleo de Contabilidad Nacional de la UEM condiciona su utilización para el análisis coyuntural. En concreto, en el momento de la publicación de este Boletín, el último dato disponible sobre la evolución del empleo en la zona se refiere al cuarto trimestre de 2001, aunque se dispone de una estimación del BCE para el primer trimestre de 2002 calculada a partir de los datos de algunos países. La información sobre la tasa de paro se publica con un retraso muy inferior, si bien su utilidad para extraer conclusiones sobre la evolución del empleo está condicionada por su dependencia del comportamiento de la población activa.

En el análisis de coyuntura del mercado de trabajo, para suplir el retraso en la publicación de los datos oficiales de empleo se utiliza la información procedente de las encuestas de opinión. En particular, las elaboradas por la Comisión Europea (CE) y por Reuters proporcionan indicadores muy correlacionados con la evolución efectiva del empleo y del desempleo. La CE facilita indicadores mensuales de las perspectivas de empleo a corto plazo en la industria manufacturera, en la construcción y en los servicios, de evolución reciente del empleo en los servicios y de las expectativas de los consumidores sobre desempleo en los próximos doce meses. Reuters, por su parte, publica indicadores sobre la dirección del cambio en el empleo en el mes corriente en comparación con el anterior en la industria y en los servicios, así como un índice compuesto de ambos. Adicionalmente, esta agencia proporciona predicciones del nivel de la tasa de paro durante los próximos siete trimestres. En estos momentos se dispone de información de ambas fuentes hasta junio de 2002, lo que facilita una evaluación actualizada, aunque preliminar, de la situación del mercado de trabajo.

Según se observa en el gráfico adjunto, las perspectivas de empleo en la UEM reflejadas en esas encuestas vienen mostrando en la primera mitad de 2002 una recuperación respecto a los mínimos alcanzados a finales del año pasado. Así, los resultados de las encuestas sobre empleo en el sector de manufacturas de la CE y de Reuters recogen un cambio de tendencia en el primer trimestre de 2002, que es especialmente reseñable dada la estrecha relación entre los puntos de giro de las encuestas y los del empleo total de la UEM. En el sector de la construcción, los indicadores señalan un detenimiento en el proceso de desaceleración del empleo y, en el de servicios, los indicadores referidos a la situación actual muestran una leve mejora desde finales de 2001, que en el caso de las expectativas ha sido muy pronunciada.

En relación con los indicadores de desempleo, las perspectivas declaradas por los consumidores en la encuesta de la CE —que guardan una estrecha relación con la evolución efectiva del paro— registran un punto de giro en el cuarto trimestre de 2001 (véase la parte inferior del gráfico adjunto). Se observa, además, que estas variables están muy correlacionadas con la evolución del consumo privado. Por lo tanto, es previsible que, en línea con la mejora gradual de la actividad económica iniciada a principios de año, se produzca una leve recuperación del empleo en los meses centrales de 2002, lo que impulsará el consumo privado y el proceso de expansión económica. En esta ocasión, también parece que se mantiene la pauta observada en otras fases cíclicas, según la cual las variables del mercado de trabajo solo reaccionan con retraso a los cambios cíclicos, como consecuencia de un ajuste incompleto de ese factor de producción en el corto plazo.

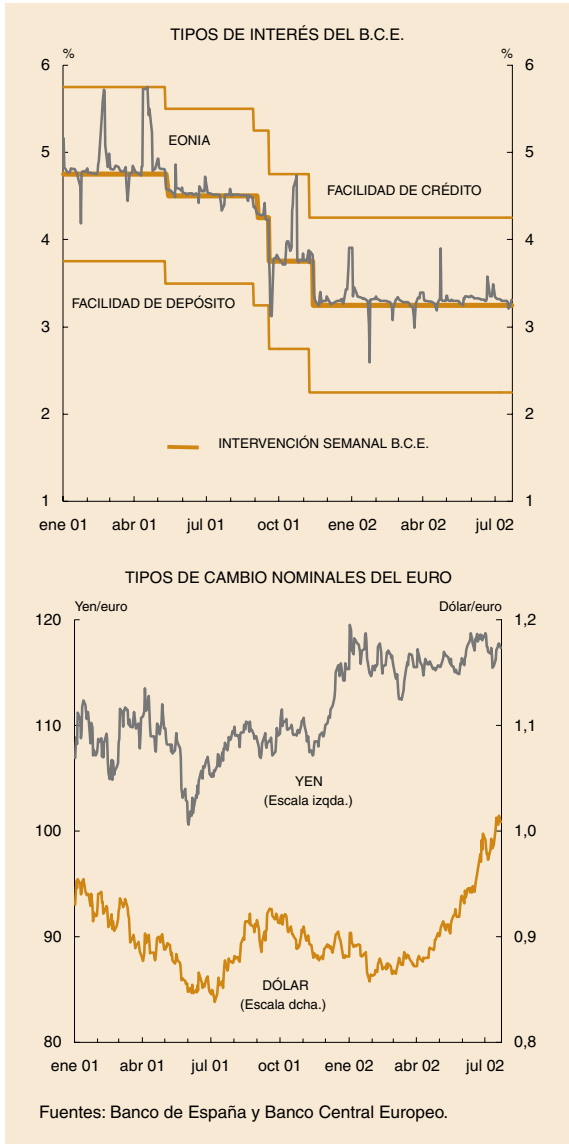
Empleo y paro. Indicadores



Fuentes: Comisión Europea, BCE y Reuters.
 (a) Tasa de variación interanual.
 (b) Escala invertida.

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro

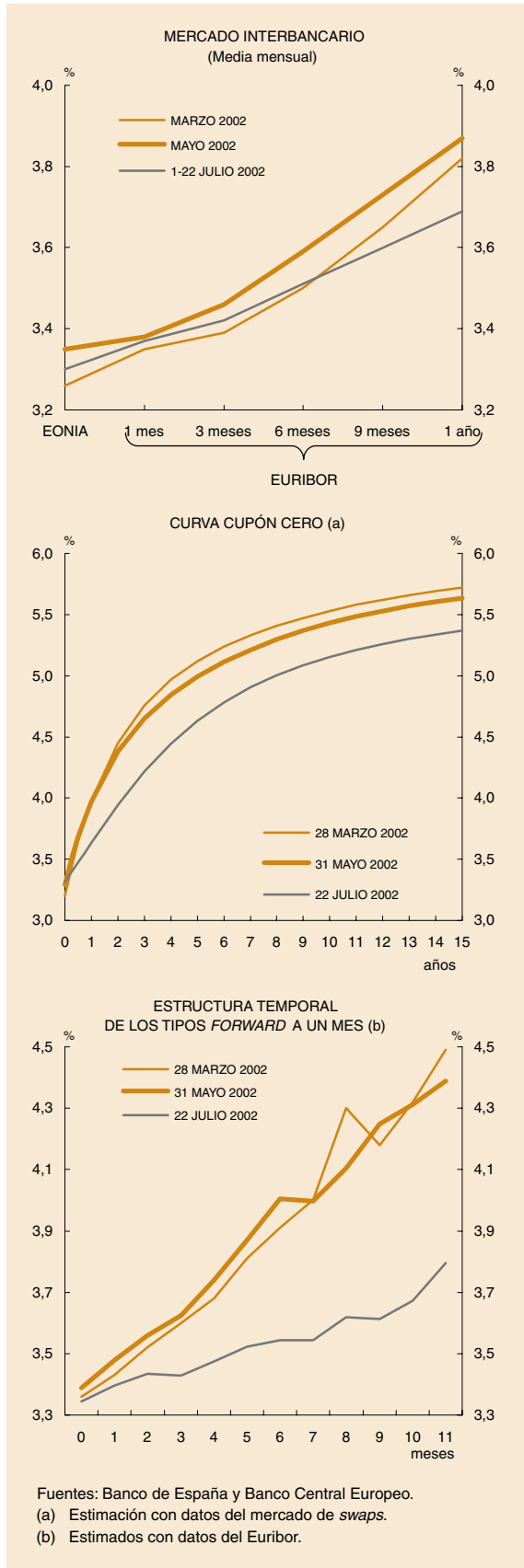


euros, frente a los 97,5 mm durante el mismo período de 2001, como consecuencia de la disminución tanto de las inversiones directas como de cartera de los residentes del área en el exterior.

En el ámbito de las políticas fiscales, las autoridades de varios Estados miembros que no han alcanzado todavía saldos presupuestarios equilibrados han dado a conocer recientemente información que sugiere una situación fiscal más desfavorable que la prevista. Así, el gobierno portugués ha reconocido que el déficit de las Administraciones Públicas rebasó el 3% del PIB en el año 2001, lo que dará lugar a la puesta en marcha, por parte de la Comisión Europea, del procedimiento de déficit excesivo. Al mismo tiempo, las autoridades lusas han

GRÁFICO 12

**Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos**



CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	2000	2001	2002					
	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	4,1	8,2	7,4	7,2	7,3	7,7	7,1	
M1	5,3	5,6	6,2	5,8	6,6	6,8	6,9	
Crédito al sector privado	10,1	6,7	6,0	5,5	5,1	5,4	5,4	
ESPAÑA								
Medios de pago	4,4	6,8	7,7	9,9	8,3	9,3	9,4	
Otros pasivos bancarios	19,6	8,4	6,1	5,3	5,5	4,7	4,6	
Fondos de inversión	-27,1	26,2	25,8	25,7	24,6	24,7	24,4	
Financiación al sector privado	18,9	15,1	14,9	15,3	14,2	14,6	14,0	
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	4,83	3,36	3,28	3,26	3,32	3,31	3,35	3,30
EURIBOR a tres meses	4,94	3,35	3,36	3,39	3,41	3,47	3,46	3,42
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,07	4,96	5,07	5,32	5,30	5,30	5,17	5,06
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,16	-0,09	0,02	-0,01	-0,08	-0,22	-0,28
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,31	0,23	0,19	0,18	0,19	0,19	0,21	0,20
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,25	2,24	2,28	2,32	2,33	
Tipo sintético activo	6,35	4,86	4,85	4,88	4,95	5,08	4,98	
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,892	0,870	0,876	0,886	0,917	0,955	0,993
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	-5,9	-19,7	-3,2	1,6	-3,4	-7,2	-15,2	-25,9
Índice General Bolsa de Madrid	-12,7	-6,4	-1,3	0,6	0,4	-1,2	-12,3	-20,4
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.								
(a) Tasa de variación interanual.								
(b) Medias mensuales.								
(c) Media del mes hasta el día 22 de julio de 2002.								
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 19 para el EURO STOXX y 22 para la Bolsa de Madrid.								

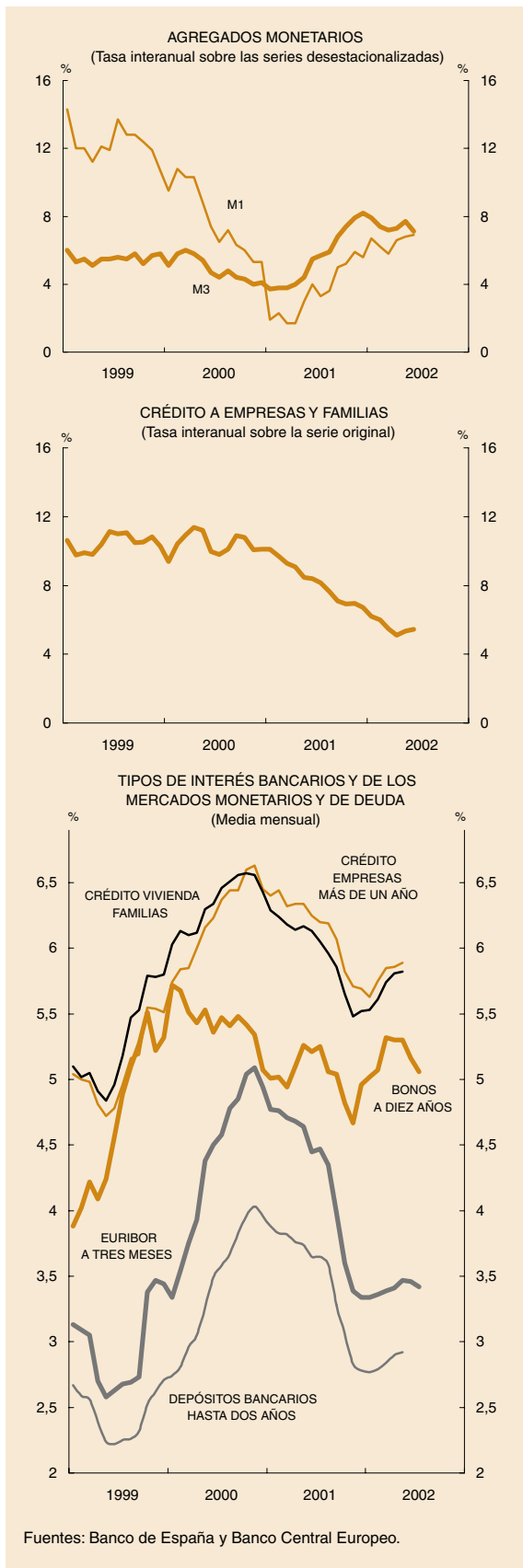
adoptado un conjunto de medidas presupuestarias para evitar que durante el presente ejercicio se exceda ese límite. En Francia, el nuevo gobierno presentó, a finales de junio, los resultados de una auditoría sobre la situación de las finanzas públicas y, poco después, un proyecto de ley que revisa el presupuesto inicial del Estado para el año 2002 y que incluye una rebaja del 5% en las cuotas del impuesto sobre la renta de las familias. Como consecuencia, el objetivo inicial de déficit de las Administraciones Públicas para 2002 (el 1,4% del PIB) ha sido revisado hasta el 2,6% del PIB (véase cuadro 1). Finalmente, es posible que el déficit italiano alcance el 2,2% del PIB en 2001, tras ser revisado al alza en 0,6 puntos porcentuales como consecuencia de la resolución de Eurostat, a comienzos de julio, acerca del método de contabilización de diversas operaciones lleva-

das a cabo recientemente en varios países. En particular, la resolución se pronuncia sobre la forma correcta de contabilizar algunas operaciones de titulización de activos llevadas a cabo en 2001 por el gobierno italiano. Además, en este país, las autoridades anunciaron a comienzos del mes de julio que las cuentas públicas no alcanzarían una posición cercana al equilibrio presupuestario hasta 2004, lo que supone un retraso de un año en relación con sus planes iniciales.

En este sentido, las recomendaciones de las Grandes Orientaciones de Política Económica (GOPES) para el año 2002 —adoptadas formalmente por el ECOFIN tras el Consejo Europeo de Sevilla— reiteran la necesidad de que, en el año 2004, todos los Estados miembros hayan alcanzado posiciones presupuestarias próximas al equili-

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y crediticios y tipos de interés en la zona del euro



brío presupuestario o en superávit. La visibilidad de este compromiso aconseja que se realicen todos los esfuerzos posibles para su cumplimiento en la fecha prevista, con objeto de reforzar la credibilidad de los mecanismos de disciplina fiscal vigentes en el área.

3.2. Evolución monetaria y financiera

El contexto para la toma de decisiones de política monetaria se ha caracterizado por una elevada incertidumbre en cuanto a las perspectivas inflacionistas, puesto que, de un lado, permanecen todavía algunas dudas sobre la intensidad de la recuperación económica y cabe prever que la apreciación del euro mitigará las presiones de precios, mientras que, por otro lado, la resistencia a la baja de los precios de los servicios y el comportamiento de los costes laborales constituyen factores preocupantes. En este marco, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener inalterados los tipos de interés oficiales. Así, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación ha permanecido en el nivel del 3,25% fijado el 8 de noviembre del pasado año.

Como se puede observar en el gráfico 12, la evolución de la curva de tipos de interés en los mercados monetarios a lo largo del trimestre mostró dos fases bien diferenciadas. Hasta finales de mayo, la curva se desplazó hacia arriba, posiblemente como consecuencia del deterioro de las perspectivas de precios. Sin embargo, a partir de entonces comenzó a producirse un descenso de las rentabilidades negociadas, que reflejó la progresiva disminución de las expectativas de incrementos futuros de los tipos oficiales (véase parte inferior del gráfico 11). Este proceso ha estado seguramente relacionado con la apreciación del tipo de cambio del euro, en la medida en que este contribuye a moderar las tensiones inflacionistas del área al reducir la holgura de las condiciones monetarias y financieras.

En los mercados de deuda, las rentabilidades han caído en todos los plazos desde mediados de mayo. Al plazo de diez años, la disminución fue de 30 puntos básicos aproximadamente, hasta situarse por debajo del 5,1%. El descenso del rendimiento de la deuda pública estadounidense ha sido más intenso, por lo que el diferencial con la del área del euro —que, a mediados de mayo, era negativo en una cuantía de 5 puntos básicos— se ha ampliado hasta el entorno de 30 puntos básicos.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones con sus clientes mantuvieron hasta mayo

la tendencia creciente iniciada hacia el comienzo del año, en línea con la evolución de los tipos de los mercados monetarios hasta ese mes (véase la parte inferior del gráfico 13). Los tipos de interés aplicables a los créditos a empresas a más de un año y a la adquisición de vivienda se situaron, respectivamente, 20 y 30 puntos básicos por encima de los niveles en que cerraron el pasado ejercicio, en tanto que el aumento, en el mismo período, de la remuneración de los depósitos a menos de dos años fue de 14 puntos básicos. En España, los incrementos de los tipos sintéticos de las instituciones crediticias, entre diciembre de 2001 y mayo de 2002, han sido similares (cuadro 2).

Los índices de los mercados bursátiles del área, que habían evolucionado dentro de un rango relativamente estrecho entre diciembre de 2001 y finales de mayo, iniciaron a partir de este momento un proceso de caída muy intensa, en línea con las principales Bolsas internacionales. Así, el índice *Dow Jones EURO STOXX* amplió y el general de la Bolsa de Madrid acumulan, respectivamente, descensos aproximados superiores al 25 y 20% entre el comienzo del año y la fecha de cierre de este Boletín, con lo que alcanzan niveles similares a los observados tras los ataques terroristas del pasado mes de septiembre. Entre las probables causas de este proceso, cabe mencionar la pérdida de confianza de los participantes en los mercados en la fiabilidad de la información contable de las empresas, tras la sucesión de escándalos financieros en Estados Unidos.

En los mercados cambiarios, el euro se ha revalorizado en este período en relación con la divisa norteamericana (en torno al 16%, hasta rebasar, en algunos momentos, la paridad) y también, en menor medida, con la mayoría de las monedas de los principales socios comerciales del área. Con ello, la apreciación del tipo

de cambio efectivo nominal del euro ha sido superior al 6% desde finales de abril.

El agregado monetario M3 mantuvo un ritmo de crecimiento relativamente alto en el segundo trimestre, mostrando una tasa interanual del 7,1% en junio (véanse cuadro 2 y gráfico 13). El crecimiento interanual medio en el período abril-junio fue del 7,4%, muy similar al registrado en el primer trimestre del año. Esta expansión del agregado refleja posiblemente los desplazamientos registrados en las carteras de los agentes hacia activos líquidos a corto plazo, como consecuencia de los dos brotes de inestabilidad en los mercados financieros registrados en el otoño de 2001 y en la primavera de 2002. La existencia de esta amplia liquidez no entraña necesariamente riesgos inflacionistas a medio plazo, en la medida en que refleja de manera prioritaria decisiones de cartera ajenas a los planes de gasto de los agentes. Por su parte, el agregado más estrecho M1, que había venido desacelerándose en el primer trimestre del año, repuntó en el segundo trimestre, hasta situarse su tasa interanual en casi un 7% en junio.

Por lo que hace referencia a las contrapartidas de los agregados monetarios, en el segundo trimestre se detuvo el proceso de desaceleración del crédito concedido a los agentes privados residentes, cuya tasa interanual se situó en junio en el 5,4%, nivel similar al observado al final del primer trimestre. En un contexto en que persisten condiciones favorables en términos del coste de la financiación, esta evolución podría estar relacionada con la recuperación de la actividad económica del área. En España, la financiación concedida al sector privado no financiero mantuvo un crecimiento bastante elevado en el segundo trimestre, en que creció a un ritmo interanual por encima del 14%, tasa sustancialmente superior a la correspondiente al conjunto del área.

4. La economía española

Los datos de la CNTR del primer trimestre de 2002 confirmaron que el PIB de la economía española continuó su trayectoria de desaceleración en ese período, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 2% (1), en términos reales, en línea con las estimaciones presentadas en el anterior Informe trimestral (véase gráfico 1). A partir de la información coyuntural disponible en este momento se estima que el producto habría mantenido una tasa de crecimiento interanual en torno al 2% también en el segundo trimestre del año, como consecuencia de una moderada desaceleración adicional de la demanda nacional —a la que habrían contribuido la suave contención del gasto de las familias y el recorte de las existencias— y de una aportación ligeramente positiva del sector exterior (véase gráfico 14). En cualquier caso, los componentes más dinámicos del gasto han seguido siendo el consumo —tanto público como privado— y la construcción, mientras que las exportaciones han tendido a recuperarse, tras experimentar fuertes descensos en los dos trimestres anteriores, y la inversión en bienes de equipo ha mantenido tasas interanuales de variación negativas.

Desde la óptica de las ramas productivas, además de la construcción, que, en coherencia con el avance del gasto, ha mantenido un notable vigor, la actividad en los servicios de mercado ha crecido a tasas relativamente elevadas, aunque inferiores a las alcanzadas el pasado año; por el contrario, en las ramas industriales no se vislumbra un perfil claro de recuperación de la actividad. La moderación de la actividad productiva se ha reflejado en una trayectoria descendente del ritmo de creación de empleo, de forma que la productividad ha crecido a tasas similares a las registradas desde la segunda mitad de 2001. En la industria, donde el empleo viene contrayéndose desde finales del pasado año, la productividad ha tendido a recuperarse.

En este contexto, la ligera desaceleración que ha experimentado la remuneración por asalariado en los primeros trimestres de 2002 —en un clima de contención de los incrementos salariales— ha repercutido favorablemente sobre la evolución de los costes laborales unitarios, que han reducido sus tasas de crecimiento. Por el contrario, los precios finales de la economía, y en particular los precios de consumo, se han acelerado en el primer semestre de forma casi generalizada, aunque más acusada en los servicios, dando lugar a una recuperación de los márgenes, que ha debido de ser más intensa en aquellos sectores en los

(1) Las tasas de la Contabilidad Nacional Trimestral se expresarán en términos de serie corregida de efectos estacionales, salvo que expresamente se indique lo contrario

que la demanda ha mantenido un mayor impulso. En consecuencia, el diferencial de inflación con la zona del euro se ha ampliado significativamente.

4.1. Demanda

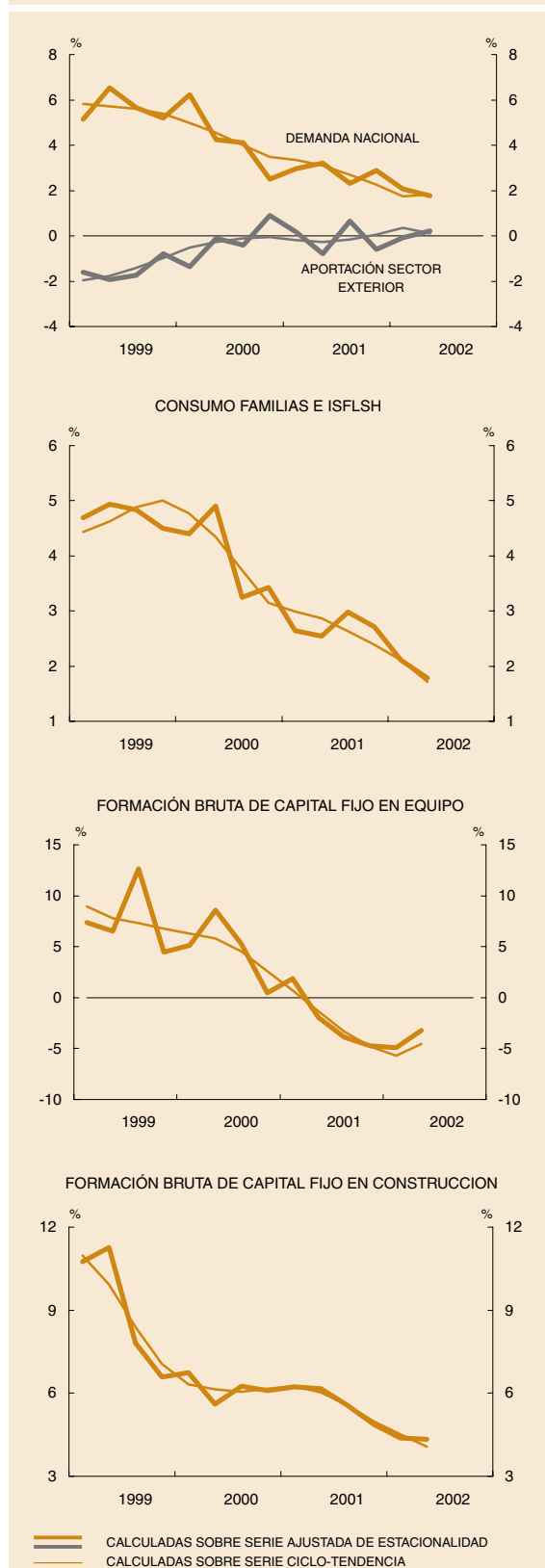
Dado su peso en el gasto, el consumo final de los hogares ha contribuido en gran medida a moderar el ritmo de avance de la demanda nacional en los últimos trimestres, aunque también ha permitido a este agregado mantener tasas de crecimiento superiores a las de otros países europeos. Como se aprecia en el gráfico 14, el consumo se desaceleró en seis décimas en el primer trimestre de 2002, según las estimaciones de la CNTR, situando su tasa de variación real en el 2,1%, y la información disponible sobre su evolución en el segundo trimestre, todavía muy parcial, apuntaría hacia una desaceleración adicional, aunque de menor intensidad que en el trimestre anterior.

La pérdida de dinamismo del consumo se ha centrado fundamentalmente en el gasto en bienes alimenticios y en la compra de automóviles. Entre los indicadores habituales, el índice de disponibilidades de bienes y servicios de consumo ha tendido a estabilizar su ritmo de avance en el segundo trimestre (véase gráfico 15), apoyado en el componente de bienes no alimenticios, mientras que las disponibilidades de alimentos registraron un ligero retroceso. El índice de disponibilidades de consumo duradero se ha mantenido en tasas de variación negativas, reflejando el descenso de las adquisiciones de automóviles, y las opiniones de los consumidores respecto a la oportunidad de compra de bienes duraderos han retrocedido a lo largo del primer semestre del año. Otros indicadores de gasto, como el índice de ventas del comercio al por menor, que no incluye las ventas de vehículos, apuntan una cierta estabilidad. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores se ha reducido solo levemente en el segundo trimestre, tras el empeoramiento registrado a principios de año, y ha reflejado una valoración algo más positiva de la situación económica esperada para los próximos doce meses.

La evolución del consumo en la primera parte del año 2002 es coherente con el menor crecimiento estimado de la renta real de las familias, en relación con el año anterior, como consecuencia, por una parte, de la moderación de los salarios y de un ritmo más reducido de creación de empleo, y, por otra parte, del repunte de la tasa de inflación. Ambos factores han compensado con creces una aportación algo más expansiva de las Administraciones

GRÁFICO 14

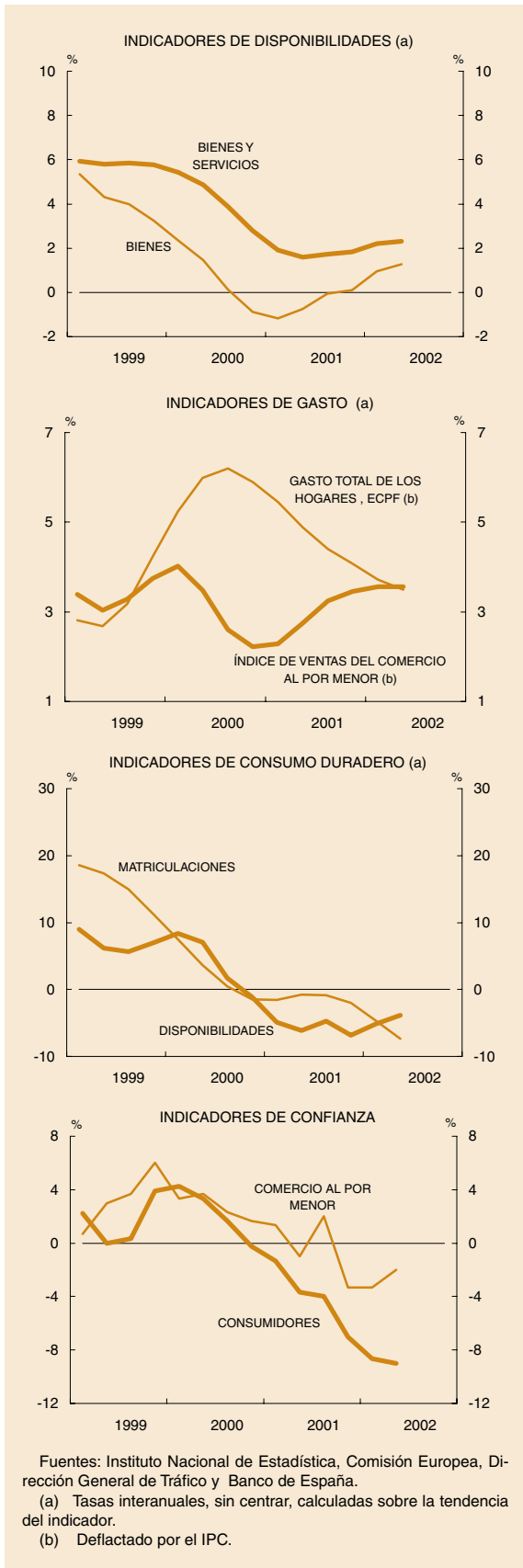
Principales agregados de la demanda Tasas de variación interanual



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



Públicas (AAPP) al avance de la renta. Adicionalmente, la pérdida de valor de los activos financieros ligados a las bolsas de valores y el aumento de la incertidumbre —ilustrado por el deterioro de la confianza de los consumidores— ayudan a explicar el menor dinamismo del consumo, que, según las estimaciones disponibles, habría acomodado su ritmo de crecimiento al de la renta real, estabilizando la tasa de ahorro.

El consumo final de las AAPP creció un 3% en el primer trimestre de 2002, dos décimas menos que en el período precedente, y continúa siendo, junto con la construcción, uno de los componentes más dinámicos de la demanda nacional. Según la información más reciente, el ritmo de creación de empleo en las AAPP se mantiene en tasas ligeramente inferiores a las registradas en 2001, y los otros gastos de consumo siguen reduciendo sus tasas de variación, de forma que se estima una pauta de suave desaceleración también en el segundo trimestre.

En el primer trimestre de 2002, la formación bruta de capital fijo prolongó la tendencia descendente que caracterizó su evolución durante el año 2001, hasta alcanzar un incremento interanual del 0,9%, dos décimas menos que en el cuarto trimestre del año anterior. Este menor empuje de la inversión fue debido al comportamiento de los bienes de equipo, que continuaron reflejando un notable deterioro e intensificaron su ritmo de caída interanual hasta el 4,9%. La construcción, también creció a una tasa inferior a la del cuarto trimestre, aunque volvió a ser el agregado más expansivo de la demanda nacional, al experimentar un avance del 4,5%; la inversión en otros productos atenuó algo su ritmo de descenso interanual, hasta situarlo en el -0,1%.

La escasa información relativa al comportamiento de la inversión en bienes de equipo en el segundo trimestre de 2002 apunta hacia el mantenimiento de este agregado en tasas de variación bastante negativas. En concreto, el índice de disponibilidades de bienes de equipo habría registrado un retroceso adicional en ese período, debido al descenso de la producción industrial y de las importaciones de bienes de inversión (véase gráfico 16). En esta misma línea, los datos de primavera de la encuesta semestral de inversiones en la industria muestran que las empresas industriales han revisado a la baja sus planes de inversión para el año 2002, que ahora suponen una caída del 6% de este tipo de gasto, en términos nominales (frente al -2% de la encuesta de otoño).

Según esa encuesta, la contribución de la demanda total como factor influyente en las

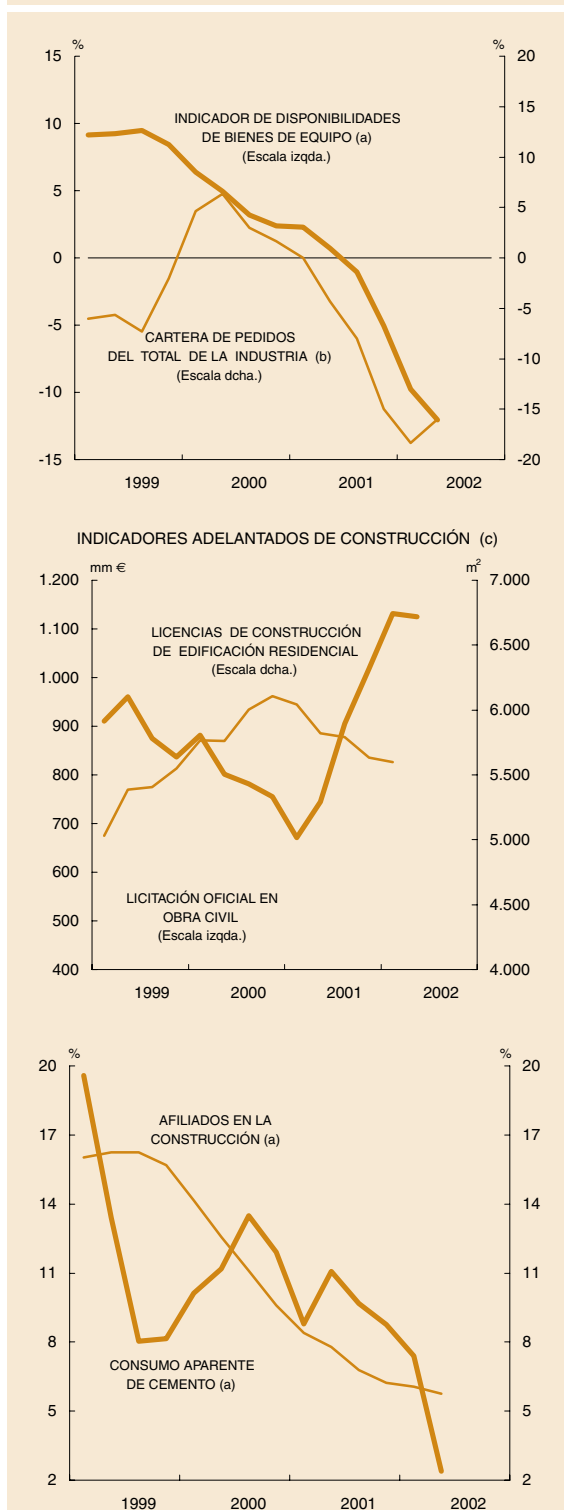
decisiones de inversión se ha deteriorado sensiblemente en los dos últimos años, siendo en la actualidad apenas favorable a este respecto. Sin embargo, otros indicadores de presión de la demanda han mostrado una evolución algo mejor en los meses más recientes: la valoración de la cartera de pedidos del conjunto de la industria fue menos negativa en el conjunto del segundo trimestre que en los trimestres anteriores, rompiendo su tendencia descendente, y el indicador de clima industrial del sector de productor bienes de equipo también frenó su deterioro. Por su parte, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva en la industria ha registrado un ligero aumento, de siete décimas, en los primeros meses del año en curso, hasta el 77%, todavía por debajo de su media histórica.

Los datos procedentes de la Central de Balances Trimestral del Banco de España, correspondientes al primer trimestre de 2002, muestran que el proceso de desaceleración de la actividad empresarial, que ha afectado en mayor medida a las empresas industriales, se ha trasladado a un menor crecimiento del resultado ordinario neto. No obstante, las *ratios* de rentabilidad se mantienen en niveles relativamente elevados y la *ratio* de apalancamiento financiero sigue siendo netamente positiva, a lo que ha contribuido también el descenso en el coste de la financiación ajena, de 0,8 puntos porcentuales respecto al primer trimestre de 2001. En cuanto al endeudamiento, según la CBT la *ratio* correspondiente se situó en el primer trimestre 1,2 puntos por debajo de la media del pasado año. Otras fuentes —como las Cuentas Financieras— apuntarían, más bien, hacia una estabilización o un leve aumento adicional de esa *ratio*, en relación con los elevados niveles alcanzados, hecho que puede condicionar la fortaleza de la recuperación inversora.

Por otra parte, se estima que la inversión en construcción continuó siendo el componente más dinámico de la demanda nacional en el segundo trimestre de 2002. Los síntomas que se observan de agotamiento de su fase expansiva son moderados y acordes con la suave desaceleración que viene experimentando desde el comienzo de 2001. En cuanto a la composición del gasto, los datos de la encuesta coyuntural de la actividad constructora (ECIC), correspondientes al primer trimestre de 2002, han recogido un comportamiento de la edificación y de la obra civil algo divergente con el que proporcionan otros indicadores. En concreto, la obra civil ha frenado el fuerte empuje que experimentó en el pasado año, mientras que, dentro de la edificación, la residencial mantiene un perfil de aceleración, y la no residencial, tasas muy moderadas.

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



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

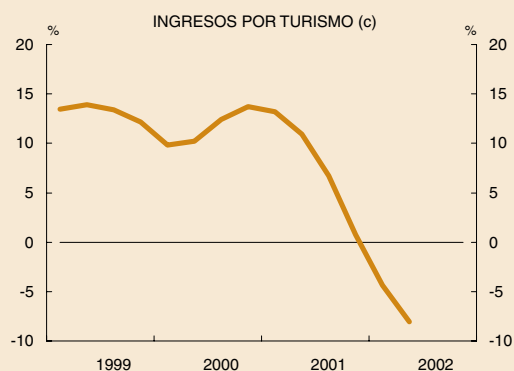
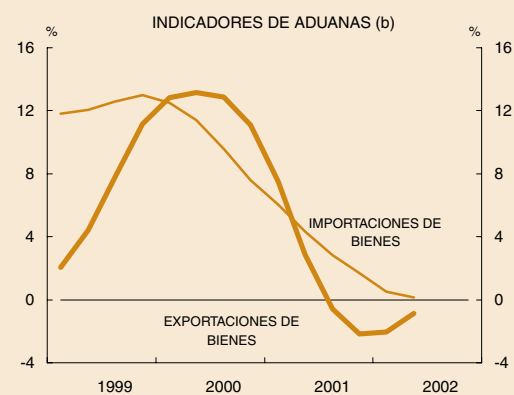
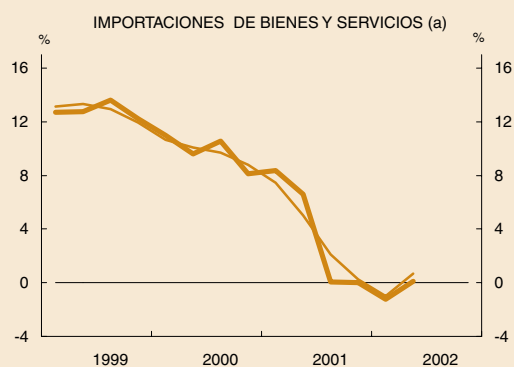
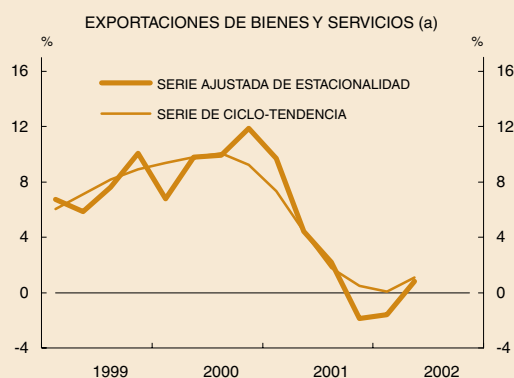
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel, serie original.

(c) Medias móviles anuales.

GRÁFICO 17

Comercio exterior
Tasas de variación interanual



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.

- (a) Datos de la CNTR a precios constantes.
- (b) Series deflactadas de ciclo-tendencia.
- (c) Serie nominal de ciclo-tendencia.

Entre los indicadores contemporáneos de la construcción, el consumo aparente de cemento redujo significativamente su crecimiento en el segundo trimestre (véase gráfico 16). Sin embargo, la producción de materiales para la construcción y los indicadores de empleo en esta actividad —como las afiliaciones a la Seguridad Social— mantienen un tono más sostenido, aunque el paro registrado se incrementó fuertemente en junio. También el indicador de clima en la construcción aumentó cuatro puntos en el segundo trimestre, debido a la mejora del nivel de contratación y de las perspectivas de empleo.

En cuanto a los indicadores de iniciaciones de obras, como ya se ha apuntado, la superficie a construir, según las licencias de edificación residencial, registró una caída interanual del 9,3% en el cuarto trimestre de 2001, seguida de un nuevo recorte del 4% entre enero y febrero de 2002, datos que apuntan hacia una ralentización de este componente de la inversión en construcción en 2002, en línea con la desaceleración de la renta real de los hogares y con el incremento de los precios de la vivienda. Respecto a la obra civil, el fuerte crecimiento de la licitación oficial desde el segundo semestre del pasado año sustentaría un dinamismo importante de la construcción en este segmento.

En el primer trimestre de 2002 la inversión en existencias contribuyó en una décima al crecimiento interanual del PIB, frente a las cinco décimas del trimestre anterior. La información procedente de la encuesta de coyuntura industrial hasta el mes de junio refleja una disminución del nivel de existencias, en relación con los niveles deseados, que ha sido generalizada, aunque más intensa en la industria productora de bienes de consumo, y de menor cuantía en las productoras de bienes de equipo y de bienes intermedios.

A lo largo del primer semestre del año, la demanda exterior neta ha ido mejorando su aportación al crecimiento interanual del PIB, tras la importante contribución negativa contabilizada en el trimestre final de 2001. Así, en el primer trimestre de 2002 detrajo solo una décima del crecimiento del PIB, en un contexto en el que las exportaciones de bienes y servicios volvieron a registrar una notable caída interanual, del 1,6%, en términos reales, ante la persistente debilidad del comercio mundial y el deterioro de la competitividad frente a los países de la zona del euro (véase gráfico 17). Las importaciones, por su parte, intensificaron su desaceleración en ese período, reduciéndose un 1,2% en tasa interanual, influidas por la pérdida de dinamismo de la demanda final. Las estimaciones realizadas para el segundo trimestre

de 2002 muestran una mejora adicional de la contribución de la demanda exterior neta al incremento del producto en ese período, en el que habría sido ligeramente positiva. Las exportaciones, sin llegar a crecer significativamente, habrían registrado una leve recuperación, apoyadas en un repunte del comercio mundial, que habría permitido compensar el impulso experimentado por las importaciones ante la mejora de la actividad industrial y de las propias exportaciones.

Las exportaciones de bienes intensificaron su desaceleración a lo largo de 2001, a medida que la crisis económica se extendía al continente europeo, principal mercado de los productos españoles, hasta cerrar el último trimestre con tasas de variación negativas del 4,5% en términos reales, y continuaron retrocediendo a lo largo del primer trimestre del ejercicio actual, registrando una caída interanual del 4,3%, muy próxima a la del trimestre precedente. Según los datos de Aduanas, que muestran un perfil similar al de las exportaciones de bienes de la CNTR, en el mes de mayo las exportaciones cayeron un 4,2%, en tasa interanual, tras crecer un 7% en abril, dato que estuvo afectado positivamente por el efecto de la Semana Santa. En el conjunto de los primeros cinco meses, las exportaciones retrocedieron un 2,3% interanual, frenando el fuerte ritmo de caída que les caracterizó en los meses finales de 2001 (véase gráfico 17). Este comportamiento de las exportaciones es coherente con la incipiente recuperación de los mercados mundiales, especialmente los ligados al área del dólar, que, no obstante, podría verse frenada por la ampliación de los diferenciales de precios y costes españoles frente a los países desarrollados, en un contexto de notable apreciación del euro.

Por grupos de productos, cabe destacar la debilidad de las exportaciones de bienes de equipo en los cinco primeros meses, cuando retrocedieron un 19,1%, en términos reales, en un contexto de fuerte incremento de sus precios. Las ventas de bienes de consumo crecieron ligeramente, un 0,2%, a pesar de que las ventas de automóviles mantuvieron una notable debilidad, derivada de la caída de la demanda de estos bienes en Europa. Las ventas de bienes intermedios, por su parte, se incrementaron un 1,9%, en línea con la incipiente recuperación de la actividad mundial. Por áreas geográficas, las exportaciones a zonas extracomunitarias reflejaron un ligero avance del 0,6%, en términos reales, en el conjunto de los cuatro primeros meses del año, que contrasta con los importantes retrocesos registrados desde el segundo trimestre del ejercicio anterior. Estos mejores resultados son consecuencia de la recu-

peración de ciertos mercados, como Estados Unidos o los países del Sudeste Asiático, y del notable dinamismo de las ventas a los países del centro y del este de Europa, mientras que los mercados de Japón y América Latina han continuado debilitándose. Por su parte, las ventas a la UE mostraron un nuevo deterioro en el primer cuatrimestre del año, con una caída interanual del 2,8%, en términos reales, fruto de los malos resultados de las ventas a los dos principales mercados de la zona: Alemania y Francia. Por el contrario, las ventas al Reino Unido reflejaron un renovado impulso.

Las exportaciones de servicios turísticos, medidas por la CNTR, prolongaron su perfil de ralentización en el primer trimestre de 2002, con una tasa de variación interanual del 1,9%, en términos reales, cuatro décimas inferior a la del trimestre precedente. Los indicadores reales de turismo han recogido retrocesos más acentuados, como también sucede con los ingresos por turismo de la balanza de pagos (véase gráfico 17). El número de turistas entrados por fronteras en el primer semestre del año fue similar al del año anterior, destacando el fuerte descenso de las entradas de alemanes y la ralentización de los británicos, principales mercados emisores de turistas hacia España, aunque se incrementaron notablemente las entradas de turistas procedentes de Francia y Países Bajos. Los viajeros extranjeros alojados en hoteles y las pernoctaciones retrocedieron a tasas del 2,3% y 5,5%, respectivamente, en el primer semestre, a lo que cabe añadir la importante caída de las reservas para los meses de julio y agosto (-12,7%). En cuanto a los servicios no turísticos, que en el primer trimestre de 2002 crecieron un 7,5%, solo cabe señalar la notable desaceleración que han experimentado en relación con su evolución en años anteriores a 2001, coherente con el debilitamiento de las exportaciones de mercancías y de la entrada de visitantes extranjeros, y con los menores flujos de inversiones con el exterior.

En el primer trimestre del año, las importaciones reales de bienes acentuaron la tónica de notable desaceleración que les caracteriza desde mediados del año anterior, registrando una caída interanual del 2,1%, al acusar la progresiva ralentización de la demanda final. Los datos de Aduanas correspondientes al mes de mayo reflejaron una caída del 2,7%, tras el pequeño incremento de abril del 1,7%, aunque esta tasa también está afectada positivamente por el efecto de la Semana Santa. En el conjunto de los cinco primeros meses, las importaciones descendieron un 0,8%, destacando el retroceso de las importaciones de bienes de equipo (9,7%), coherente con la caída que ha continuado mostrando la inversión productiva priva-

da. Las compras de bienes de consumo, mostraron una importante moderación en ese período (0,5%), debido, en parte, al comportamiento negativo de las compras de automóviles y a la ralentización del resto de bienes de consumo duradero, y las importaciones de bienes intermedios no energéticos crecieron a un ritmo muy moderado, del 0,6%, manteniendo la atonía del año precedente. Por el contrario, las compras de productos energéticos reflejaron un importante vigor (8,2%), impulsadas por un precio del petróleo que, aunque aumentó en dicho período, mantuvo niveles inferiores a los del primer semestre de 2001.

Por último, las importaciones reales de servicios, aunque repuntaron ligeramente en el primer trimestre del ejercicio, creciendo un 3,4% interanual, mantienen el tono moderado del año anterior, acorde con la ralentización de las importaciones de mercancías y el retroceso de las inversiones extranjeras. Los servicios no turísticos crecieron solo un 2,5% en ese período, tasa que cabe comparar con el notable dinamismo observado en la primera mitad de 2001. Los pagos por turismo se ralentizaron en este período, aunque siguieron creciendo a un ritmo elevado, del 7,3%, según la CNTR, si bien las cifras de la Balanza de Pagos reflejan una desaceleración más intensa y acorde con los bajos niveles de confianza mantenidos por los consumidores.

4.2. Producción y empleo

Como puede observarse en el gráfico 18, se estima que el valor añadido de la economía de mercado se incrementó en el segundo trimestre de 2002 a tasas interanuales similares a las alcanzadas a finales del año anterior, período en el que registró una brusca desaceleración. Las ramas de actividad primaria iniciaron el año dentro del entorno contractivo que presentaron en 2001, aunque la contracción fue menos intensa que en los meses finales de ese año, en línea con el entorno más favorable en el que se está desarrollando la actividad de esta rama en el presente año. En efecto, los cuatro primeros meses de 2002 se han caracterizado, en su conjunto, por un régimen de lluvias que, aunque no ha destacado por su magnitud, ha sido oportuno en términos de distribución temporal y espacial. En consecuencia, se esperan cosechas muy elevadas de algunos productos relevantes como los cereales y las leguminosas, y algo más moderadas para las frutas. No obstante, este optimismo se ha visto algo matizado por el deterioro climatológico observado en el mes de mayo —régimen de lluvias escaso, con heladas y pedrisco en algunas zonas—, manteniéndose, en cualquier caso, las perspectivas favorables para el sector.

Tras finalizar el año 2001 en un tono claramente contractivo, la actividad industrial registró un crecimiento interanual nulo en el primer trimestre de 2002, posiblemente estimulada por las tímidas señales de recuperación del entorno económico internacional. En ese período, se agudizó el deterioro de la producción del material de transporte privado, así como de la de calzado, vestido y confección; sin embargo, la fabricación de bienes domésticos duraderos se aceleró. En cualquier caso, la información disponible para el segundo trimestre de 2002 no termina de perfilar claramente la recuperación de la actividad industrial: a pesar de la evolución positiva del indicador de clima industrial, la recuperación de la cartera de pedidos y el descenso de las existencias no deseadas, el indicador fundamental a este respecto, el índice de producción industrial, experimentó un retroceso en el mes de mayo, frenando la recuperación que se anunciaba en el dato de abril. Además, en el segundo trimestre del año se harán patentes las consecuencias de la huelga del 20 de junio sobre el crecimiento de la producción industrial.

Acorde con la fortaleza de la inversión en construcción, la actividad en la rama correspondiente siguió siendo la más dinámica en el primer trimestre de 2002, como ha venido sucediendo desde mediados de 1998, si bien se observa también una continua —aunque leve— pérdida de vigor. Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del VAB en los primeros meses de 2002 fue del 4,6%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior. Como ya se comentó al hablar de la inversión en construcción, en el segundo trimestre del año la actividad en esta rama habría sostenido un elevado dinamismo, manteniendo al mismo tiempo el perfil de lenta desaceleración.

Las actividades terciarias prolongaron en los primeros meses de 2002 el perfil desacelerado que ya mostraron en el cuarto trimestre de 2001, y el VAB creció a un ritmo interanual del 2,6%, cuatro décimas menos que en los tres meses anteriores. La pérdida de intensidad del crecimiento fue mayor en los servicios no orientados al mercado, que recortaron en un punto porcentual su ritmo de avance. Los servicios de mercado también se desaceleraron, aunque en menor medida que en el trimestre anterior, condicionados por el debilitamiento del consumo privado y el escaso dinamismo de la industria. Los indicadores más recientes apuntan la continuidad de estos ritmos más bajos de crecimiento en el segundo trimestre. En efecto, aun cuando los indicadores de opinión muestran registros cada vez más positivos, las afiliaciones a la Seguridad Social se desaceleraron adicionalmente entre abril y mayo, y el análisis de las

ramas que integran este sector muestra una pérdida de tono en muchas de ellas. El comercio, lastrado por la caída en la venta de vehículos, mantuvo un bajo nivel de confianza hasta mayo, y el empleo, aproximado por los afiliados a la Seguridad Social, se desaceleró en abril, a pesar de la aceleración de las ventas del comercio al por menor en ese mes. La hostelería presenta una situación más negativa, ilustrada por la rápida pérdida de intensidad en la creación de empleo, que cabe asociar al descenso del turismo. En el sector del transporte y las comunicaciones, a pesar del mayor dinamismo del transporte terrestre y marítimo, se ha intensificado la debilidad del transporte aéreo, y correos y comunicaciones ha perdido empuje. En cuanto a la intermediación financiera, los datos de afiliados a la Seguridad Social indicarían una evolución acorde con el tono económico general, experimentando una ligera reducción en su ritmo de avance. Por último, las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales, constituyen la única rama de actividad con cierto sostenimiento del crecimiento, según los afiliados a la Seguridad Social, a pesar del mal momento que atraviesa un sector extremadamente dinámico hasta hace poco: la informática y el I+D.

El empleo (2) aumentó un 1,4% en tasa interanual, en el primer trimestre de 2002, dos décimas por debajo del aumento experimentado en la parte final de 2001, según la CNTR (véase gráfico 18). La ralentización del empleo fue de magnitud similar a la manifestada por el PIB en ese período, manteniéndose, por tanto, estable el avance de la productividad aparente del trabajo. No obstante, en las ramas orientadas al mercado, el VAB registró un cierto repunte en su tasa de variación interanual, que propició una modesta recuperación de la productividad hasta el 0,8%, ya que el ritmo de crecimiento de la ocupación se moderó ligeramente, hasta el 1,2%.

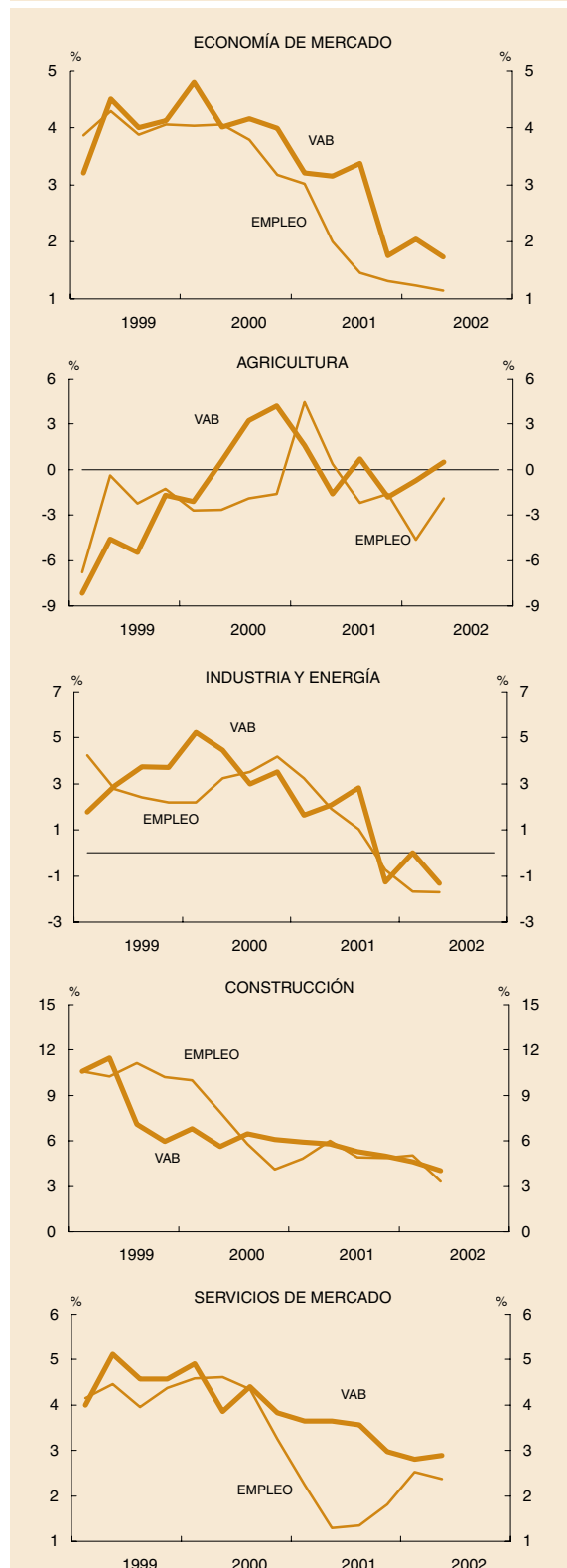
Los indicadores coyunturales también reflejaron el menor impulso de la creación de empleo en la primera parte de 2002. En el caso de la EPA (3), las estimaciones del número de ocupados en la economía arrojaron un aumento del 2,2% en tasa interanual, en el primer trimestre, frente al 3,1% de finales de 2001, desaceleración similar a la recogida por la CNTR, una vez que las cifras de la EPA se corrigen de efectos estacionales. Por otro lado, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 3% en el conjunto del primer trimestre, tres décimas menos que en el período precedente (recorte

(2) Medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(3) Según la nueva metodología 2002.

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto y empleo por ramas de actividad
Tasas interanuales (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

similar al que se aprecia en la serie ajustada de estacionalidad). Para el segundo trimestre del año, las afiliaciones han sostenido un incremento estable en torno al 3%, si bien las previsiones de los empresarios para la economía de mercado no agrícola reflejaban un tono algo más pesimista, según las últimas cifras publicadas por la Encuesta de Coyuntura Laboral. En conjunto, cabe estimar una tasa de aumento de la productividad próxima a la observada en el trimestre anterior, aunque con notable variabilidad entre ramas.

En el primer trimestre de 2002 solo se registraron aumentos de la ocupación en la construcción y los servicios, a la vez que se destruía empleo en la agricultura y en la industria, únicas ramas en las que se apreció una recuperación de la productividad aparente del trabajo. En términos interanuales, la actividad constructora siguió destacando por la elevada utilización del factor trabajo, ya que el empleo aumentó un 5% en el primer trimestre (4,9% en el período anterior), según la CNTR. La creación de nuevos puestos de trabajo en el sector terciario avanzó a un ritmo del 2,3% a principios de 2002, ligeramente superior al 2,1% con que finalizó el año anterior; este perfil refleja el comportamiento del empleo en el conjunto de ramas orientadas al mercado, que, prolongando la senda alcista iniciada en la primavera de 2001, elevó su tasa de aumento interanual en siete décimas, hasta el 2,5%. En las actividades no destinadas a la venta, el proceso de generación de puestos de trabajo continuó debilitándose (creció un 1,9%, frente al 2,7% del período anterior). Por lo que se refiere a la agricultura, el proceso de destrucción de empleo se agudizó, con una caída interanual del 4,6% (tres puntos superior a la registrada a finales del año anterior). En las ramas industriales (incluyendo la energía) el número de ocupados disminuyó entre enero y marzo un 1,7%, en relación con el mismo período de 2001, frente a una caída del 0,7% en el trimestre precedente. La información coyuntural más reciente, referida a las afiliaciones de abril y mayo, apunta a una ligera moderación de la destrucción de puestos de trabajo en la industria y del ritmo de avance de los ocupados en los servicios de mercado, mientras que la creación de empleo mantendría un notable dinamismo en la construcción.

Atendiendo a la distinción entre empleo asalariado y no asalariado, cabe señalar el cambio de tendencia que experimentó el empleo por cuenta propia en el primer trimestre de 2002, pues, tras haber tenido un elevado protagonismo en el año 2001 (cuando aumentó el 2,8%), descendió un 0,5% en términos interanuales, creciendo únicamente, y de forma notable, en

la construcción. El ritmo de aumento de los asalariados, por el contrario, permaneció estabilizado en el 1,7%, apoyado en la significativa aceleración que registró en los servicios de mercado, que contrarrestó el menor avance (o la caída) del resto de ramas, siempre según los datos de la CNTR. Según la EPA, el incremento del número de trabajadores por cuenta ajena se redujo en 0,6 pp —medido en serie original—, debido a la pérdida de empuje del empleo temporal, que rebajó su tasa de crecimiento del 3,1% a finales de 2001 al 1,3%, mientras que los trabajadores con contrato indefinido mantuvieron un tono sostenido (3,4%); de esta forma, la *ratio* de temporalidad experimentó un recorte de casi medio punto porcentual, respecto al primer trimestre de 2001, situándose en el 31,2%. La información de contratos apunta a que el mayor peso de la contratación indefinida en el trimestre descansó, en gran medida, en las conversiones de temporales, tras la reintroducción, en marzo de 2001, de las bonificaciones y las mayores posibilidades de celebrar contratos de fomento. Entre abril y junio, no obstante, esta estadística reflejó un menor impulso de la contratación estable. Por último, el empleo a tiempo parcial se desaceleró en mayor medida que el de jornada completa, según la EPA; no obstante, dado que sigue registrando tasas de crecimiento elevadas (5,2% interanual), la *ratio* de parcialidad aumentó ligeramente, hasta el 8,3% en el primer trimestre.

Desde la óptica de la oferta laboral, destaca el notable incremento del desempleo de la EPA (4) en el primer trimestre de 2002 (un 8,6% en tasa interanual), así como el avance de la población activa (un 2,9% interanual), que dio lugar a un aumento de un punto porcentual de la tasa de participación, respecto a principios de 2001, situándose esta en el 53,5%. La tasa de paro alcanzó el 11,5% en el primer trimestre de 2002, frente al 10,9% del período enero-marzo de 2001. Tanto la tasa de paro de los hombres como la de las mujeres experimentaron un importante repunte, alcanzando el 8,2% en el primer caso y el 16,5% en el segundo. Por grupos de edad, el aumento del desempleo fue generalizado, aunque algo más importante para los mayores de 45 años, que alcanzaron una tasa de paro del 7,3%, y para los jóvenes menores de 30 años (hasta el 17,9%). Las ayudas a la contratación de parados de larga duración han seguido teniendo un gran impacto para reducir la incidencia de este fenómeno: se redujo en cuatro puntos en los últimos doce meses, quedando en el 38,1% del to-

(4) Con la publicación de los datos del primer trimestre de 2002, el INE ha introducido algunos cambios metodológicos importantes en la EPA que se detallan en el artículo del *Boletín económico* del mes de abril de 2002, «Cambios metodológicos de la EPA en 2002».

tal de parados. El paro registrado, por su parte, experimentó un crecimiento del 3,5% en el primer trimestre, y del 7,1% en el segundo, prolongando la senda ascendente iniciada a finales de 2001.

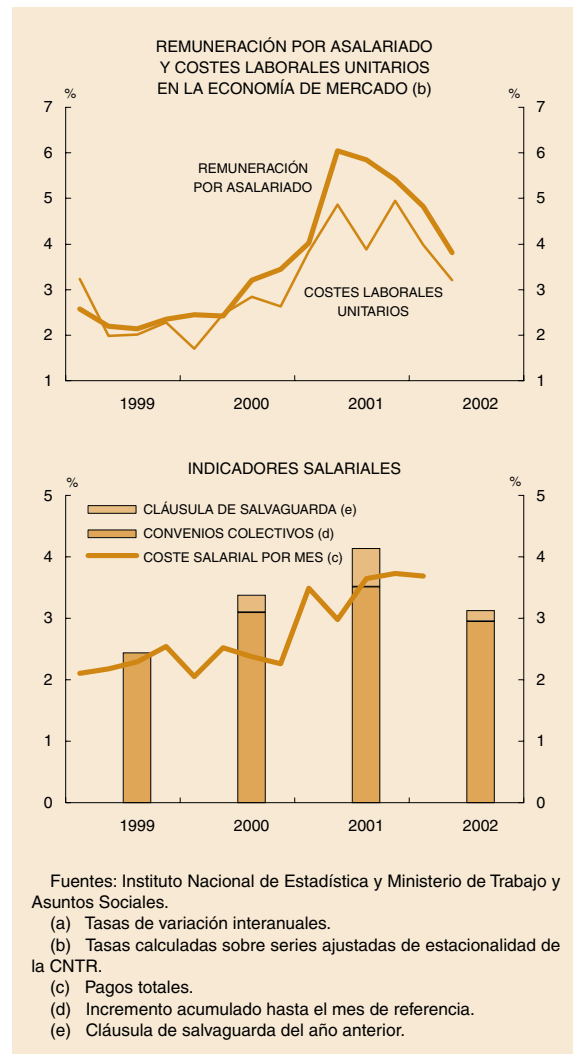
4.3. Costes y precios

Las cifras de la CNTR del primer trimestre de 2002 situaron el aumento de la remuneración por asalariado, en el conjunto de la economía, en el 4,2% interanual, frente al 4,8% con que había finalizado 2001, tras experimentar una notable aceleración a lo largo del año. La desaceleración de la remuneración al comienzo de 2002, en un contexto de crecimiento estable de la productividad aparente del trabajo, dio lugar a una desaceleración de los costes laborales unitarios hasta el 3,5%, nueve décimas menos que en el trimestre precedente. En la economía de mercado, la desaceleración de la remuneración por asalariado fue de magnitud similar al total de la economía (del 5,4% en el último trimestre de 2001 al 4,8% al inicio de 2002), aunque en este caso el perfil menos estable de la productividad intensificó la desaceleración de los costes laborales unitarios, que crecieron un 4%, frente al 4,9% en el trimestre anterior (véase gráfico 19). Se estima que tanto la desaceleración de la remuneración como la del coste laboral unitario habrán continuado en el segundo trimestre del año.

Según la información facilitada por el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales sobre la evolución de la negociación colectiva en los primeros meses de 2002, hasta el 30 de junio se registraron convenios colectivos que afectan a unos 5 millones y medio de trabajadores, algo más de la mitad del total de trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en el año anterior. En estos convenios, el aumento salarial medio pactado para 2002 es del 2,95%, frente al 3,5% de 2001 (véase gráfico 19), lo que supone una moderación en los incrementos salariales negociados. La mayor parte de los convenios registrados hasta esa fecha son revisiones de convenios firmados en años anteriores, e incorporan una subida salarial del 2,8%. Por su parte, el incremento salarial pactado en los convenios de nueva firma se ha situado en el 5,1%. Sin embargo, esta cifra es poco representativa, ya que afecta únicamente a unos cuatrocientos mil trabajadores: se espera que los nuevos convenios se sitúen más en línea con el contenido del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva, firmado en diciembre, por el que los agentes sociales se comprometieron a utilizar la previsión oficial de inflación (2%) como referencia básica de la negociación.

GRÁFICO 19

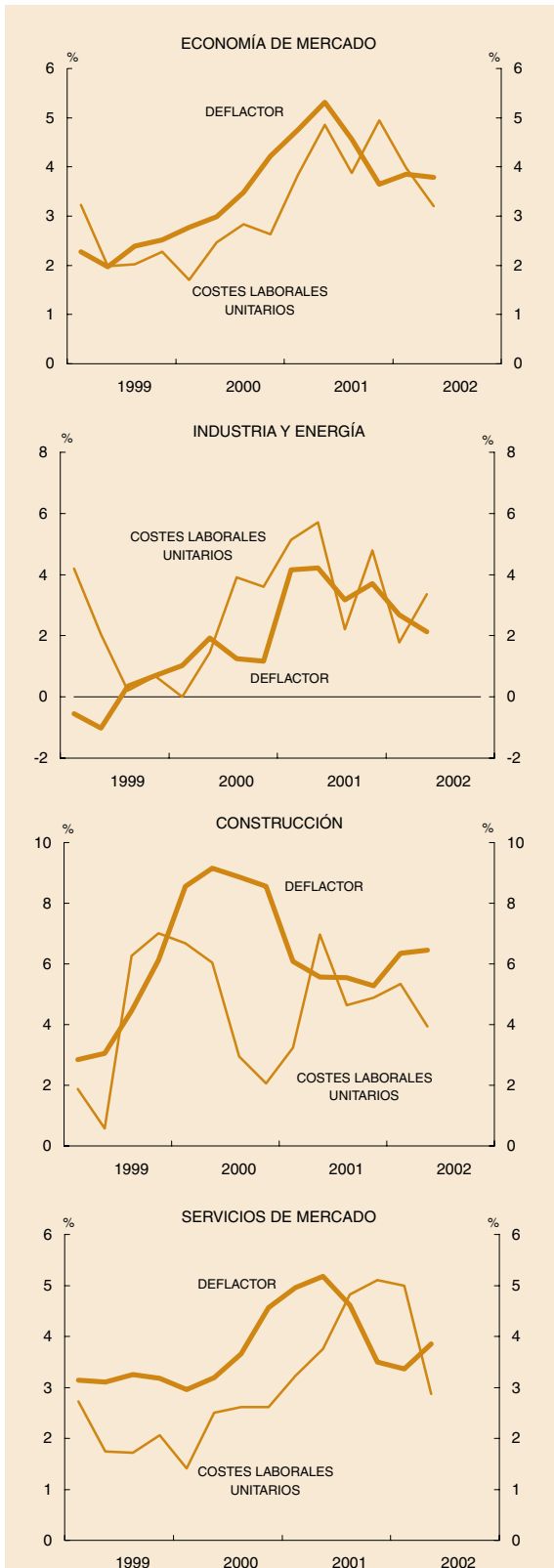
Evolución de los salarios y costes laborales (a)



Por su parte, en el primer trimestre de 2002 el crecimiento del índice de coste laboral total por trabajador fue del 4%, en tasa interanual, lo que supuso una desaceleración de tres décimas respecto al último trimestre de 2001. Dentro de este índice, el incremento de los costes salariales se mantuvo por tercer trimestre consecutivo en el 3,7%, mientras que los costes no salariales, que representan alrededor del 25% del coste laboral total para las empresas, crecieron un 5% en el primer trimestre de 2002, desacelerándose en 1,5 puntos porcentuales respecto al trimestre precedente. Por ramas de actividad, el coste total por trabajador creció un 3,7% en la industria (4,3% en el último trimestre de 2001), mientras que en la construcción este incremento fue del 4,6%, y del 4,4% en los servicios (frente a unos incrementos en el último trimestre de 2001 del 4,7% y 4,5%, respectivamente).

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

Frente a la desaceleración de los costes laborales, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el deflactor del valor añadido bruto en la economía de mercado creció un 3,9% en el primer trimestre de 2002, tres décimas más que en el trimestre anterior, de forma que el excedente por unidad de valor añadido se recuperó notablemente, tendencia que se estima que ha podido intensificarse en el segundo trimestre. Como se observa en el gráfico 20, en la rama de industria y energía los costes laborales unitarios han venido creciendo, de forma oscilante, en torno al deflactor del valor añadido, tras un período de fuerte contracción de márgenes que finalizó a mediados de 2001. Las condiciones de competencia en las que se desarrolla la actividad de esta rama limitan el crecimiento de sus precios, de forma que la recuperación de márgenes, en un contexto de expansión de las remuneraciones, tiende a producirse a través de las ganancias de productividad conseguidas mediante la contracción del empleo; esta es la pauta que se observó en el primer trimestre de 2002. Por su parte, en los servicios de mercado las cifras de la CNTR han mostrado una notable desaceleración del deflactor del valor añadido a partir del trimestre final de 2001, que habría dado lugar a una contracción de márgenes; no obstante, el repunte de los precios finales de los servicios en la primera mitad de 2002 no permite extrapolar este comportamiento a los próximos trimestres. Por último, en la rama de construcción, los costes laborales unitarios han venido creciendo por debajo del deflactor, marcando una ampliación de márgenes, que es coherente con la fuerte presión de la demanda que viene experimentando esta actividad.

Siguiendo la evolución del deflactor del valor añadido bruto en la economía de mercado, el deflactor del PIB para el conjunto de la economía se aceleró en el primer trimestre de 2002, creciendo un 3,5%, dos décimas más que en el trimestre anterior. Esta evolución del componente interno de los precios vino acompañada de un ligero incremento interanual del deflactor de las importaciones de bienes y servicios, del 0,5%, frente al recorte de 2,5% que experimentaron los precios exteriores al final de 2001. En consecuencia, el deflactor de la demanda final aumentó un 2,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre, un punto porcentual más que en el período anterior. Los indicadores de precios finales de la economía, y en particular el índice de precios de consumo (IPC), han recogido este aumento de la inflación al comienzo del año, que se ha prolongado en el segundo trimestre. En concreto, el IPC se incrementó un 3,5% interanual en el promedio del segundo trimestre, cuatro décimas más que en el trimestre anterior, mientras que la inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, se incrementó

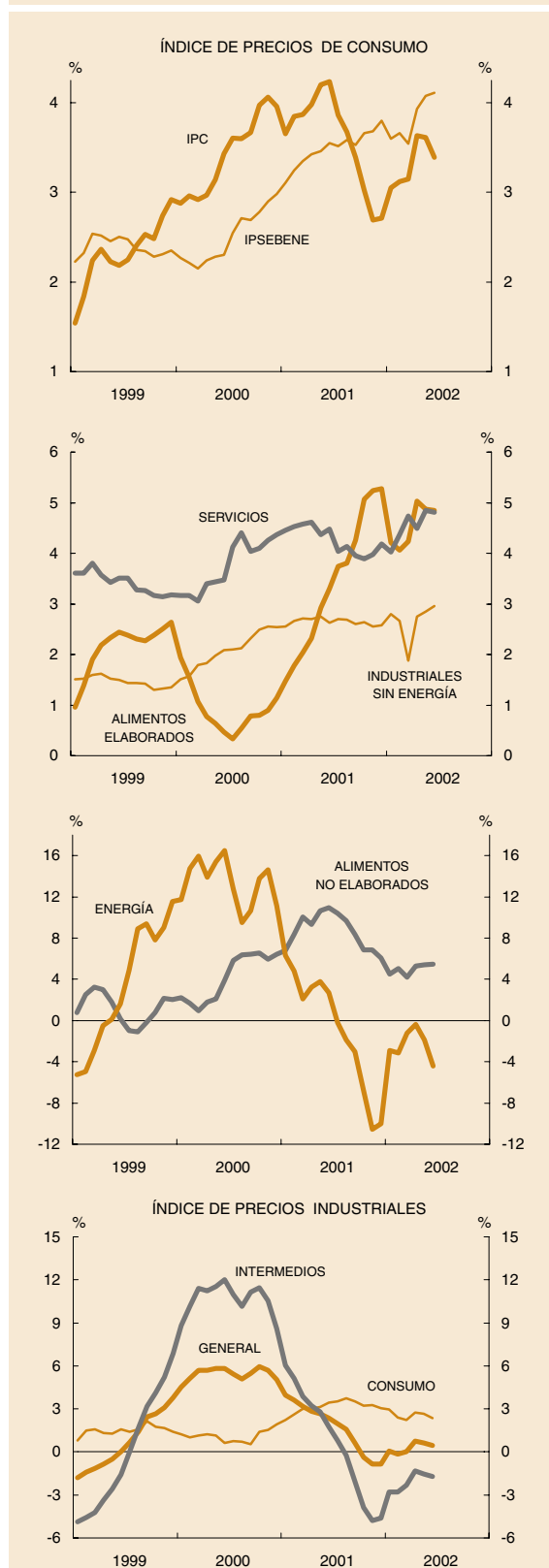
un 4% en relación con el segundo trimestre de 2001. En el mes de junio, la tasa interanual del IPC fue del 3,4% y la del IPSEBENE del 4,1% (véase gráfico 21).

A la aceleración del IPC en el segundo trimestre han contribuido, aunque en distinto grado, sus principales componentes. Por una parte, los precios de los servicios aumentaron un 4,7% en el conjunto del trimestre, tres décimas más que en el período anterior. Los precios de los servicios relacionados con el turismo y el ocio, así como la hostelería, mantuvieron una trayectoria alcista. Por otra parte, el componente de bienes industriales no energéticos, que había registrado un acusado descenso de su tasa de variación interanual en el mes de marzo, recuperó en abril las tasas alcanzadas en los meses anteriores y aumentó un 2,8% en el segundo trimestre. La mayor volatilidad registrada en este componente está estrechamente relacionada con los cambios metodológicos introducidos en el IPC al comienzo del presente año, y, en particular, con la inclusión de precios rebajados en el cálculo del índice, que han afectado especialmente a las rúbricas donde mayor incidencia tienen las rebajas: vestido, calzado y artículos textiles para el hogar. En otras partidas de este componente se han registrado comportamientos muy moderados, destacando la trayectoria descendente de los precios de equipos de imagen y sonido, fotográficos e informáticos.

El componente de precios energéticos del IPC mantuvo tasas interanuales de variación negativas a lo largo del segundo trimestre, próximas a las del primero. El precio del gas butano se redujo en el mes de abril, aunque los precios de los carburantes y del combustible de calefacción intensificaron su aumento en dicho mes, permaneciendo posteriormente bastante estables, hasta la última semana de mayo, cuando comenzaron a abarataarse. Esta trayectoria es acorde con la evolución de los precios internacionales del crudo y con la apreciación del euro frente al dólar registrada en los últimos dos meses. Por su parte, los precios de los alimentos —tanto elaborados como no elaborados— se aceleraron significativamente entre el primero y el segundo trimestre del año. Entre los elaborados cabe destacar el importante aumento de los precios del tabaco en abril, así como el mantenimiento de elevados ritmos de crecimiento de los precios de los aceites comestibles. Entre los alimentos no elaborados destacan el fuerte incremento del precio de la carne de ave y de los crustáceos y moluscos; además, siguen registrándose elevadas tasas de variación de los precios de frutas y hortalizas frescas.

GRÁFICO 21

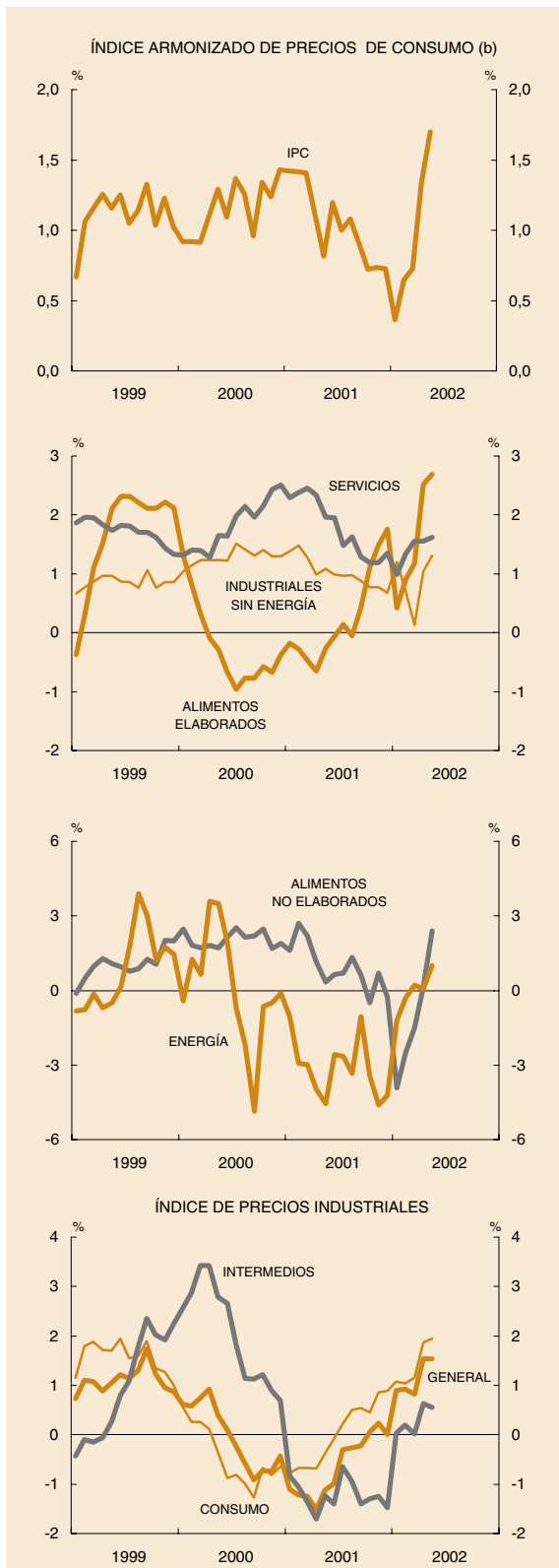
Indicadores de precios (a)
España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

GRÁFICO 22

**Indicadores de precios
Diferenciales con la UEM (a)**



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

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

La aceleración de los precios de consumo en España en el segundo trimestre ha venido también recogida por el índice armonizado (IAPC), y contrasta con la desaceleración ocurrida en el conjunto de la UEM en ese período, de forma que el diferencial de inflación con la zona del euro ha aumentado hasta alcanzar 1,6 puntos porcentuales en junio. La ampliación del diferencial ha cobrado más intensidad en el caso de los bienes que en el de los servicios, de forma que se ha igualado en ambos. Entre los bienes, destaca el importante aumento del diferencial de inflación de los alimentos, que, tras ser favorable a España en la media del primer trimestre, ha cambiado de signo en los últimos meses y supera los 2 puntos porcentuales (véase gráfico 22).

El índice de precios industriales (IPRI) también elevó su tasa de variación en el conjunto del segundo trimestre de 2002, alcanzando un crecimiento interanual del 0,6%, frente a la estabilidad registrada en el trimestre anterior. Sin embargo, la mayor subida de estos precios se produjo en el mes de abril, habiéndose moderado ligeramente a partir de entonces (véase gráfico 21). Por componentes, la tasa interanual de los bienes de consumo, que alcanzó un máximo del 2,8% en abril, ha descendido hasta un 2,4% en junio. Los precios de los bienes de inversión, siguiendo un perfil similar, se situaron en una tasa interanual del 1,5% en junio. Por último, el fuerte recorte de los precios de producción de energía en junio compensó la menor caída de los no intermedios no energéticos.

4.4. La actuación del Estado

Las cifras publicadas de la ejecución del Presupuesto del Estado hasta el mes de junio de 2002 en el marco de la Contabilidad Nacional muestran una notable disminución del déficit en las cuentas del Estado, en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, hay que tener presente que los ingresos y los gastos del año 2002 reflejan (tanto en Contabilidad Nacional como en caja) el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas. Aunque, en principio, estos cambios no deberían afectar al saldo en el conjunto del año, no es posible evaluar, dada la novedad del sistema, en qué medida la reducción observada del déficit en esta primera parte del año podría estar reflejando cambios en la estacionalidad de las cifras. Además, en 2002 el plazo de presentación de declaraciones positivas del IRPF se ha retrasado hasta el 1 de julio, mientras que en el año 2001 el cierre se produjo en junio, hecho que ha influido en la evolución de los ingresos y, por tanto, en el déficit.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación	Variación	Presupuesto	Variación	Liquidación	Liquidación		
	2001	porcentual	2002	porcentual	ENE-MAR	2001	2002	Variación
	1	2001/2000	3	2002/2001	Variación	ENE-JUN	ENE-JUN	porcentual
					porcentual			
					2002/2001	6	7	8=7/6
					5			
1. Ingresos no financieros	125.187	5,5	110.620	-11,6	-9,9	57.281	47.703	-16,7
Impuestos directos	55.697	8,3	52.084	-6,5	-9,2	23.842	19.029	-20,2
<i>IRPF</i>	36.469	13,4	30.967	-15,1	-12,2	18.958	14.075	-25,8
<i>Sociedades</i>	17.217	0,1	18.982	10,3	13,8	3.820	4.078	6,8
<i>Otros (a)</i>	2.012	-3,0	2.134	6,1	75,8	1.064	875	-17,7
Impuestos indirectos	53.157	3,7	45.489	-14,4	-13,6	27.324	21.772	-20,3
<i>IVA</i>	34.674	3,8	30.266	-12,7	-8,5	18.407	15.610	-15,2
<i>Especiales</i>	16.612	3,5	13.170	-20,7	-30,9	7.992	5.200	-34,9
<i>Otros (b)</i>	1.871	2,5	2.052	9,7	4,9	924	962	4,1
Otros ingresos	16.333	2,1	13.047	-20,1	4,3	6.115	6.902	12,9
2. Pagos no financieros (c)	128.072	5,7	114.294	-10,8	-15,8	65.298	56.188	-14,0
Personal	16.827	3,5	17.525	4,1	-0,8	8.446	8.692	2,9
Compras	2.554	7,7	2.320	-9,2	-19,0	1.235	1.204	-2,5
Intereses	18.264	3,1	17.736	-2,9	-16,9	11.736	10.286	-12,4
Transferencias corrientes	77.151	5,9	62.890	-18,5	-18,8	37.613	29.929	-20,4
Inversiones reales	6.461	7,1	6.978	8,0	-9,8	3.224	3.159	-2,0
Transferencias de capital	6.815	15,2	6.845	0,4	-17,9	3.044	2.918	-4,1
3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-2.884	18,7	-3.675	27,4	-48,9	-8.017	-8.485	5,8
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (d):								
Ingresos no financieros	126.338	5,9	—	—	-8,2	58.163	49.348	-15,2
Pagos no financieros	129.380	5,0	—	—	-18,3	62.043	51.804	-16,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-3.042	-22,3	-3.525	15,9	—	-3.880	-2.456	-36,7

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) La cifra correspondiente a la previsión de 2002 (columna 3) procede de la contestación del Ministerio de Hacienda al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo.

Los datos disponibles de Contabilidad Nacional muestran una necesidad de financiación de 2.456 millones de euros (0,4% de PIB) hasta junio de 2002 para el Estado, en comparación con el déficit de 3.880 millones (0,6% del PIB) acumulado en el mismo período de 2001. Tanto los ingresos como los gastos se redujeron notablemente en comparación con el mismo período del año anterior, como consecuencia de los cambios citados en el párrafo anterior. Entre las rúbricas no afectadas por estos cambios conviene destacar, entre los otros ingresos corrientes, las tasas por la utilización del dominio público

radioeléctrico (sin contrapartida el año anterior) y el fuerte aumento en las transferencias de capital recibidas (en su mayor parte de la Unión Europea). Entre los gastos, se aprecia una cierta contención en los de funcionamiento (personal y compras), con un crecimiento inferior al del PIB nominal.

En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta junio de 2002 (la ejecución del presupuesto de la Seguridad Social se comenta en el recuadro 3) se saldó con un déficit de 8.485 millones de euros, frente a un

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENERO-ABRIL	
	2001	2002
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	77.736	74.635
Mercancías	44.796	44.020
Servicios	18.276	18.329
<i>Turismo</i>	9.664	9.072
<i>Otros servicios</i>	8.611	9.256
Rentas	7.960	6.304
Transferencias corrientes	6.705	5.983
Cuenta de capital	3.157	2.953
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	81.190	79.951
Mercancías	54.405	52.802
Servicios	11.868	12.440
<i>Turismo</i>	1.961	2.002
<i>Otros servicios</i>	9.907	10.438
Rentas	10.837	10.529
Transferencias corrientes	4.080	4.179
Cuenta de capital	310	304
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-3.454	-5.316
Mercancías	-9.609	-8.782
Servicios	6.407	5.889
<i>Turismo</i>	7.703	7.070
<i>Otros servicios</i>	-1.296	-1.182
Rentas	-2.877	-4.226
Transferencias corrientes	2.624	1.804
Cuenta de capital	2.847	2.649

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

déficit ligeramente menor, de 8.017 millones de euros, en el mismo período de 2001. Se estima que la mayor parte de la discrepancia con las cifras de Contabilidad Nacional se debe a los derechos pendientes de cobro y a la diferencia entre los intereses pagados y devengados. Aunque tanto los ingresos como los pagos registran caídas hasta junio, la de los ingresos ha pasado a ser mayor que la de los pagos, en contra de lo que había sucedido en el primer trimestre. Así, los ingresos registraron una tasa del -16,7% (frente al -9,9% del primer trimestre), mientras que la de los pagos fue del -14% (frente al -15,8%).

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con datos homogéneos que in-

cluyen la totalidad de la recaudación de las principales figuras impositivas: tanto la parte asignada al Estado como la que corresponde a otras Administraciones (que no están incluidas en el cuadro 3). En términos homogéneos los impuestos directos se desaceleraron sensiblemente en el segundo trimestre, reflejando la evolución seguida por la mayor parte de sus componentes. El IRPF disminuyó un 5,8% hasta junio, lo que contrasta con el crecimiento del 4,2% registrado en el primer trimestre. Esta desaceleración se debe, principalmente, al cambio de calendario para la presentación de declaraciones positivas, que se ha ampliado hasta el 1 de julio, y se ha reflejado en una caída notable de la cuota diferencial neta. Por el contrario, los ingresos por retenciones sobre rendimientos tanto del trabajo como del capital mobiliario se han acelerado con respecto al primer trimestre. Este efecto de calendario también ha afectado al Impuesto sobre el Patrimonio, aunque en cuantía mucho menor. En cuanto al Impuesto sobre Sociedades, se ha observado una notable desaceleración tras el primer pago a cuenta, pasando del 13,8% hasta el 6,8%, a finales de junio. Los impuestos indirectos, por su parte, mantuvieron prácticamente sin cambios su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, registrando una tasa del 7,8% hasta junio (7,6% hasta marzo). El IVA se aceleró durante el segundo trimestre hasta una tasa del 9,5%, en términos homogéneos, frente al 8,7% del primer trimestre, compensando la ligera desaceleración de los impuestos especiales que, en términos homogéneos, se incrementaron un 4,2%, frente al 4,8% registrado hasta marzo.

Por el lado del gasto, se ha observado una caída del capítulo de transferencias corrientes, ligeramente superior a la prevista en los Presupuestos para el conjunto del año 2002 (reflejando el citado cambio en la financiación autonómica), siendo el único capítulo que se desacelera con respecto al primer trimestre. Destaca, por otra parte, la contención que se observa en los gastos de funcionamiento (personal y compras), que no están afectados por el nuevo sistema de financiación autonómica, y que mantienen tasas de variación inferiores a las del PIB nominal. El gasto por intereses registra una disminución sustancial, aunque debida al calendario de vencimientos de la deuda pública, por lo que cabe esperar que sigan acelerándose en los próximos trimestres. En cuanto a los gastos de capital (inversiones y transferencias), registran también sendas caídas. No obstante, cabe esperar una recuperación en el conjunto del año 2002, especialmente en el caso de las inversiones reales, en línea con el presupuesto y con las directrices establecidas en el Programa de Estabilidad.

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 5.101 millones de euros hasta abril de 2002, inferior en 1.257 millones de euros (un 19,8%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Como en el caso del Estado, estos datos se hallan afectados por el nuevo modelo de financiación autonómica, que supone una reducción tanto de ingresos (por las transferencias que el INSALUD recibe del Estado) como de gastos (por las transferencias para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos). Dichas reducciones resultaron en el primer cuatrimestre de 2002 muy superiores a las previstas en el Presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 5,5% hasta abril, lo que supone una apreciable desaceleración respecto a la evolución seguida en 2001 y resulta muy inferior al 8,4% previsto en el Presupuesto. Esta desaceleración se explica, en parte, por un menor crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3% hasta junio (3,9% en el conjunto del año 2001). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes, procedentes del Estado casi en su totalidad, registró una disminución del 73,5% hasta abril (más intensa que la presupuestada), como consecuencia del nuevo sistema de financiación de las CCAA.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas experimentó un incremento del 5,4% hasta abril, algo por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 0,8% hasta junio, en línea con lo previsto y ligeramente por debajo del crecimiento registrado en 2001.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 15,9% hasta junio de 2002. Esta evolución estuvo determinada tanto por el aumento del paro registrado (un 6,9% hasta junio, frente al 0,1% en el conjunto de 2001) como por el de la tasa de cobertura, que se situó en el 72,4% hasta mayo, frente al 68,5% con que terminó el año 2001. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 13,3% hasta mayo, frente al 5,9% de crecimiento medio en 2002.

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 6,2% hasta marzo, frente al 9,4% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 0,2% en el primer trimestre, por debajo del 5,6% previsto.

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

Millones de euros y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2001 (c) 1	2002 2	% variación 3=2/1	2001 4	2002 5	% variación 6=5/4
Ingresos no financieros	94.576	83.282	-11,9	34.825	26.555	-23,7
Cotizaciones sociales (d)	62.618	67.852	8,4	21.783	22.987	5,5
Transferencias corrientes	30.796	14.389	-53,3	12.620	3.350	-73,5
Otros (e)	1.162	1.042	-10,4	422	219	-48,2
Pagos no financieros	92.267	79.411	-13,9	28.467	21.455	-24,6
Personal	14.355	6.683	-53,4	5.138	1.573	-69,4
Gastos en bienes y Servicios	8.967	4.214	-53,0	3.038	742	-75,6
Transferencias corrientes	67.514	67.615	0,1	19.978	19.065	-4,6
Prestaciones	67.063	67.615	0,8	19.949	19.065	-4,4
Pensiones contributivas	53.047	56.231	6,0	15.036	15.841	5,4
Incapacidad temporal	3.557	4.027	13,2	1.156	1.195	3,4
Resto	10.459	7.358	-29,6	3.757	2.028	-46,0
Resto transferencias corrientes	451	0	-100,0	30	0	-98,7
Otros (f)	1.432	899	-37,2	312	74	-76,3
Saldo no financiero	2.309	3.871	67,7	6.358	5.101	-19,8

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 no se hallan disponibles los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2002.

(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) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 2001, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.

(d) Incluye recargos y multas.

(e) Excluye recargos y multas.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

4.5. La balanza de pagos

En el período enero-abril de 2002, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital arrojó un déficit de 2.666 millones de euros, frente al saldo también negativo de 607 millones de euros observado en las mismas fechas del año anterior. Este deterioro se explica, fundamentalmente, por la desfavorable evolución que registraron los principales componentes del saldo por cuenta corriente, a excepción de la balanza de mercancías. El superávit de la cuenta de capital también registró una ligera disminución.

En el conjunto del primer cuatrimestre del año el déficit de la balanza comercial experimentó una reducción de 827 millones de euros (un 8,6%), en comparación con el mismo período del ejercicio anterior. Esta disminución del desequilibrio comercial se debió al menor avance del déficit en términos reales (como se ha analizado en un epígrafe anterior) y a la nueva mejora de la relación real de intercambio que tuvo lugar en el período, derivada fundamentalmente de la reducción en los precios de los productos energéticos importados.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en el período enero-abril se situó en 5.889 millones de euros, frente a los 6.407 millones de euros contabilizados en igual período de 2001. Este deterioro se tradujo en una caída interanual del 8,1%, que se explica por el descenso del superávit de turismo y viajes (8,2%), ya que el déficit del resto de servicios disminuyó un 8,8%. Los flujos turísticos intensificaron su desaceleración en este período, especialmente los ingresos, que registraron una caída interanual del 6,1%, en línea con la atonía de las entradas de turistas extranjeros. Por su parte, los pagos frenaron su avance hasta el 2,1%, en el conjunto del primer cuatrimestre, en línea con el debilitamiento de la confianza de los consumidores y la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad en el plano internacional.

En el período enero-abril la balanza de rentas acentuó notablemente su deterioro, situando su déficit en 4.226 millones de euros, 1.349

millones de euros por encima del nivel registrado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Los ingresos descendieron un 20,8%, afectados por el recorte de los flujos de inversiones en el exterior, que viene teniendo lugar desde el ejercicio anterior, asociado a la debilidad de la actividad mundial, al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y a las crisis sociales y políticas que atraviesan algunos países latinoamericanos. Los pagos también descendieron en este período, aunque a un ritmo menor, un 2,8%, influidos también por el debilitamiento que en 2001 acusó la inversión extranjera en España, si bien, en el ejercicio actual se observa un aumento de estos flujos, especialmente de las inversiones por no residentes en valores de renta fija así como de las colocaciones de depósitos a corto plazo.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.804 millones de euros, en el período enero-abril, lo que supone un descenso de 821 millones de euros en relación con el observado en idénticas fechas de 2001. Los ingresos retrocedieron un 10,8%, fruto de la disminución de los flujos procedentes de la UE, tanto en concepto de FEOGA-Garantía como, en mayor medida, de Fondo Social Europeo, que incorporó en el ejercicio anterior importantes adelantos a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006. Los pagos, por su parte, reflejaron un avance moderado del 2,4%, aunque destacó el importante incremento que volvieron a reflejar los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 2.649 millones de euros, en el período enero-abril, 198 millones de euros por debajo del observado en el primer cuatrimestre de 2001: este descenso, que en tasas interanuales se cifró en el 7%, se explica por el retroceso que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE destinados al Feoga-Orientación y al FEDER —también afectados por los anticipos ingresados en el ejercicio anterior a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006—, mientras que los correspondientes a Fondo de Cohesión reflejaron un notable incremento.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Durante el primer trimestre de 2002, las decisiones financieras de los agentes económicos estuvieron enmarcadas en un contexto de debilidad del ciclo económico y de gran incertidumbre en torno a las pautas de recuperación de la economía internacional y a los desarrollos económicos y políticos en algunos países latinoamericanos. Este panorama, junto con la aparición de nuevos casos de irregularidades contables en empresas americanas, ha hecho que los índices de los principales mercados bursátiles hayan experimentado una volatilidad muy elevada y registren reducciones superiores al 20% en lo que va de año.

Este entorno económico y financiero de gran incertidumbre, sin embargo, no ocasionó una recuperación del ahorro financiero de los sectores privados durante el primer trimestre del año, de acuerdo con la última información disponible de las cuentas financieras trimestrales. Así, los hogares, a pesar de la desaceleración del consumo y del empleo, continuaron recibiendo un elevado volumen de recursos a través del crédito. De hecho, las *ratios* de endeudamiento, tanto de empresas como de familias, continuaron aumentando. La información provisional del segundo trimestre apunta a una suave moderación en las tasas de crecimiento de la financiación, que, no obstante, continúan en niveles comparables a los de finales de 2001. En particular, la financiación concedida al sector privado no financiero por parte de las entidades de crédito residentes creció, en términos interanuales, al 13,3% durante el segundo trimestre, frente al 13,4% a finales de 2001.

Durante el primer trimestre de 2002, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación fue ligeramente menor, 1,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (5) (véase cuadro 5). Esta ligera reducción en las entradas de capital del exterior fue el resultado de un comportamiento diferenciado de los distintos sectores residentes. Las AAPP fue el único sector no financiero que registró un ahorro financiero positivo, 0,5% del PIB. En el caso de las empresas, el valor de sus operaciones financieras netas fue similar al del mismo trimestre del año anterior. Por tanto, las empresas no financieras continuaron recibiendo recursos netos de otros sectores por un importe elevado, que ascendió al 4,4% del PIB. Finalmente, los hogares presentaron un saldo deudor en sus operaciones financie-

(5) A lo largo de esta sección, en consonancia con la información de los cuadros y gráficos, las cifras harán referencia a datos acumulados de cuatro trimestres, salvo que se mencione lo contrario.

Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales
Datos acumulados de cuatro trimestres

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS								
	1997	1998	1999	2000	2001				2002
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Economía nacional	1,6	0,5	-1,1	-2,5	-2,3	-2,2	-2,0	-1,9	-1,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	4,0	2,1	-0,5	-2,8	-3,1	-2,5	-2,5	-3,1	-3,5
Sociedades no financieras	-0,5	-1,2	-2,5	-3,8	-4,9	-5,3	-4,6	-4,4	-4,4
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	0,9	1,8	2,8	2,1	1,3	0,9
Instituciones financieras	0,7	1,0	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	1,2	1,2
Administraciones Públicas	-3,2	-2,6	-1,1	-0,3	0,0	-0,6	-0,3	0,0	0,5
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)								
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	0,9	1,8	2,8	2,1	1,3	0,9
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-6,7	-4,4	0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,5	-1,5	-2,3
Inversores institucionales (c)	10,8	7,5	0,8	0,4	1,6	2,5	3,1	4,2	3,7
Sociedades no financieras	-0,5	-1,2	-2,5	-3,8	-4,9	-5,3	-4,6	-4,4	-4,4
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-3,2	-4,3	-3,8	-6,7	-5,7	-4,4	-4,3	-3,8	-4,1
Resto del mundo	1,7	0,9	-0,8	1,7	1,0	-0,3	-0,1	-1,9	-1,9
Administraciones Públicas	-3,2	-2,6	-1,1	-0,3	0,0	-0,6	-0,3	0,0	0,5
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	1,4	2,2	0,5	-0,3	-0,8	-2,5	-0,4
Inversores institucionales (c)	-3,9	-2,6	1,7	3,9	4,1	3,8	2,9	2,6	1,4
Resto del mundo	-2,0	-1,1	-4,4	-6,0	-4,8	-4,5	-3,1	-1,8	-2,1
Resto del mundo	-1,6	-0,5	1,1	2,5	2,3	2,2	2,0	1,9	1,8
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	2,8	7,1	2,0	5,2	5,4	3,3	4,7	3,9	2,7
Inversores institucionales (c)	-2,5	-6,3	-3,6	-5,7	-5,4	-5,1	-5,0	-4,7	-3,4
Sociedades no financieras	-1,7	-0,9	0,8	-1,7	-1,0	0,3	0,1	1,9	1,9
Administraciones Públicas	2,0	1,1	4,4	6,0	4,8	4,5	3,1	1,8	2,1

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.

ras del primer trimestre, de forma que el ahorro financiero neto se redujo hasta un valor similar al del año 2000, 0,9% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres.

La información sobre los flujos intersectoriales, presentada en la parte inferior del cuadro 5, revela que tanto los hogares como las sociedades no financieras aumentaron los recursos netos recibidos de las entidades de crédito residentes. Los hogares, además, redujeron el ahorro intermediado a través de los inversores institucionales, hasta el 3,7% del PIB, si bien, este volumen es relativamente elevado respec-

to al del período 1999-2001. Las AAPP, por su parte, continuaron aumentando el saldo deudor frente al resto del mundo, por valor del 2,1% del PIB, y reduciéndolo frente a los inversores institucionales en un 1,4% del PIB. Estos datos reflejan una continuidad en el proceso de recomposición de las carteras de renta fija de los inversores, que se inició con la introducción del euro. Asimismo, la diversificación de las carteras de activos también se manifiesta en el elevado volumen de ahorro que los inversores institucionales han canalizado al exterior, en torno a un 5% del PIB de promedio anual desde 1998 (véase recuadro 4).

Evolución de las carteras de los fondos de inversión españoles a partir de la introducción del euro

El fenómeno de desregulación que ha tenido lugar en el ámbito financiero, tanto a nivel nacional como a nivel internacional —a través de la liberalización de los movimientos de capitales y los servicios financieros transfronterizos— ha propiciado la integración de los mercados estimulando una mayor competencia en este sector. Esto último, unido al gran avance que se ha producido en las tecnologías de la información, ha contribuido a aumentar el conjunto de posibilidades de inversión mediante un intenso proceso de innovación financiera.

Por su parte, la introducción del euro ha supuesto la desaparición del riesgo de cambio en las inversiones realizadas por inversores de la zona euro en cualquiera de los países que la componen. En principio, este factor promueve la internacionalización de las carteras, ya que reduce los costes de transacción y elimina los correspondientes a la cobertura del riesgo cambiario. Pero, al mismo tiempo, la desaparición de las fluctuaciones cambiarias supone una reducción del conjunto de posibilidades de inversión, lo que podría llevar a una menor diversificación entre instrumentos emitidos dentro de la zona del euro y, posiblemente, al incremento de la demanda de instrumentos denominados en monedas distintas del euro.

Como primer paso para analizar los cambios que se han producido en la composición de la cartera agregada de los fondos de inversión, conviene estudiar la distribución de la cartera por instrumentos, distinguiendo entre activos monetarios, activos de renta fija y activos de renta variable. En la parte superior del gráfico se presenta la evolución de los porcentajes que representan cada tipo de activo en la composición de la cartera. En este gráfico puede observarse cómo la inversión en activos monetarios ha ido cediendo terreno a la renta fija y variable paulatinamente. Aunque no parece que la introducción del euro haya tenido una influencia directa en la composición de la cartera por instrumentos, lo cierto es que los bajos tipos de interés que han acompañado al proceso de convergencia y las expectativas de estabilidad macroeconómica han llevado a los agentes a reducir el peso que en sus carteras tenían los activos monetarios y buscar mayores rentabilidades en los bonos y en la renta variable.

Sin embargo, como mejor se puede apreciar el efecto directo que la introducción del euro ha tenido en la composición de las carteras de los fondos es analizando las inversiones agrupadas por divisas. Para ello se ha dividido la cartera para cada instrumento en tres grupos: activos nacionales, activos emitidos en euros excluidos los nacionales y resto. En el gráfico se presenta la composición por divisas de la inversión en cada uno de los tres grupos de instrumentos.

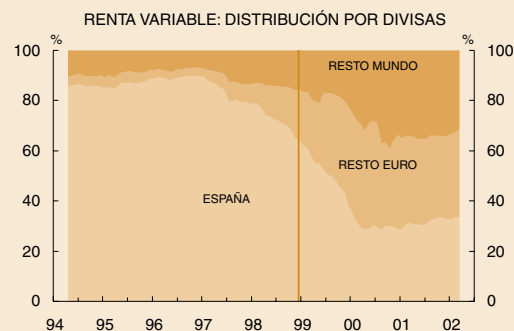
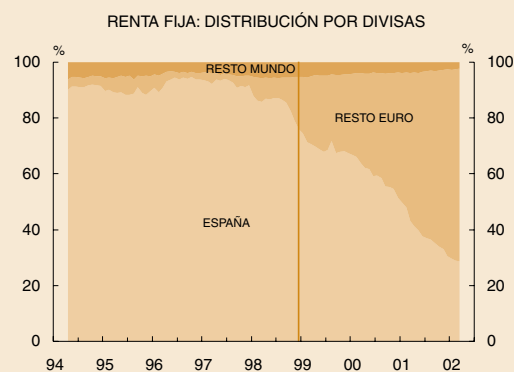
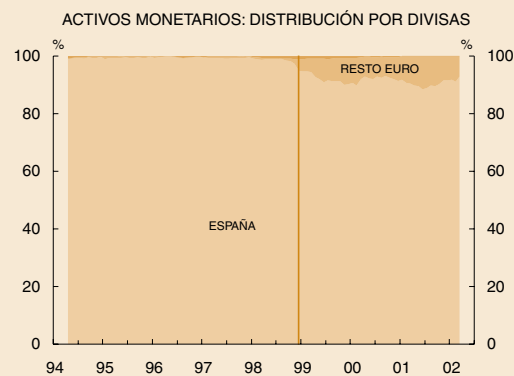
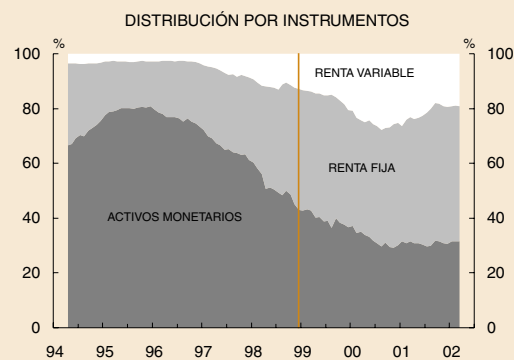
Como puede observarse en primer lugar, en el caso de los activos monetarios, desde la introducción del euro, el porcentaje de inversión en instrumentos emitidos en euros ha pasado de ser prácticamente nulo a tener un peso cercano al 10%, que se mantiene a lo largo del período. Estos activos monetarios son básicamente *repos*, que actualmente representan un 70% de los activos monetarios nacionales.

En cuanto a la renta fija, se observa un incremento muy pronunciado de la participación de los instrumentos emitidos en euros fuera de España. Esta proporción no ha dejado de crecer desde la introducción de la moneda única, y en la actualidad supone un 70% del total de la renta fija de las carteras de los fondos, repartido prácticamente a partes iguales entre valores públicos y privados.

La inversión en renta variable, por su parte, también se ha visto afectada por la introducción del euro, observándose una importante reducción del sesgo doméstico. La inversión en renta variable emitida por residentes ha pasado a representar, tan solo, un 30% de la inversión total en renta variable de los fondos de inversión españoles, frente al 85% de media que se observaba en el período 1994-1998. En este caso, gran parte de las inversiones en renta variable se ha desplazado a países euro, aunque también se ha incrementado la participación en la cartera de renta variable de otros países desarrollados, fundamentalmente inversiones en dólares. En el primero de estos desplazamientos parece claro que la desaparición del riesgo de tipo de cambio ha desempeñado un papel fundamental, ya que ha permitido a los gestores diversificar la cartera de renta variable sin la necesidad de asumir el riesgo de tipo de cambio o de incurrir en los costes de su cobertura.

De este modo, puede concluirse que la introducción de la moneda única parece haber contribuido, en un contexto general de globalización de la actividad financiera, al proceso de diversificación de las carteras de los fondos de inversión españoles, lo que se ha traducido en una reducción del sesgo doméstico tanto en las inversiones en renta fija como en las de renta variable.

Carteras: composición porcentual



Fuente: CNMV.

CUADRO 6

Activos financieros y pasivos de los hogares, ISFLSH y sociedades no financieras
Datos acumulados de cuatro trimestres

% PIB

	1998	1999	2000	2001		2002
				III TR	IV TR	I TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,8	9,6	8,9	9,0	7,8	8,0
Medios de pago	3,2	4,5	1,0	0,8	1,2	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-1,8	2,5	6,4	4,7	3,0	2,4
Acciones y otras participaciones (b)	0,0	0,1	0,5	0,3	-0,5	-0,3
Fondos de inversión	5,0	-2,2	-3,4	0,2	0,8	0,4
FIAMM	-1,1	-1,4	-1,4	0,7	1,3	1,4
FIM	6,1	-0,8	-2,0	-0,5	-0,5	-0,9
Reservas técnicas de seguros	2,4	3,3	3,4	2,6	2,8	2,6
Del cual:						
Seguros de vida	1,2	2,0	2,0	1,0	1,7	1,7
Fondos de pensiones	1,0	1,0	1,1	1,3	0,8	0,6
Resto	0,8	1,2	1,0	0,4	0,4	0,7
Operaciones financieras (pasivos)	6,5	7,6	8,0	6,9	6,5	7,1
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,5	6,8	5,8	5,1	5,8
Fondos de titulación	0,5	0,6	0,1	0,2	0,3	0,2
Resto	0,1	0,5	1,0	0,9	1,1	1,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,0	17,8	27,6	19,3	17,6	17,9
Medios de pago	1,5	0,7	0,9	0,8	1,6	1,9
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,2	-0,2	1,3	0,4	0,7	0,0
Acciones y otras participaciones	3,1	8,2	14,1	8,1	4,2	4,5
Del cual:						
Frente al resto del mundo	2,2	6,5	10,9	7,6	3,7	3,7
Resto	9,2	9,2	11,3	10,0	11,1	11,5
Operaciones financieras (pasivos)	15,3	20,3	31,3	23,9	22,0	22,3
Créditos de entidades de crédito residentes	4,6	4,8	6,7	5,3	6,0	6,5
Fondos de titulación	0,2	0,4	0,9	0,9	0,8	1,0
Préstamos exteriores	1,6	3,0	3,5	3,3	3,6	2,8
Valores de renta fija (a)	0,0	0,5	-0,5	0,2	0,1	0,1
Acciones y otras participaciones	2,7	5,1	12,3	7,2	3,9	4,0
Resto	6,2	6,4	8,4	7,0	7,6	8,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (c)	16,7	19,5	18,9	15,2	15,1	15,2
Hogares e ISFLSH	19,3	19,6	17,3	14,0	12,3	13,4
Sociedades no financieras	14,7	19,4	20,0	16,0	17,2	16,6

Fuente: Banco de España.

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

(b) No incluye los fondos de inversión.

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

5.2. Los flujos financieros de los hogares

A lo largo del primer trimestre de 2002 los hogares recibieron recursos netos de otros sectores de la economía por un valor del 0,12% del PIB. De esta forma, el ahorro financiero de este sector interrumpió la incipiente recuperación observada

en la primera mitad de 2001 y se situó en el 0,9% del PIB, valor similar al mínimo histórico alcanzado en el año 2000 (véase cuadro 5). Como se comentaba en el Informe anterior, la ralentización del ahorro financiero de los hogares durante la segunda mitad de 2001 se explicaba, al menos en parte, por una fortaleza relativa del consumo.

Sin embargo, durante el primer trimestre de 2002 el gasto de los hogares experimentó una desaceleración que no se ha trasladado de forma equivalente a su demanda de financiación, que, por el contrario, ha continuado siendo elevada, sostenida por un nivel de tipos de interés reducido y la revalorización de la vivienda.

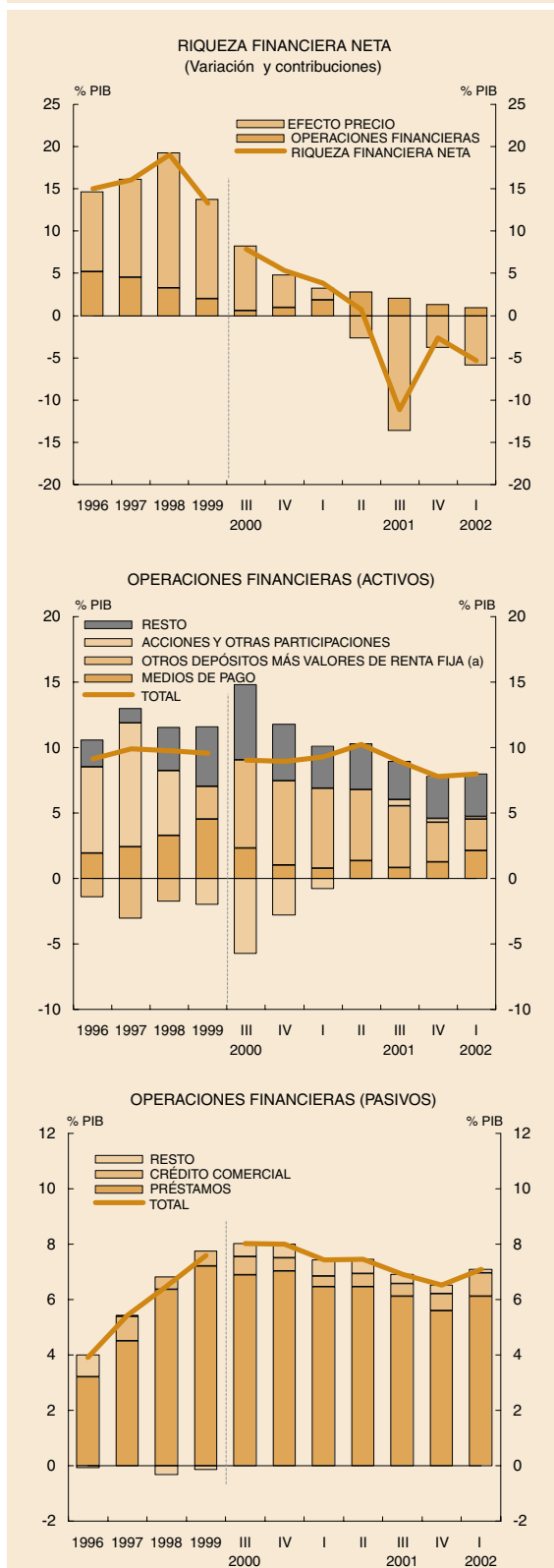
La adquisición de activos financieros por parte de los hogares fue ligeramente superior a la del mismo trimestre del año anterior, equivalente a un 8% del PIB, y, como ha venido ocurriendo con anterioridad, estuvo concentrada en los activos más líquidos (véanse cuadro 6 y gráfico 23). La demanda de efectivo y depósitos representó el 74% del flujo de inversión en activos financieros de los hogares. El ahorro materializado en medios de pago se incrementó hasta el 2,1% del PIB, explicado, en gran medida, por la mayor demanda de efectivo tras el proceso de canje al euro. Los depósitos de ahorro crecieron cerca de un 15%, en términos interanuales, mientras que los depósitos a plazo lo hicieron a una tasa del 7,7%, dentro de una tendencia de desaceleración. Las suscripciones netas de participaciones de fondos de inversión fueron negativas y, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron el 0,4% del PIB. Como ocurre desde mediados de 1999, las familias continuaron vendiendo participaciones de los FIM e invirtiendo en los FIAMM en una cuantía equivalente al 1,4% del PIB. La inversión en reservas técnicas de seguros se redujo moderadamente en relación con el mismo trimestre del año anterior y se situó en el 2,6% del PIB. Finalmente, la adquisición neta de acciones y otras participaciones fue positiva y se materializó, en mayor medida, en acciones no cotizadas, reduciendo, en consonancia, el valor negativo de la inversión acumulada en cuatro trimestres hasta el -0,3% del PIB.

En relación con las operaciones de pasivo, las familias recibieron un flujo de financiación elevado, 7,1% del PIB, frente al 6,5% del trimestre anterior. La evolución por componentes indica que fue el crédito bancario el que registró un volumen más elevado, 5,8% del PIB, frente al 5,1% del trimestre anterior. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de la financiación —considerando los préstamos bancarios y la financiación intermediada por fondos de titulización— se aceleró hasta el 13,4%, frente al 12,3% del trimestre anterior (véase pro memoria del cuadro 6).

La información disponible sobre el destino del crédito concedido por las entidades residentes indica que los mayores recursos obtenidos por las personas físicas financiaron tanto inversión en vivienda como gasto en consumo. Así, los préstamos destinados a la adquisición de vivienda crecieron un 17%, frente al 16,5% de finales de 2001.

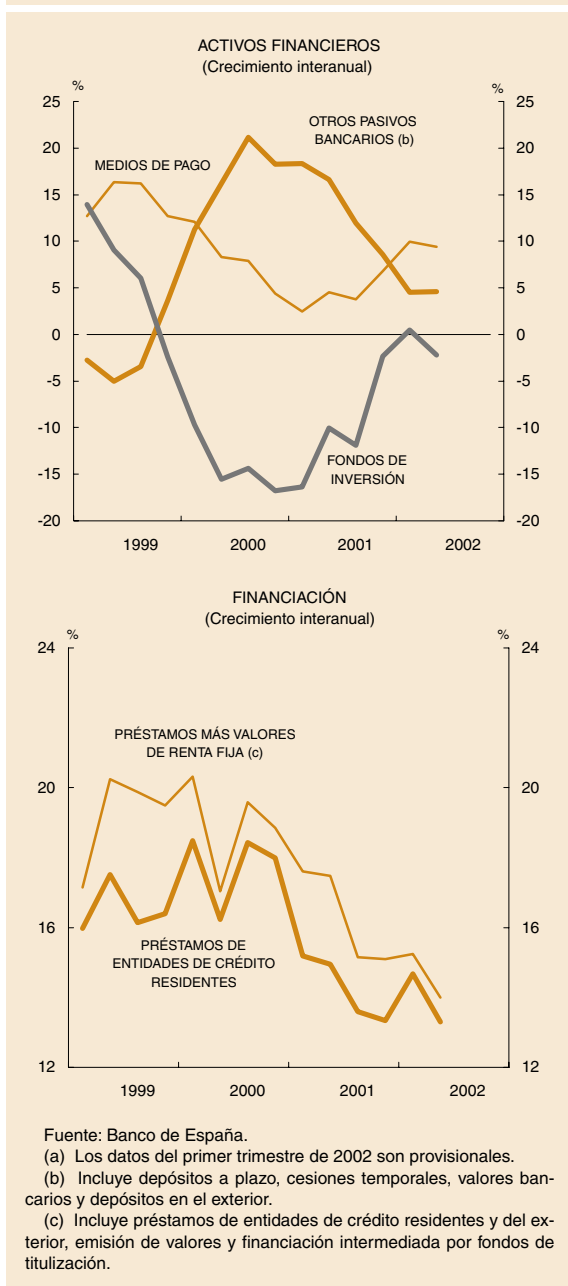
GRÁFICO 23

Hogares e ISFLSH
Datos acumulados de cuatro trimestres



Fuente: Banco de España.
(a) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

GRÁFICO 24

Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH (a)


Diferenciando por tipo de entidad, las cajas de ahorros incrementaron su cartera de este tipo de préstamos en un 18,8%, en términos interanuales, mientras que los bancos lo hicieron en un 14,3%. Por otro lado, el crédito destinado al gasto en bienes corrientes y duraderos mantuvo tasas de crecimiento superiores al 20%, aunque su peso dentro del total de préstamos concedidos a personas físicas es reducido, inferior al 15%.

La información provisional sobre las condiciones monetarias y financieras de la economía española durante el segundo trimestre de 2002

indica escasos cambios en los procesos descritos anteriormente (6) (véase gráfico 24). Los activos más líquidos han continuado creciendo a ritmos elevados, con la peculiaridad de que los medios de pago se han desacelerado ligeramente y las tasas de crecimiento de los otros pasivos bancarios han interrumpido la tendencia descendente. Además, el valor de las tenencias de fondos de inversión ha vuelto a experimentar una variación negativa. Y, por el lado de la financiación, las entidades residentes han moderado algo la concesión de crédito al sector privado, que crece a un ritmo similar al de finales de 2001, un 13,3%.

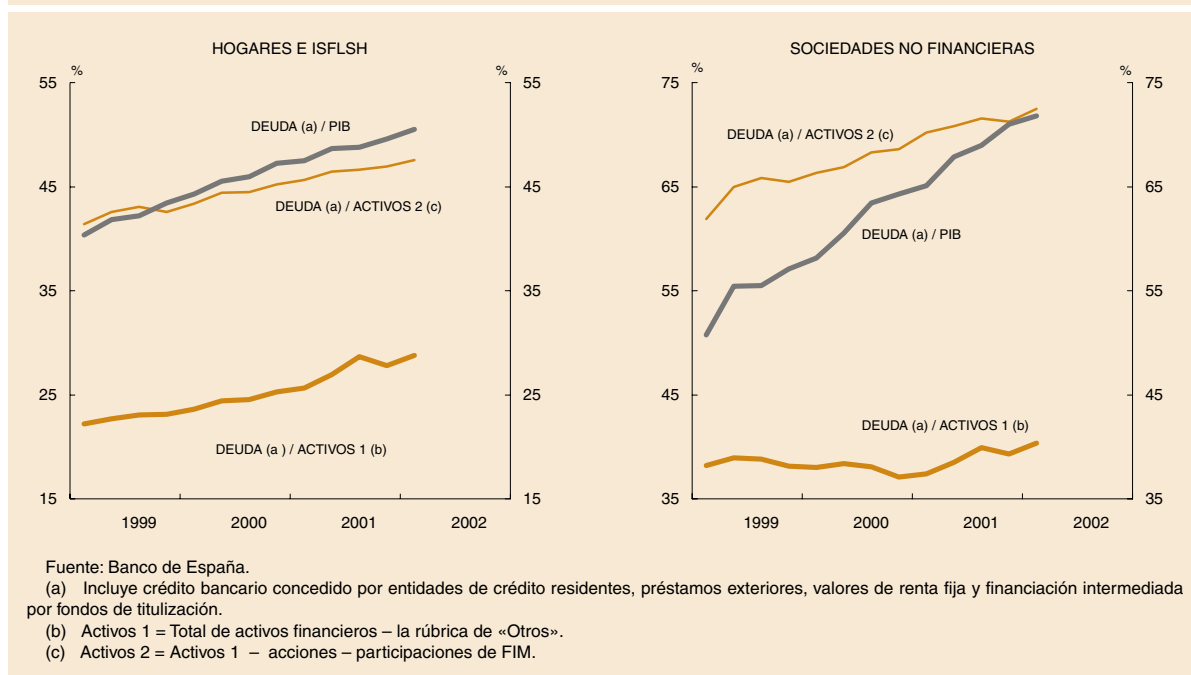
Finalmente, en relación con la situación patrimonial de las familias hay que señalar la continua reducción de los activos netos del sector como consecuencia del crecimiento de sus pasivos y la pérdida de valor de las tenencias de acciones y participaciones de fondos de inversión. La riqueza financiera neta se situó en el 115,5% del PIB, frente al 135% en el cuarto trimestre de 1999. Del mismo modo, el nivel de deuda sobre el PIB y sobre el valor de su cartera de activos más líquidos y de menor riesgo volvió a incrementarse, alcanzando el 50,5% y 47,6% respectivamente (véase gráfico 25).

5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

De enero a marzo de 2002, el saldo de las operaciones financieras de las sociedades no financieras fue similar al del mismo trimestre del año anterior (-1,8% del PIB), de forma que en términos acumulados de cuatro trimestres sus necesidades financieras netas alcanzaron el 4,4% del PIB. Como se comentó en informes anteriores, estas necesidades de financiación responden a la menor capacidad de las empresas para generar recursos internos, ya que tanto la inversión doméstica como en el exterior se han desacelerado significativamente (véase gráfico 26).

La inversión en activos financieros experimentó un ligero aumento en relación con el mismo trimestre del año anterior y se situó en el 17,9% del PIB. Este incremento se materializó, en primer lugar, en una mayor inversión en medios de pago, que alcanzó el 1,9% del PIB, si bien, la demanda de otros activos líquidos, recogidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija, se redujo considerablemente (véase cuadro 6). Además, la adquisición de acciones, cotizadas y no cotizadas, fue algo

(6) 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.

Ratios de endeudamiento


más positiva, 4,5% del PIB, frente al 4,2% del trimestre anterior. Y, finalmente, la inversión en los activos agrupados bajo la rúbrica *resto* en el cuadro 6 alcanzó el 11,5%, frente al 11,1% del trimestre anterior, como consecuencia de un volumen de crédito comercial más elevado.

Por lo que respecta a las operaciones de pasivo, las empresas no financieras aumentaron los recursos obtenidos hasta el 22,3% del PIB. La financiación obtenida a través de préstamos y valores distintos de acciones se desaceleró en su conjunto, y fue el resto de instrumentos del pasivo el que experimentó un mayor crecimiento. Los préstamos de entidades residentes y la financiación intermediada por fondos de titulización aumentaron considerablemente, 7,5% del PIB, frente al 6,8% en el trimestre anterior. La emisión de valores de renta fija continuó siendo muy reducida, 0,1% del PIB. Y fueron los préstamos del exterior los que registraron una importante desaceleración, lo que podría ser un indicio de la menor apelación a la financiación por parte de las grandes empresas. Los recursos a través de los préstamos exteriores alcanzaron el 2,8% del PIB, frente al 3,6% en el trimestre previo. De esta forma, el crecimiento interanual de la financiación concedida a las sociedades se situó en el 16,6%, lo que supone una ligera desaceleración (véase pro memoria del cuadro 6). El resto de instrumentos del pasivo empresarial experimentó un ligero aumento. Así, la emisión de acciones y otras participaciones alcanzó el 4% del PIB, concentrándose en acciones no cotizadas, y los restantes

instrumentos, incluidos en la rúbrica *resto* del cuadro 6, alcanzaron el 8% del PIB, influidos por el aumento del crédito comercial.

La información sobre la distribución del crédito de entidades residentes por actividades productivas indica que la aceleración de los préstamos se observó en todas las ramas de actividad. El principal componente, el crédito para el sector servicios, incrementó su tasa de crecimiento desde el 12,1% a finales de 2001, hasta al 13,6%. Mientras tanto, los préstamos dirigidos a la industria crecieron un 8,6% y los destinados a la construcción un 12,1%.

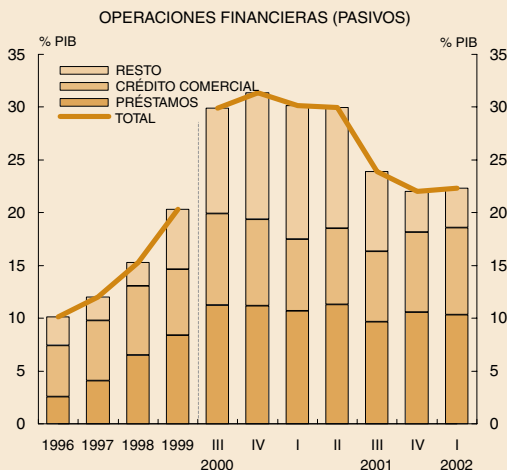
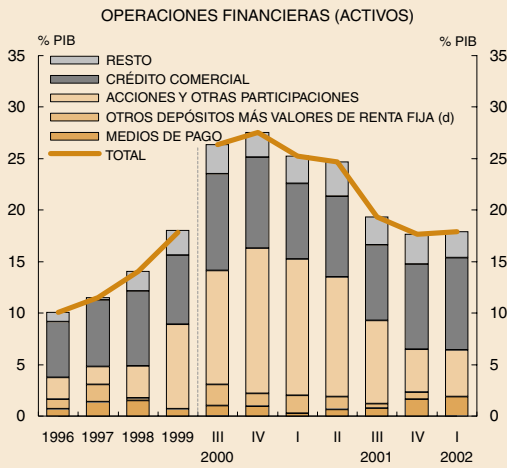
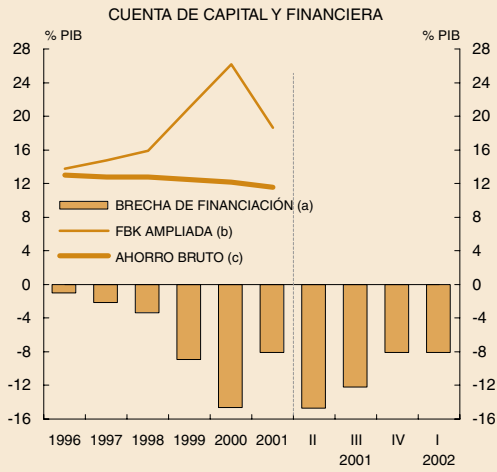
Aunque el volumen de financiación —total préstamos y valores distintos de acciones— experimentó una ligera desaceleración durante el primer trimestre de 2002, su crecimiento continúa siendo elevado en relación con el crecimiento económico. En consecuencia, el endeudamiento del sector, medido con la *ratio* de deuda sobre el PIB, se mantuvo dentro de una senda creciente, alcanzando el 71,8%. El valor de esta deuda en relación con la cartera de activos financieros de las empresas se incrementó aún más, hasta el 40,3%, dada la pérdida de valor de las tenencias de acciones.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

El saldo positivo de las operaciones financieras de las AAPP durante el primer trimestre de

GRÁFICO 26

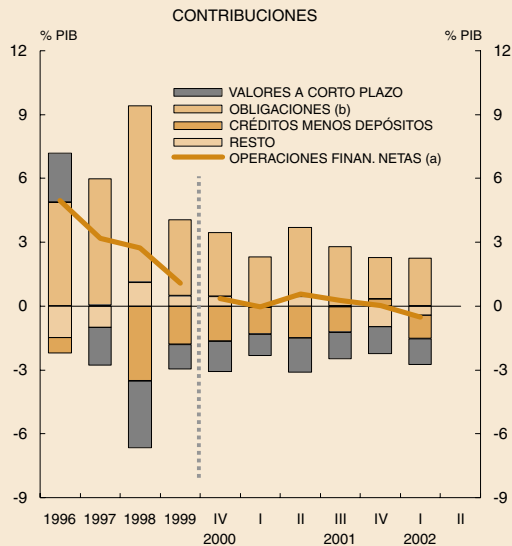
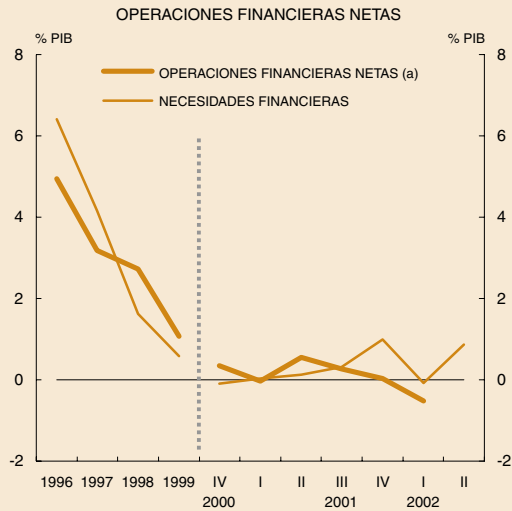
Sociedades no financieras
Datos acumulados de cuatro trimestres



Fuente: Banco de España.
 (a) Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
 (b) Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
 (c) Incluye las transferencias de capital.
 (d) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

GRÁFICO 27

Administraciones Públicas
Datos acumulados de cuatro trimestres



Fuente: Banco de España.
 (a) Cambiado de signo.
 (b) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

2002 fue más elevado que el del mismo trimestre del año anterior. En términos acumulados de cuatro trimestres, esta mejora hizo que su ahorro financiero se situara en el 0,5% del PIB (véase gráfico 27).

Durante el primer trimestre del año, el Tesoro realizó una nueva emisión de obligaciones a 15 años por valor de 5 mm de euros, de forma que, en términos acumulados de 4 trimestres, el saldo de bonos y obligaciones de las AAPP se incrementó un 2,26% del PIB, frente al 1,27% del trimestre anterior. Las emisiones de valores a corto plazo, por su parte, fueron reducidas y, acumulando cuatro trimestres, las

CUADRO 7

Operaciones financieras de la nación. Datos acumulados de cuatro trimestres

% PIB

	1998	1999	2000	2001		2002
				III TR	IV TR	I TR
Operaciones financieras netas	0,5	-1,1	-2,5	-2,0	-1,9	-1,8
Operaciones financieras (activos)	12,3	14,8	24,5	16,4	10,8	8,8
Oro y DEG	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	1,7	2,8	-0,5	-2,6	-3,8
Sistema crediticio	0,0	3,7	2,5	-0,5	-2,8	-3,3
Otros sectores residentes	3,2	-2,0	0,4	0,1	0,1	-0,6
Valores distintos de acciones	3,4	2,8	3,8	6,0	7,1	7,4
Sistema crediticio	-1,4	-0,9	-0,3	1,0	2,0	2,3
Otros sectores residentes	4,7	3,7	4,1	5,1	5,1	5,2
Acciones y otras participaciones	4,3	9,8	15,1	8,1	3,7	3,1
Sistema crediticio	0,4	0,7	1,7	0,3	-0,1	-0,4
Otros sectores residentes	3,9	9,0	13,4	7,8	3,8	3,5
Del cual:						
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>2,2</i>	<i>6,5</i>	<i>10,9</i>	<i>7,6</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>
Créditos	1,4	0,7	2,7	2,7	2,7	2,1
Sistema crediticio	0,2	-0,2	0,5	0,7	0,8	0,6
Otros sectores residentes	1,2	0,9	2,2	2,0	1,9	1,5
Operaciones financieras (pasivos)	11,8	15,9	27,0	18,4	12,7	10,6
Depósitos	5,9	4,1	6,7	5,0	2,8	1,1
Del cual:						
Sistema crediticio	5,9	4,1	6,8	5,0	2,8	1,1
Valores distintos de acciones	1,0	5,4	7,0	4,0	3,1	3,2
Sistema crediticio	0,2	0,9	0,8	0,6	0,6	0,8
Administraciones Públicas	1,0	4,3	5,7	3,0	1,6	1,7
Otros sectores residentes	-0,2	0,2	0,5	0,4	0,9	0,8
Acciones y otras participaciones	2,9	3,9	9,1	5,8	3,5	3,7
Sistema crediticio	0,1	0,3	1,7	0,4	0,5	0,2
Otros sectores residentes	2,8	3,6	7,4	5,3	3,0	3,5
Créditos	2,2	3,8	4,5	4,0	4,4	3,8
Administraciones Públicas	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Otros sectores residentes	2,1	3,7	4,4	4,0	4,3	3,7
Otros neto (a)	-0,2	-1,4	-0,3	-0,4	-1,1	-1,3

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

amortizaciones alcanzaron el 1,25% del PIB. Los recursos netos obtenidos con las emisiones contribuyeron al aumento de los depósitos (netos de préstamos) en un 1,09% del PIB. Durante el primer trimestre, además, continuó el traspaso de la cartera de deuda pública desde los inversores institucionales hacia los no residentes, cuyas tenencias de bonos y obligaciones representan ya algo más del 50% del saldo total emitido.

La información provisional correspondiente al segundo trimestre indica un nuevo incremento de los fondos obtenidos a través de valores. Las emisiones netas de bonos y obligaciones se han destinado, en menor medida, a la amortización de valores a corto plazo y, en consecuencia, el indicador de *necesidades financieras*, que recoge la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituye una aproximación al ahorro del sector, se incrementa has-

CUADRO 8

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

% PIB

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (b)
Economía nacional	-20,9	-21,6	-22,3	-20,6	-22,4	-23,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-10,8	-8,6	-8,7	-0,8	-1,7	-1,7
Sociedades no financieras	-17,1	-14,8	-16,3	-8,5	-9,3	-9,6
Hogares e ISFLSH	6,3	6,2	7,6	7,6	7,5	7,9
Instituciones financieras	6,9	4,8	6,9	5,1	4,6	3,4
Instituciones de crédito (c)	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,6	-15,4
Inversores institucionales (d)	4,6	10,7	15,0	18,4	20,7	20,7
Resto de instituciones financieras	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,6	-1,8
Administraciones Públicas	-17,0	-17,9	-20,5	-24,8	-25,2	-24,8

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 primer trimestre.
 (c) Definido según la 1ª Directiva bancaria.
 (d) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

ta el 0,87% del PIB en el segundo trimestre del año (véase gráfico 27).

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

Entre enero y marzo de 2002 el saldo de las operaciones financieras de la nación fue algo menos negativo que el del mismo trimestre del año anterior (-0,50% del PIB), de forma que las entradas de capital procedentes del exterior alcanzaron el 1,8% del PIB, en términos acumulados de 4 trimestres (véase cuadro 7). Como venía ocurriendo en los últimos trimestres, los flujos de adquisición neta de activos financieros y de pasivos exteriores continuaron reduciéndose, concentrándose, además, en aquellos instrumentos de mayor liquidez y menor riesgo, dentro del contexto de gran incertidumbre en los mercados de capitales.

La adquisición neta de activos exteriores alcanzó el 8,8% del PIB, frente al 10,8% del trimestre anterior. Tanto las entidades de crédito como los *otros sectores residentes* redujeron sus tenencias de depósitos exteriores. La inversión en valores continuó concentrándose en títulos de renta fija. Así, la adquisición de valores distintos de acciones se incrementó hasta el 7,4% del PIB, mientras que la compra de acciones fue menor, un 3,1% del PIB, frente al 3,7% del trimestre anterior. Las instituciones financieras fueron las que llevaron a cabo esta menor inversión en acciones, ya que las sociedades no financieras mantuvieron un flujo de inversión del 3,7% del PIB. De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, la inversión en el exterior con carácter permanente, inversión directa, se redujo en más de un 50% res-

pecto a la realizada en el mismo trimestre del año anterior. Y, en particular, la financiación entre empresas relacionadas experimentó una reducción más intensa que la inversión directa materializada en acciones y otras participaciones. Los préstamos concedidos por las sociedades no financieras al exterior alcanzaron el 1,5% del PIB, frente al 1,9% del año 2001.

El volumen de las operaciones de pasivo con el exterior también fue menor, 10,6% del PIB, frente al 12,7% en el trimestre anterior. Esta disminución fue el resultado, principalmente, de la menor inversión en depósitos por parte de los no residentes y de una reducción en los préstamos exteriores recibidos por las sociedades no financieras. Sin embargo, la inversión de los no residentes en valores experimentó un moderado aumento respecto al mismo trimestre del año anterior, y se materializó, de forma especial, en inversiones directas. Como resultado, el signo de los flujos de inversión directa se volvió negativo, es decir, la inversiones directas del exterior en España superaron las de España en el exterior. La última información disponible de la Balanza de Pagos, que se refiere al mes de abril, indica cierta continuidad en estas pautas.

Como resultado de las operaciones financieras con el exterior y de la evolución del precio de los activos financieros y del tipo de cambio, el saldo deudor de los activos netos exteriores experimentó un incremento. La mejora de la posición de las AAPP no compensó el deterioro de los activos netos exteriores de las instituciones de crédito (véase cuadro 8).

30.7.2002.

Patrones históricos en la evolución del tipo de interés real

Este artículo ha sido elaborado por Marta I. Manrique y José Manuel Marqués, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

El tipo de interés real constituye una variable fundamental para analizar la situación económica y orientar las decisiones de las autoridades, pues influye de modo muy relevante en las decisiones de ahorro y gasto de los agentes. En particular, esta variable resulta crucial para evaluar el tono de la política monetaria instrumentada por un determinado banco central. Sin embargo, las aproximaciones al tipo de interés real son muy diversas y, tanto en el campo teórico como en el empírico, es posible encontrar distintas formas de medirlo y valorar su trayectoria.

El concepto de tipo de interés real puede derivarse de una descomposición de la rentabilidad nominal de una inversión como la suma de la rentabilidad real requerida, la tasa de inflación esperada y una prima de riesgo que incorpora la inversión en términos reales. Por tanto:

$$i_t = r_t^* + \pi_t^e + \rho \quad [1]$$

En ausencia de bonos indicados a la tasa de inflación, el tipo de interés real representativo de una economía no es observable, por lo que suele utilizarse una aproximación mediante la diferencia entre la rentabilidad nominal de los bonos públicos y alguna medida de las expectativas de inflación. De esta forma, el tipo de interés real observado recoge, por un lado, la rentabilidad real que se obtendría al invertir en este tipo de instrumento y, por otro, la prima de riesgo vinculada a la incertidumbre de esa inversión. En consecuencia, cualquier análisis de la evolución del tipo de interés real observado requiere explicar tanto el comportamiento de factores que inciden en la determinación del tipo de interés real requerido como el de aquellos elementos que alteran la prima de riesgo.

Conceptualmente, el tipo de interés real teórico o de equilibrio debería ser la variable que ajustase las decisiones reales de ahorro e inversión de los agentes y, por tanto, estar relacionado con la tasa de ahorro de los individuos y con la productividad marginal del capital, como ponen de relieve la literatura económica y, en particular, los modelos de crecimiento económico. Por su parte, la prima de riesgo recoge la incertidumbre asociada a una rentabilidad cuyo valor real futuro no se conoce con exactitud. En la medida en que la inversión no conlle-

ve un elevado riesgo de impago (por ejemplo, un bono emitido por un estado soberano), esta prima ρ estará asociada fundamentalmente a la incertidumbre generada por la inflación. Por último, aunque tiende a aceptarse que las decisiones de política económica no alteran el nivel de los tipos de interés reales de equilibrio de una economía, las actuaciones de las autoridades públicas pueden repercutir en la prima de riesgo y, por tanto, en el tipo de interés real observado.

El presente artículo examina la evolución del tipo de interés real y analiza las variables que han podido influir en su trayectoria durante las últimas décadas en Estados Unidos y en la UEM. Para ello, en el apartado 2 se repasan los fundamentos teóricos que ofrece la literatura para explicar el tipo de interés real de equilibrio, junto con el papel que desempeñan la política fiscal y monetaria en la evolución del tipo de interés real observado. Finalmente, en el apartado 3 se presenta la evidencia empírica disponible y se analizan las principales conclusiones que pueden extraerse del tipo de interés real observado en distintas áreas geográficas.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DEL TIPO DE INTERÉS REAL DE EQUILIBRIO

El tipo de interés real de equilibrio se ha aproximado desde distintas perspectivas en la literatura económica. La mayoría de los modelos económicos utilizados interpretan esta variable como el precio que ajusta la oferta y la demanda agregada de fondos de modo permanente. Bajo este tipo de enfoque, la política monetaria o fiscal no pueden provocar alteraciones permanentes en el tipo de interés real, sino tan solo desviaciones temporales. Sin embargo, en función de la evidencia empírica reciente, cada vez se le ha prestado mayor atención a los efectos prolongados que determinadas decisiones de política económica pueden producir en el nivel medio del tipo de interés real.

2.1. Los modelos de crecimiento económico

Los modelos de crecimiento económico tratan de caracterizar las variables de las que depende la evolución a largo plazo de las variables reales de la economía. Para ello, inevitablemente, deben realizarse supuestos que simplifiquen el funcionamiento real de la economía y aislen los factores que las distintas teorías consideran fundamentales. Así, en todos estos modelos, el tipo de interés real coincide, esencialmente, con la productividad marginal que se obtiene del capital, de modo que, en una si-

tuación de equilibrio, la rentabilidad del capital debe igualarse con su coste. Si no se cumpliera esta condición de equilibrio, que proviene de la maximización del beneficio, la inversión aumentaría para obtener mayor rentabilidad, en caso de que la productividad marginal del capital fuese mayor que el tipo de interés real, o disminuiría para reducir las pérdidas, en el caso contrario.

Una de las primeras aportaciones a este tipo de modelos es la conocida como «teoría del crecimiento exógeno», establecida a partir de los trabajos de Solow (1), según la cual, los valores de equilibrio a los que tiende una economía dependen de una serie de factores que se consideran dados, como la propensión marginal al ahorro, la tasa de crecimiento de la población o el progreso tecnológico (2). Según esta teoría, el nivel de equilibrio del tipo de interés real, que garantiza el nivel de inversión suficiente para obtener la mayor producción posible de forma permanente, solo puede verse modificado ante cambios en estos factores externos. Por su parte, las denominadas «teorías de crecimiento endógeno» (3) hacen explícitos los motivos por los cuales los agentes muestran una determinada propensión marginal al ahorro y destacan el papel que factores como la elasticidad de sustitución intertemporal del consumo, la acumulación y difusión de la investigación o el tamaño de las infraestructuras públicas pueden tener en la determinación de los niveles de equilibrio de las variables y, en particular, del tipo de interés real.

Sin embargo, en un contexto de progresiva integración de los mercados de capitales no resulta fácil identificar las variables relacionadas con el tipo de interés real de una economía, ya que, en principio, un ahorrador puede elegir distintos países como destino de sus fondos y, por tanto, la rentabilidad real que exija no solo dependerá de las características de su economía, sino también de las del resto del mundo. En consecuencia, cuanto mayor sea la libertad para la movilidad de capitales, menores serán las diferencias entre el tipo de interés real de los distintos países y mayores los efectos en el tipo de interés real nacional de cambios en los fundamentos de otras economías.

(1) Véase Solow (1959) y (1969). Una revisión de la mayoría de los modelos de crecimiento puede encontrarse en Sala i Martin (1994).

(2) Las teorías presentadas en estos apartados aluden no solo a los valores de equilibrio de una economía sino también al modo en que se converge hacia estos valores. No obstante, dado el objetivo de caracterizar el tipo de interés real de equilibrio, el apartado se limitará a presentar los elementos que determinan el valor alcanzado en una situación de equilibrio.

(3) Véanse Rebelo (1991) y Barro (1990).

2.2. El papel de la política económica

Bajo la mayoría de las teorías presentadas en el anterior apartado, el papel de la política monetaria o fiscal se limita a responder ante las perturbaciones temporales que afectan a una economía y con el fin de permitir que esta retorne a sus valores de equilibrio. En particular, esta función estabilizadora resulta evidente en el caso de la política monetaria, la cual, normalmente, gestiona el tipo de interés real de corto plazo para modular la evolución de la demanda agregada de forma compatible con el objetivo de alcanzar la estabilidad de los precios al ritmo que se considere deseable. Sin embargo, el efecto estabilizador de un determinado nivel del tipo de interés real dependerá de cuál sea su valor en equilibrio. Esta forma de interpretar las decisiones de política monetaria es la que subyace en la llamada regla de Taylor (4), que caracteriza la desviación entre el tipo de interés real de corto plazo establecido por el banco central y el tipo de interés real de equilibrio, en función de las desviaciones del crecimiento económico y la inflación respecto a sus valores de equilibrio.

Sin embargo —como se comentará en la siguiente sección—, numerosos episodios han demostrado que los efectos de determinadas decisiones de política económica pueden ejercer efectos persistentes en el tipo de interés real observado. De hecho, el diseño de la toma de decisiones de política monetaria y la forma de comunicar estas a los agentes pueden modificar las expectativas de inflación de los individuos y la incertidumbre en torno a esas expectativas. Por ejemplo, existen numerosos estudios empíricos que muestran una clara relación entre el grado de independencia del banco central y el nivel medio y la variabilidad de la inflación de la economía. En un contexto institucional en el que el banco central es poco independiente, parece probable que la prima de incertidumbre originada por la mayor volatilidad de los precios (el factor ρ en la ecuación [1]) produzca, en última instancia, un tipo de interés real observado superior al de equilibrio.

Tampoco las finanzas públicas deberían influir, en principio, en las decisiones de ahorro e inversión de los individuos y, por tanto, no tendrían por qué afectar al tipo de interés real. El razonamiento implícito en esta afirmación reside en que los individuos deberían percibir el comportamiento del sector público de forma intertemporal y asumir que políticas fiscales más expansivas deberían ser contrarrestadas con políticas fiscales más contractivas en el futuro. Por tanto, sus decisiones no deberían verse in-

fluidas por la evolución del saldo observado de las finanzas públicas. Sin embargo, este argumento —que se denomina equivalencia ricardiana— se basa en determinados supuestos que pueden no cumplirse. En particular, la asimetría entre los horizontes temporales del gobierno y los individuos, y las distorsiones que originan algunos esquemas impositivos pueden afectar a los valores de equilibrio de la economía y, por tanto, al nivel medio del tipo de interés real. De hecho, una mayor indisciplina fiscal por parte de los gobiernos tiende a provocar incrementos tanto en el tipo de interés real de equilibrio como en la prima de riesgo vinculada con la inflación.

3. EVIDENCIA EMPÍRICA Y HECHOS ESTILIZADOS

Esta sección pretende destacar los factores más relevantes que han podido afectar a la evolución de los tipos de interés reales en Estados Unidos, Alemania y España en las últimas décadas. Para ello, se calcula para las tres áreas un tipo de interés real, aproximado por la diferencia entre el tipo de interés interbancario a 3 meses y la tasa de inflación interanual observada (5). La elección de un tipo de interés a corto plazo, en lugar de uno a largo plazo, más vinculado con las decisiones de gasto de los agentes, se debe a las dificultades existentes a la hora de medir correctamente las expectativas de inflación a largo plazo y a la utilización del corto plazo en la mayor parte de las evaluaciones del tono de la política monetaria mediante reglas de Taylor.

En el cuadro 1 puede observarse cómo el nivel de los tipos de interés reales ha sido muy diferente a lo largo de los últimos cuarenta años. Sin embargo, existen ciertas pautas comunes en la evolución media de los tipos de interés reales entre las distintas áreas geográficas. En particular, en todos los países analizados se observan niveles reducidos en los tipos de interés reales durante la década de los setenta, un sustancial incremento de los mismos en los ochenta, para, finalmente, presentar una paulatina moderación a lo largo de la última década, en la cual, además, se aprecian unos niveles medios de los tipos de interés muy similares entre los distintos países.

Los argumentos teóricos expuestos en el anterior apartado indican que debería existir

(4) Véase Taylor (1999).

(5) Este tipo de interés real se denomina frecuentemente tipo de interés real *ex-post*. En plazos tan cortos y al analizar medias históricas de períodos extensos no debería diferir sustancialmente del tipo de interés real *ex-ante*, es decir, el calculado sobre la base de las expectativas de inflación.

CUADRO 1

Tipos de interés y fundamentos (a)

%

	Nominal a corto plazo	Inflación	Real a corto plazo	Ahorro bruto de sector privado (b)	Déficit estructural medio (b)	Productividad media del capital (c)	Crecimiento real
ESTADOS UNIDOS:							
1970-2001	7,2	5,1	2,1	18,3	-2,4	0,39	3,1
1970-1980	8,0	7,9	0,1	20,2	-2,1	0,37	3,0
1981-1993	8,4	4,7	3,7	19,5	-4,5	0,39	2,8
1994-2001	5,2	2,8	2,4	15,4	-0,6	0,41	3,6
Primer trimestre 2002	1,9	1,5	0,4	—	—	—	1,9
ALEMANIA:							
1970-2001	5,9	3,2	2,7	20,8	-2,2	0,29	2,3
1970-1980	7,0	5,1	1,9	20,4	-2,4	0,29	3,4
1981-1993	6,9	2,8	4,2	21,0	-2,0	0,28	1,9
1994-2001	3,8	1,7	2,1	20,9	-2,4	0,28	1,7
Primer trimestre 2002	3,3	1,8	1,5	—	—	—	-0,2
ESPAÑA:							
1970-2001	11,4	8,6	2,8	21,5	-2,7	0,37	3,1
1970-1980	14,3	14,6	-0,3	22,4	-0,8	0,42	3,5
1981-1993	14,3	7,9	6,4	21,1	-4,5	0,36	2,5
1994-2001	5,6	3,2	2,4	21,1	-2,9	0,34	3,3
Primer trimestre 2002	3,4	2,7	0,7	—	—	—	2,1

Fuentes: Banco de España y AMECO.
(a) Medias de datos anuales.
(b) En porcentaje del PIB.
(c) Aproximada por el cociente entre el PIB y el *stock* de capital.

una clara relación entre el tipo de interés real y las variables fundamentales que determinan el nivel de inversión de una economía, es decir, la tasa de ahorro y la productividad marginal del capital. En función de la información presentada en el cuadro 1 esta relación no parece obvia, ya que, a pesar de un comportamiento bastante estable de las tasas de ahorro —con la excepción del caso americano durante la última década— y de la productividad media del capital, el tipo de interés real ha presentado importantes cambios entre los períodos considerados, que podrían estar vinculados a los efectos que la política económica ha producido en el tipo de interés real.

En particular, los elevados tipos de interés reales observados durante la década de los ochenta pueden deberse a los desequilibrios provocados por el tono relajado de la política monetaria y las elevadas tasas de inflación originadas durante la década de los setenta (véase gráfico 1), que incrementaron la prima de riesgo inflacionista. Sin embargo, el giro en el tono de la política monetaria en todos los paí-

ses y la consecución de unas tasas de inflación más moderadas deberían haber propiciado una paulatina reducción en el tipo de interés real, que no se produjo a lo largo del período (véase gráfico 2). El motivo de esta persistencia en el tipo de interés real puede encontrarse en el efecto que tuvo un comportamiento expansivo de la política fiscal de la mayoría de las economías, como demuestra, en el cuadro 1, el cambio medio en el déficit público estructural durante esos años.

Durante la última década, la moderación de las tasas de inflación, junto con un intenso proceso de disciplina fiscal, propiciaron una disminución en la prima de riesgo y, como consecuencia, el tipo de interés real se aproximó a sus niveles medios históricos. Sin embargo, la intensidad de este fenómeno no fue completamente homogénea en todos los países, debido a la incidencia en el tipo de interés real de factores específicos de cada área.

En el caso de Estados Unidos, se observan dos fenómenos que probablemente hayan ori-

GRÁFICO 1

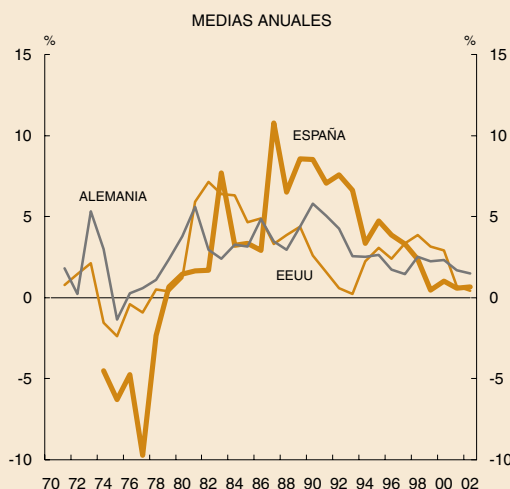
Inflación interanual observada



Fuente: Banco de España.
 (a) Los periodos considerados en el cálculo de las medias son: 1970-80, 1981-93 y 1994-2001.
 (b) Las bandas de confianza son dos veces la desviación típica.

GRÁFICO 2

Tipos de interés reales a corto plazo (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) La inflación considerada en el cálculo de los tipos reales es la tasa interanual del índice de precios de consumo.

ginado modificaciones en el tipo de interés real de equilibrio. Por un lado, la tasa de ahorro privado disminuyó significativamente respecto de los niveles observados históricamente y, por otro, la implementación y difusión de nuevas tecnologías pudieran alterar los patrones productivos. En consecuencia, la productividad media y el crecimiento del stock de capital durante esa década fueron superiores en Estados Unidos a sus medias históricas, lo que pudo contribuir a moderar la reducción del tipo de interés real provocado por la adopción de políticas económicas más orientadas a la estabilidad macroeconómica. Por otra parte, este efecto ha podido afectar al resto de las economías, debido a que la escasez de fondos que produjo la caída de la tasa de ahorro privado en Estados Unidos fue compensada por la fuerte afluencia de capitales extranjeros, favorecida por la creciente integración del mercado de capitales.

Por su parte, durante la segunda mitad de la década de los noventa, los países europeos se han visto influidos por el proceso de convergencia ligado a la creación de la Unión Económica y Monetaria. Este proceso ha implicado para muchos países, como España, un cambio radical en las expectativas de los individuos respecto de la inflación y la gestión de la política económica, lo que ha dado lugar a una reducción significativa de las primas de riesgo implícitas en los tipos reales. Así, se observa que el diferencial de más de dos puntos porcentuales que mostraban los tipos reales de la economía española frente a Alemania en la década de los

ochenta ha desaparecido en el período más reciente. Por último, el nivel alcanzado por el tipo de interés real durante el primer trimestre de 2002 refleja el tono relativamente relajado con el que la política monetaria, tanto en Estados Unidos como en la UEM, ha tratado de paliar los efectos de la brusca desaceleración iniciada a finales de 2000.

En definitiva, la evidencia presentada pone de manifiesto que el tipo de interés real durante las últimas décadas muestra una pauta relativamente similar entre las principales economías desarrolladas, que se ha acentuado en los últimos años con el incremento de los flujos de capitales internacionales. Esta trayectoria global de los tipos de interés reales parece reflejar, en gran medida, la evolución de las políticas económicas, que han adquirido un mayor rigor en los últimos años. Al mismo tiempo, el fenómeno de la nueva economía podría haber inducido un cierto incremento en el tipo de interés de equilibrio a ambos lados del Atlántico, como consecuencia de la mayor productividad del capital

en Estados Unidos y la consiguiente afluencia a ese país de fondos del resto del mundo.

24.7.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- BARRO, R. (1990). «Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth», *Journal of Political Economy*, 98, nº 5, pp. 103-125.
- REBELO, S. (1991). «Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth», *Journal of Political Economy*, 99, nº 3, pp. 500-521.
- SALA I MARTIN, X. (1994). *Apuntes de crecimiento económico*, Antoni Bosch (editor).
- SOLOW, R. M. (1956). «A Contribution to the Theory of Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 70, pp. 65-94.
- (1969). «Investment and Technical Change», en Kenneth J. A. *et al.* (eds.), *Mathematical Methods in the Social Sciences*, Palo Alto, Stanford University Press.
- TAYLOR, J. B. (1999). *Monetary Policy Rules*, University Chicago Press.

Hacia la convergencia a través de la integración. Un análisis comparado entre Europa y América Latina

Este artículo ha sido elaborado por E. Alberola y S. Fernández de Lis, de Asuntos Internacionales, y por A. Buisán, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

Durante la última década se han producido importantes avances en la integración económica tanto en Europa como en América Latina. Los países periféricos o menos desarrollados han tendido a ver estos procesos como una garantía para alcanzar la convergencia real con países más desarrollados. En realidad, la experiencia muestra que aunque la integración suele ser un importante catalizador en los procesos de convergencia real, no es una condición suficiente. Por otro lado, la apertura de la balanza comercial y de capital genera un incremento de la vulnerabilidad de estas economías, por lo que la integración solo llevará a la convergencia en la medida en que vaya acompañada de otros elementos: estabilidad macroeconómica y un entorno estructural adecuado.

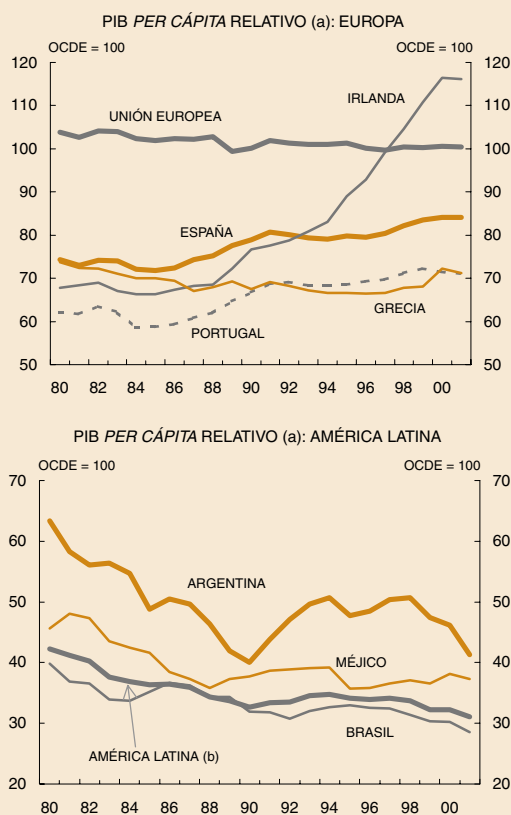
Los procesos de integración en la Unión Europea y en América Latina presentan algunas similitudes y bastantes diferencias. En particular, Europa ha establecido una densa e imbricada estructura institucional, de gran solidez, que ha sostenido y afianzado todo el proceso, algo de lo que carece América Latina. También los resultados, en términos de convergencia real, varían entre ambas áreas, pues, como se observa en el gráfico 1, en contraste con la periferia europea —término que trata de agrupar a aquellos países que se incorporaron a la UE en una etapa posterior y que tenían cierto retraso, en relación con los países centrales, en términos de *PIB per cápita* y estabilidad nominal—, los países latinoamericanos, sin duda lastrados por la inestabilidad financiera de los últimos años, no han podido converger en términos de renta *per cápita* con los países desarrollados.

El presente artículo trata de examinar las experiencias de ambas áreas, que, pese a sus diferencias, no dejan de ofrecer enseñanzas interesantes, sobre todo para América Latina, ya que el grado de integración en Europa se encuentra en un estadio mucho más avanzado. Tras describir brevemente la evolución reciente a uno y otro lado del Atlántico, se resumen en la última parte del artículo las principales conclusiones de la comparación.

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0213, titulado *The quest for nominal and real convergence through integration in Europe and Latin America*.

GRÁFICO 1

Europa y América Latina: convergencia real



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

- (a) El PIB está calculado en paridad del poder de compra.
- (b) Comprende 16 países de la zona latinoamericana.

de un mercado común y la consecución del libre movimiento de capitales y personas, que, para ser viable, requería una coordinación macroeconómica —en primer lugar, de los tipos de cambio— y una convergencia nominal. Después, la idea de mercado libre quedó fuertemente enraizada en la cooperación, como un objetivo cada vez más ambicioso para contribuir al fortalecimiento de la integración europea, lo que ha hecho que la Unión Europea se haya convertido en mucho más que una zona de libre comercio y de coordinación de políticas económicas. Para llevar a cabo este ambicioso programa, se estableció un entramado institucional y jurídico detallado y complejo, capaz de formular una normativa vinculante, al que se ha transferido la soberanía total o parcial de algunas materias [véase Van Bergeijk *et al.* (2000)]. Este hecho confiere a la Unión Europea un fuerte apoyo institucional y una solidez estructural que aseguran los progresos realizados y dificulta la vuelta atrás. En el largo proceso de integración, el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999 puede considerarse como un hito en el proceso de transferencia de soberanía desde las esferas nacionales.

A través de los años, Europa se ha servido de numerosos instrumentos y procedimientos para conseguir un entorno macroeconómico estable, necesario para avanzar en el proceso de integración económica: restricciones cambiarias, criterios de convergencia para acceder a la tercera fase de la UEM, normativa para sustentar la estabilidad de precios y otros mecanismos institucionales para alcanzar y mantener políticas fiscales saneadas.

2. LA EXPERIENCIA EUROPEA (CON ESPECIAL REFERENCIA A LOS PAÍSES DE SU PERIFERIA)

La introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002 ha marcado un hito en el proceso de integración monetaria europea, cuyo paso más decisivo se dio tres años antes, en enero de 1999, con la creación del euro y el establecimiento de una política monetaria única. No obstante, el éxito de este proceso se ha alcanzado a través de un camino largo y, a veces, difícil. De hecho, se ha tardado más de cuarenta años desde la formación de la Comunidad Económica Europea hasta la creación del euro, y el proceso ha sufrido algunas crisis importantes que han dificultado su avance.

A comienzos de los años cincuenta, los terribles acontecimientos de la guerra mundial recién finalizada propiciaron la necesidad de cooperación entre los países europeos. Unos años más tarde, el proceso de integración europea comenzó teniendo como objetivos la creación

En la experiencia europea se pueden destacar dos momentos particulares en los que los avances en la estabilidad macroeconómica impulsaron el proceso de integración. El primero, a mediados de los años ochenta, cuando Francia decidió dar prioridad a un tipo de cambio estable frente al marco alemán y, por lo tanto, a la estabilidad de precios, que era el principal objetivo de política económica de Alemania. El segundo, a mediados de los años noventa, cuando los países de la periferia europea, tras una grave crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME), realizaron importantes avances en la consecución de la estabilidad macroeconómica, condición indispensable para pertenecer a la zona del euro (véase gráfico 2). Estos países tuvieron que adoptar las pautas de comportamiento impuestas por la integración europea desde un punto de partida muy alejado y en un entorno muy exigente, ya que ingresaron en la UE en un momento en que el proceso de integración se estaba acelerando, sobre todo en el ámbito mo-

netario. A pesar de estas dificultades, una serie de factores impulsaban vigorosamente la voluntad de integración en este grupo de países. En particular, tenían un fuerte incentivo para alcanzar y mantener la estabilidad, ya que su progreso económico se había visto limitado, tradicionalmente, por su propensión a los desequilibrios, lo que había generado, cada cierto tiempo, crisis y retrocesos. Por el mismo motivo, eran los que más tenían que ganar de las tasas de inflación bajas y estables que se suponía que traería consigo la UEM, mientras que los países que habían formado el núcleo, y que habían logrado alcanzar la estabilidad de precios por ellos mismos, contaban, desde ese punto de vista, con menos estímulos (aun cuando, en su caso, existían otros incentivos para pertenecer a la UEM, relacionados, sobre todo, con la profundización del Mercado Único). Asimismo, cabe señalar que, en el proceso de integración de los países de la periferia, la emulación generó nuevos impulsos para aplicar las políticas económicas adecuadas. Entre los países europeos, el precio de la indisciplina aumentó de forma manifiesta a medida que un número cada vez mayor de países alcanzaba la estabilidad nominal. En el período previo al establecimiento de la UEM, el temor que, desde un punto de vista político, suponía «quedarse retrasado» también fue un estímulo positivo para algunos países periféricos.

A pesar de que el proceso de integración de los mercados hizo cada vez más necesario avanzar en las reformas estructurales, solo en los últimos años se ha progresado significativamente en este campo. La voluntad de establecer condiciones propicias para la competencia dentro del mercado común, de armonizar las legislaciones nacionales para garantizar su buen funcionamiento y la creación del Fondo Social Europeo ya fueron objetivos previstos en el Tratado de Roma (1958). No obstante, el progreso en estas áreas ha sido muy lento, a pesar de la voluntad política reflejada en el Libro Blanco sobre el mercado interior, presentado por la Comisión en 1985, el Acta Única Europea, que entró en vigor en 1987 y, por último, el Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht en 1992. Los últimos avances en la potenciación del marco estructural están relacionados con la creación de la Unión Monetaria, que, además de suponer la aplicación de una política monetaria única en los países que han adoptado el euro, ha promovido una mayor coordinación de otras ramas de la política económica que permanecen bajo la soberanía nacional y que se han convertido en los principales instrumentos para garantizar un adecuado funcionamiento del mercado único y de la Unión Monetaria. Esta coordinación se ha materializado en la adopción, por parte de cada Estado

GRÁFICO 2

Europa: estabilidad macroeconómica

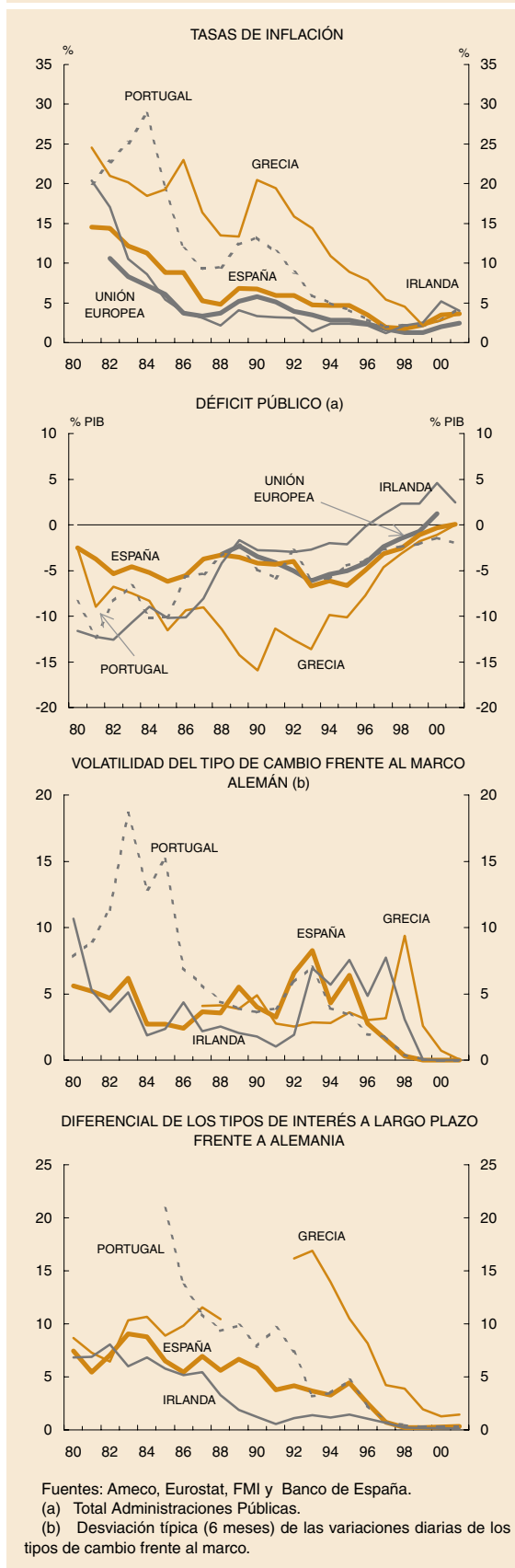
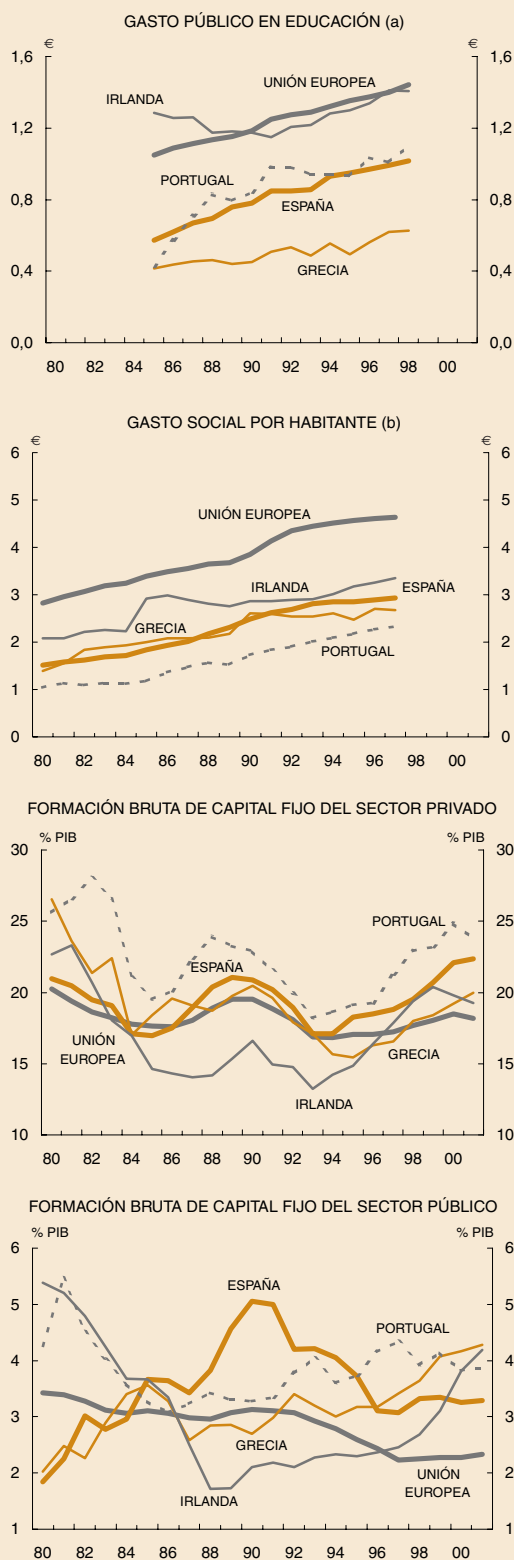


GRÁFICO 3

Europa: marco estructural



Fuentes: Eurostat, Ameco, FUNCAS, OCDE y Banco de España.
 (a) *Ratio* sobre la población de 16 a 64 años. Miles de euros en paridad de poder de compra.
 (b) Miles de euros en paridad de poder de compra.

miembro, de objetivos en materia de política fiscal y de reformas estructurales, y en la supervisión de su cumplimiento a través de un proceso conjunto de seguimiento de los avances realizados. El principal instrumento de coordinación lo constituyen las denominadas Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE), que se establecen anualmente, y se complementan, en el ámbito fiscal, con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y con los informes sobre la marcha de las reformas en los mercados de bienes, trabajo y capitales.

No obstante, a pesar de la mejora experimentada en el marco estructural en Europa, en especial en los países periféricos, tal como recoge la evolución de algunos indicadores, parece necesario avanzar más en este terreno para incrementar el producto potencial y mejorar la capacidad del área para hacer frente a las perturbaciones [véanse gráfico 3 y Banco de España (2001)]. En efecto, la zona del euro presenta tasas de crecimiento relativamente bajas de la producción y de la productividad y un nivel comparativamente reducido de innovación, especialmente en comparación con Estados Unidos. El modelo europeo se caracteriza por un alto grado de cohesión social, pero requiere posiblemente potenciar la flexibilidad y capacidad de innovación. Los procesos de ajuste en los mercados de trabajo y productos son, tradicionalmente, lentos y dilatados, por lo que avanzar en su flexibilidad se convierte en un aspecto de gran relevancia, especialmente tras la adopción de la moneda única, dado que ya no es posible el ajuste a través de los tipos de cambio. En este contexto, la necesidad de fomentar la competencia para beneficiarse del proceso de integración se ha utilizado, en algunos países, con el fin de lograr el consenso social para poner en práctica las medidas estructurales. Además, en los distintos países de Europa se han introducido numerosas medidas para mejorar el entorno competitivo, en consonancia con los planes previstos en las directivas comunitarias.

Como puede observarse en el gráfico 1, los países cuyo proceso de desarrollo estaba más atrasado han tendido, por lo general, a converger en términos del PIB *per cápita* con la media de la UE en los últimos 20 años, aunque el progreso ha sido desigual, con desviaciones frecuentes, y los resultados finales difieren de unos países a otros. En esta fase de progreso, la integración ha impulsado la convergencia real, pero esta no ha sido el resultado automático de aquella. Si bien los avances en la integración y el marco institucional correspondiente fueron muy útiles, los objetivos de convergencia real y nominal solo se lograron cuando se adoptaron y aplicaron las políticas macroeconó-

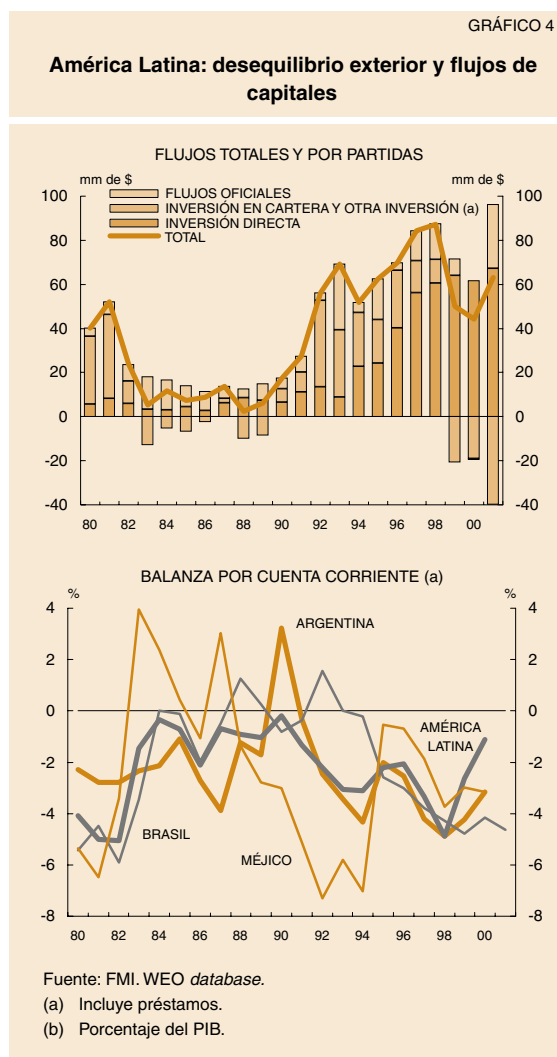
micas orientadas a la estabilidad, junto con determinadas medidas encaminadas a aumentar la flexibilidad de los mercados.

3. EL PROCESO DE INTEGRACIÓN EN AMÉRICA LATINA

El reciente proceso de integración en América Latina no puede separarse de los profundos cambios en las políticas económicas acaecidos al final de los años ochenta, tras la crisis de la deuda que aquejó a las economías de esta zona durante esa década. Los programas de apertura y de reforma y estabilización económica se extendieron por la región paulatinamente e impulsaron la integración económica, tanto en el ámbito comercial como en el financiero.

Como consecuencia de la mayor integración comercial, América Latina se convirtió, en los años noventa, en la región exportadora más dinámica, tras el Este Asiático, aunque el grado de apertura, sobre todo en los países de MERCOSUR, sigue siendo reducido. Las dos principales iniciativas de integración han sido la creación de MERCOSUR en 1991 y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, conocido como NAFTA, en sus siglas inglesas, en 1994. Ambos difieren en su ambición y carácter: MERCOSUR es un mercado común entre países de similar desarrollo, mientras que NAFTA es un área de libre comercio en lo que constituye uno de los pocos ejemplos de integración Norte-Sur. No obstante, ninguno se beneficia de un marco institucional muy sólido, pues no existe siquiera un ente común de resolución de disputas y solo en MERCOSUR existe una posición negociadora común frente al exterior. En cualquier caso, aunque persisten visiones divergentes sobre la geometría, profundidad y naturaleza de la integración regional, el empeño por una integración comercial más amplia se mantiene, como muestra el compromiso de lograr un Acuerdo de Libre Comercio de las Américas (ALCA) para 2005 o el desarrollo de acuerdos comerciales de algunos países, como Chile o México, con la Unión Europea.

En el ámbito financiero, durante la década de los noventa se registró en América Latina un profundo proceso de integración en los mercados internacionales de capitales. El drástico incremento de las entradas de capital supuso un cambio estructural considerable y permitieron cubrir con holgura los déficit por cuenta corriente de la región, tal como puede observarse en el gráfico 4. En los primeros años predominaron los flujos de cartera (acciones y bonos) y, más tarde, la inversión directa exterior adquirió una gran importancia, ayudada por un proceso paralelo de privatizaciones. La magnitud de los

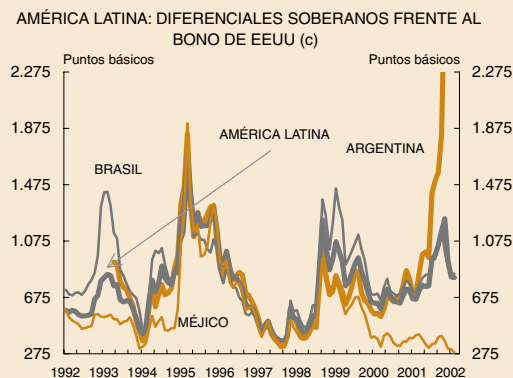
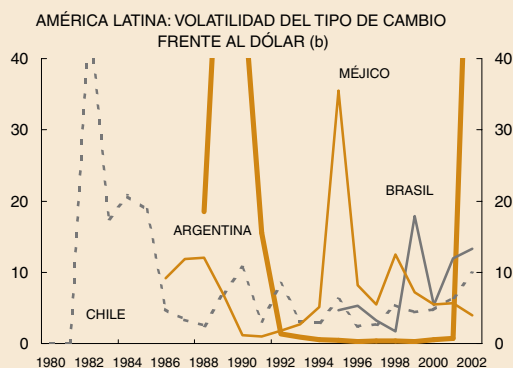
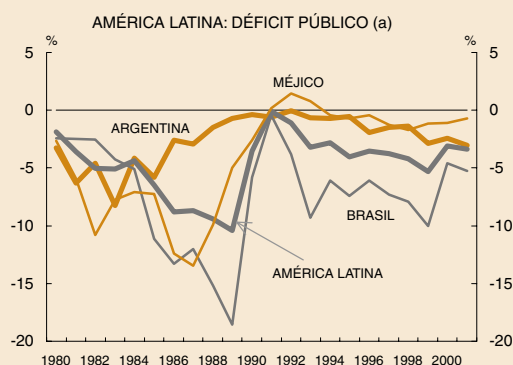
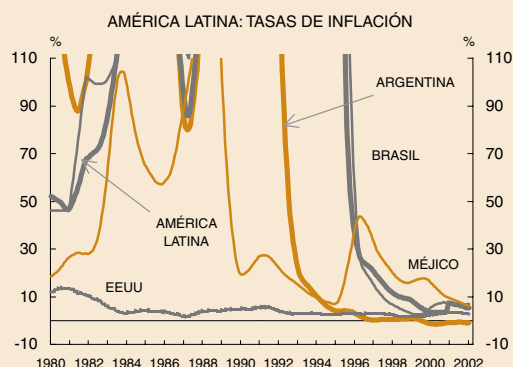


flujos contribuyó, entre otros factores, a aumentar la vulnerabilidad de los países latinoamericanos, los cuales dependen fuertemente de la financiación externa. Todo ello desencadenó un vivo debate en la región sobre la secuencia óptima de la liberalización de la cuenta de capital. La evidencia apunta a que, para cosechar todos los beneficios derivados de la liberalización y atenuar la vulnerabilidad de unos flujos de capitales volátiles, es esencial, ante todo, establecer un sistema financiero nacional sólido y desarrollado.

Los programas de reforma y estabilización aplicados en los años noventa contribuyeron a una mejora sustancial del entorno macroeconómico en la mayor parte de la región, como puede observarse en el gráfico 5. Los avances en la estabilidad de precios han sido especialmente notables y se consiguieron, en la mayoría de los casos, vinculando los tipos de cambio a una moneda de referencia, aunque, desde la segunda mitad de la década de los años noventa, gran parte de estos tipos de cambio fijos se han abandonado. Gracias a los avances consecui-

GRÁFICO 5

América Latina: estabilidad macroeconómica



Fuentes: FMI y JP Morgan.

(a) Gobierno central. Porcentaje del PIB.

(b) Desviación típica (6 meses) de los cambios diarios en el tipo de cambio frente al dólar.

(c) Diferenciales soberanos derivados del índice EMBI.

dos en términos de estabilidad de precios ha sido posible, en muchos casos, adoptar posteriormente regímenes con objetivos directos de inflación gestionados por bancos centrales autónomos, que, a pesar de las dificultades inherentes a este tipo de regímenes en países emergentes, se pueden considerar, en general, bastante exitosos. Se observa también una toma de conciencia creciente acerca de la necesidad de disciplina presupuestaria para mejorar la estabilidad general, aun cuando sigan existiendo ciertos obstáculos para el control del gasto, sobre todo en fases de expansión. Así, pese a estos esfuerzos y a los avances realizados, la política fiscal ha mostrado tradicionalmente un comportamiento procíclico, debido a la volatilidad de los ingresos, la rigidez de los gastos y las dificultades de financiación que suelen aparecer en las fases bajas del ciclo y que tienden a obligar a drásticos ajustes fiscales en el momento menos oportuno. La experiencia indica que la disciplina presupuestaria tiende, en último término, a estimular el potencial de crecimiento, mediante la reducción de la prima de riesgo de la economía y, además, que es esencial una distribución razonable de los esfuerzos a lo largo del ciclo.

Estos progresos en la estabilidad monetaria y presupuestaria no han sido óbice para un elevado grado de inestabilidad financiera. El incremento de los flujos de capitales se tradujo en una expansión económica, en la sobrevaloración del tipo de cambio y, en algunas ocasiones, en cierta relajación de las políticas económicas, así como en la pérdida de impulso de las reformas, en un momento en el que los desequilibrios estructurales se acumulaban. Estos factores están en el origen de la serie de crisis financieras que se sucedieron en América Latina a partir de 1994. Aunque en algunos casos el detonante se situó en otras regiones, como Asia o Rusia, tales crisis tuvieron un caldo de cultivo en la propia vulnerabilidad intrínseca de la región. Un factor profundamente arraigado que explica esta vulnerabilidad es la reducida tasa de ahorro, muy por debajo de otras economías emergentes, como las asiáticas (véase el gráfico 6), y claramente insuficiente para cubrir las considerables exigencias de financiación necesarias para sostener el proceso de desarrollo. La brecha financiera, además, se debe financiar en moneda extranjera, con unos altos diferenciales de tipos de interés y vencimientos muy cortos, debido a la prima de riesgo que exigen los mercados financieros internacionales. Esto hace que las economías de la región sean muy vulnerables a depreciaciones rápidas del tipo de cambio y a interrupciones en los flujos de capitales a la región. En cualquier caso, esta sensibilidad a las condiciones de los mercados financieros internacionales supone que

ha de realizarse un esfuerzo adicional y sostenido para lograr el nivel más elevado posible de disciplina económica, de manera que se reduzcan las primas de riesgo y, en último término, la vulnerabilidad de la economía.

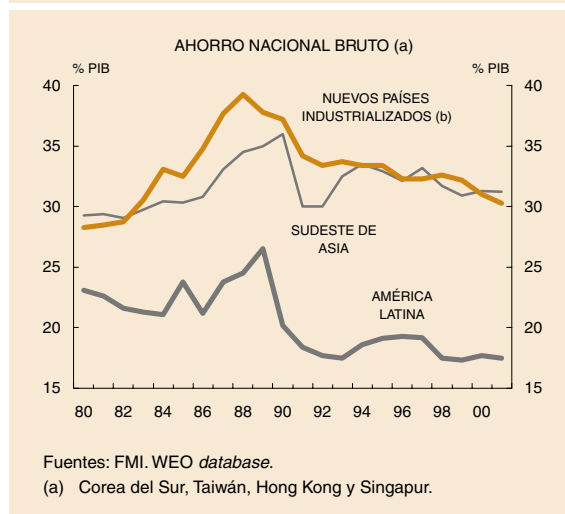
Las reformas en América Latina han sido de gran alcance y han abarcado prácticamente todo los ámbitos de la actividad económica. La liberalización económica ha sido el motor principal de este proceso y se han aprobado leyes y regulaciones que permiten el buen funcionamiento de los principios de mercado. Uno de los componentes más visibles de la estrategia para reorganizar el aparato del Estado, simplificar las actividades del sector público y aumentar la eficiencia ha sido el recurso a las privatizaciones. Sin embargo, en la práctica, persisten numerosas dificultades para aplicar con eficacia los principios de mercado. En los últimos tiempos, además, se está materializando en algunos países de la región un riesgo adicional: el retroceso del marco regulador y, en algún caso, la conculcación de los derechos de propiedad. Este hecho es preocupante, pues, al debilitar la confianza, aumentan adicionalmente las primas de riesgo e inciden de forma negativa sobre la actividad económica, así como sobre las expectativas.

El sistema financiero de América Latina también ha experimentado un cambio radical. Hay que destacar la eliminación de los controles sobre los tipos de interés, la adopción de criterios internacionales de supervisión y el proceso de privatización bancaria, que han incrementado el nivel de bancarización de la economía. También se han ampliado los mercados monetarios y de capitales nacionales, que, no obstante, siguen siendo relativamente pequeños. Esta evolución ha sido positiva, si bien aún queda un largo camino por recorrer para lograr un nivel satisfactorio de desarrollo financiero, que estimule el ahorro y permita una mejor intermediación de los recursos, lo que reduciría la vulnerabilidad frente al entorno exterior. Hay que realizar también un esfuerzo en lo que se refiere a la inversión pública en infraestructuras y en capital humano, así como en las reformas fiscales que eleven la base imponible y mejoren la gestión de los recursos. El mercado de trabajo es el ámbito donde las reformas proceden a un ritmo más lento, en parte por las dificultades inherentes a la pronunciada dualidad entre los sectores formales e informales que persiste en el área.

A pesar de todos estos cambios, apenas se ha avanzado en la convergencia real, y la persistente vulnerabilidad de la región a las crisis financieras ha puesto en peligro el objetivo de conseguir una senda de crecimiento sostenido.

GRÁFICO 6

Regiones emergentes: ahorro nacional



Tampoco se ha progresado lo suficiente en términos de competitividad, entendida en sentido amplio. No obstante, los ejemplos de Chile (donde las reformas fueron más tempranas) o México (donde fueron más intensas) muestran que los países más exitosos han sido aquellos que han aplicado las políticas de estabilidad y las reformas estructurales e institucionales de manera más perseverante.

4. CONCLUSIONES: AMÉRICA LATINA FRENTE A LA EXPERIENCIA DE LA PERIFERIA EUROPEA

De la comparación de las experiencias de integración en Europa y América Latina se deduce que, aunque algunos aspectos del proceso de integración y convergencia presentan ciertas analogías, otros específicos del caso europeo son difícilmente aplicables a otras regiones. Estas diferencias son particularmente pronunciadas en lo que se refiere al marco institucional: mientras que en Europa un sólido marco legal supranacional ha ayudado a consolidar los progresos realizados —al precio obviamente de una transferencia de soberanía significativa al nivel supranacional—, en América Latina, al no existir un marco legal e institucional comparable, los países necesitan un impulso político fuerte, decidido y continuo hacia la integración, la estabilidad y las reformas.

Hay diferencias importantes también entre Europa y América Latina en la secuencia de la integración comercial, la convergencia nominal y las reformas estructurales. Mientras que en Europa, en general, la integración comercial fue primero, la convergencia nominal después y las

reformas estructurales se abordaron más recientemente —aunque con un grado de solapamiento considerable y con una pauta poco uniforme, derivada de la propia endogeneidad del proceso—, en América Latina las tres tuvieron lugar más o menos al mismo tiempo, durante la década de los noventa. En este sentido, una dificultad añadida a la comparación entre ambas regiones reside en la insuficiente perspectiva temporal de que se dispone en el caso de América Latina.

La estabilidad macroeconómica ha sido un elemento básico de las políticas económicas europeas desde los años setenta, cuando se iniciaron los primeros intentos de estabilización de los tipos de cambio, hasta los últimos años, en los que se ha convertido en la piedra angular de la convergencia hacia la UEM y del marco institucional dentro de la propia UEM, que consagra la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de un Banco Central Europeo independiente.

El marco institucional de la UE ha proporcionado los incentivos para que los países periféricos sigan políticas de estabilidad, que han sido particularmente acusados en el período inmediatamente anterior a la implantación del euro. Para acceder a la Unión Monetaria (objetivo que entrañaba claros beneficios para los países periféricos), no solo se exigió a los países miembros que mantuvieran una tasa de inflación baja, sino que también debían preservarse la estabilidad de las finanzas públicas, así como mantener los tipos de interés a largo plazo por debajo de un cierto umbral y un tipo de cambio estable. De acuerdo con los dos últimos criterios, la convergencia nominal también debía ser juzgada sostenible por los mercados financieros, algo que lógicamente era más exigente para los países periféricos, que no tenían la tradición de estabilidad de los países del núcleo de la UE. Obviamente, las ventajas de este marco institucional no son aplicables a los países latinoamericanos. Sin embargo, en América Latina, al igual que en Europa, los mercados son, en buena medida, los jueces de la convergencia. En Europa, el cumplimiento de los criterios de convergencia por los países de la periferia ejerció un papel similar al que desempeña hoy, en el caso de América Latina, la concesión de la categoría de inversión por las agencias de calificación crediticia.

Otro aspecto interesante de la convergencia nominal en la Unión Monetaria Europea es el papel de la emulación. Algunos aspectos del proceso de vigilancia multilateral de las políticas económicas (las Orientaciones Generales de Política Económica, el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, etc.) muestran la impor-

tancia de la presión por parte de los demás socios como un mecanismo de disciplina en la UE. Este elemento solo está presente de manera muy indirecta en el caso de América Latina. Los países que persiguen políticas económicas adecuadas pueden esperar ser recompensados por los mercados financieros internacionales y beneficiarse así de costes de financiación más reducidos y mayores flujos de capitales, un incentivo muy fuerte en una región tan dependiente del capital exterior. Así, al crearse una especie de competencia por los fondos externos, esta emulación positiva puede desempeñar un papel de incentivo a la adopción de políticas correctas.

En el caso de América Latina el régimen de tipo de cambio ha sido uno de los aspectos más difíciles y más controvertidos de los esfuerzos de convergencia. Los países de la región han intentado utilizar el ancla del tipo de cambio como una herramienta para alcanzar la estabilidad nominal. Esta herramienta resultó útil para algunos países durante un cierto tiempo, pero en la segunda mitad de los años noventa, a medida que se avanzaba en la libre circulación de capitales, fue cada vez más evidente que los regímenes que fijaban el tipo de cambio de forma explícita eran enormemente vulnerables frente a los flujos de capitales desestabilizadores. Los países de la periferia europea experimentaron problemas similares, sobre todo en los años 1992 y 1993, durante la crisis del Sistema Monetario Europeo. Pero una diferencia fundamental es que, mientras que los países europeos fueron capaces de alcanzar la estabilidad de los tipos de cambio «de hecho» después de 1995, gracias no solo a políticas saneadas y convergentes, sino también al efecto estabilizador de las propias expectativas de implantación del euro, los países latinoamericanos, sin un ancla semejante, se vieron abocados en general a regímenes de tipo de cambio flexible, o a la dolarización en unos pocos casos. En Europa, igual que en América Latina y otros países emergentes, las crisis han tenido su origen con frecuencia en una combinación de políticas económicas inadecuada. Políticas fiscales laxas, en países empeñados en un proceso de convergencia nominal, en general hacen que la política monetaria deba asumir un peso desproporcionado en la estrategia de estabilización y conducen a tipos de interés reales muy altos. Estos últimos atraen capitales exteriores que inducen, a su vez, una tendencia a la apreciación excesiva del tipo de cambio real, con la consiguiente pérdida de competitividad. Estos procesos suelen terminar con un ajuste abrupto del tipo de cambio en forma de crisis.

En bastantes países de América Latina las crisis han tenido también su raíz en una se-

cuencia incorrecta de la liberalización de la cuenta de capital o en errores de política económica. Pero incluso con políticas económicas razonables y equilibradas y una secuencia de la liberalización de los movimientos de capitales adecuada, los países emergentes están expuestos a flujos de capitales volátiles, en parte por razones exógenas, tales como cambios en el apetito por el riesgo de los participantes en los mercados financieros internacionales. En este sentido, es importante contar con mercados financieros internos desarrollados, que actúen como colchón ante las perturbaciones financieras externas. Cuanto más profundos sean estos mercados y menor la dependencia de los flujos de capitales externos, menos sufrirán los países como consecuencia de la volatilidad de los capitales. La tradicional insuficiencia de ahorro de los países latinoamericanos y su fuerte dependencia de la financiación exterior los hace, sin embargo, enormemente vulnerables a los cambios en la dirección de los flujos de capitales internacionales.

La política fiscal es otro pilar de una política económica orientada a la estabilidad. En Europa existe un marco que asegura la disciplina fiscal. En el área latinoamericana existe una cierta tendencia hacia un comportamiento procíclico de la política fiscal, que impide en muchos casos que desempeñe su papel estabilizador.

Para preservar la estabilidad, la economía debe ser capaz de adaptarse a los cambios en las pautas de la demanda en mercados crecientemente globalizados. Esto ha llevado a muchos países a centrarse cada vez más en las reformas estructurales [véase BID (2001)], que permiten compatibilizar la flexibilidad y capacidad de adaptación con la estabilidad. Europa tiene mucho camino por recorrer en este aspecto, pero el punto de partida es, en todo caso, mucho más desfavorable en América Latina. La mejora en la dotación de capital humano y de infraestructuras; unas políticas de gasto público eficientes, que contribuyan, en particular, a aumentar la cohesión social, lo que requiere en muchos casos hondas reformas fiscales; un sistema financiero profundo, saneado y resistente, que fomente el ahorro; y un mercado de

trabajo más cohesionado, que permita superar los problemas derivados de la coexistencia de un sector informal muy flexible y un sector formal muy rígido, son reformas esenciales en América Latina, aunque el énfasis sobre unas u otras varía mucho entre países.

Tras los años de reforma en América Latina, las recientes crisis financieras han suscitado inquietud en la región y dudas sobre si el rumbo emprendido es el adecuado. Es cierto que, en comparación con la experiencia pasada de los países de la periferia europea, la ausencia de un marco institucional supranacional exige posiblemente a los países de América Latina un esfuerzo adicional en la aplicación de políticas económicas razonables y decididas. El apoyo de la sociedad suele ser básico para el éxito de estas políticas. Conviene tener presente que, pese a las crisis recientes, el grado de estabilidad macroeconómica alcanzado es la piedra angular para el crecimiento, y que las reformas pueden tener efectos adversos a corto plazo, pero aumentan el potencial de crecimiento a medio y largo plazo de los países que las siguen de manera perseverante. La experiencia de la periferia europea muestra que un banco central independiente, la prohibición de financiación monetaria, normas fiscales prudentes, requisitos mínimos de transparencia en la información, mecanismos que aseguren la compatibilidad entre el federalismo fiscal y la disciplina, y reformas tendentes a reforzar la capacidad de ajuste espontánea de la economía ante las perturbaciones son ingredientes básicos de una estrategia exitosa.

18.7.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2001). «El seguimiento de la convergencia real a través de indicadores», *Boletín Económico*, julio-agosto.
- BID (2001). «Competitividad: el motor del crecimiento. Progreso económico y social en América Latina», Informe 2001.
- VAN BERGEIJK, P. A. G., BERNDSEN, R. J. y JANSEN, W. J. (2000). «The Economics of the Euro Area: Macroeconomic Policy and Institutions», Edward Elgar, Londres.

La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana

Este artículo ha sido elaborado por Manuel S. Martínez, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

1. INTRODUCCIÓN

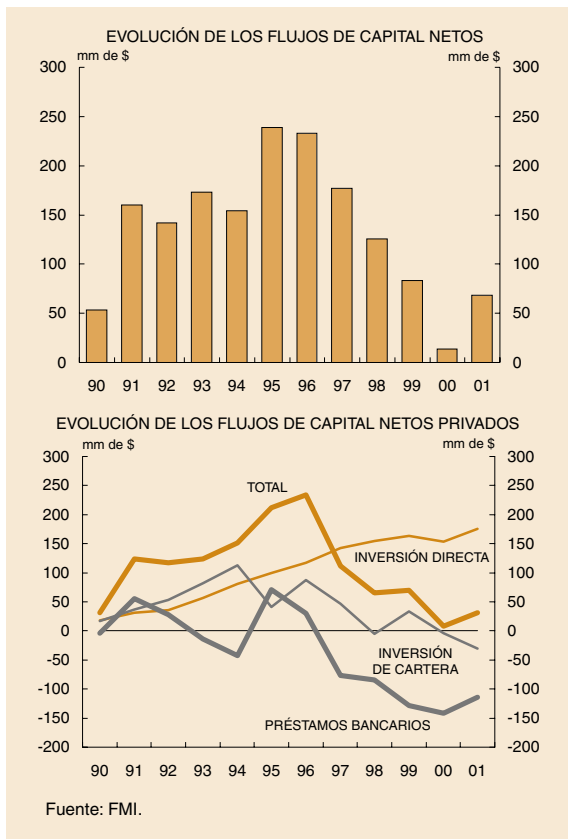
El rápido crecimiento de los flujos internacionales de capitales privados constituye uno de los aspectos más relevantes de la globalización financiera. No cabe duda de que los movimientos de capital han aportado grandes beneficios económicos, como el acceso al ahorro internacional por parte de los llamados mercados emergentes o la mejora en la asignación de los recursos y su aplicación a los usos más productivos, pero, a su vez, incrementan el riesgo de crisis financieras. El creciente volumen de entradas de capital en relación con el tamaño de las economías nacionales ha aumentado su vulnerabilidad a la pérdida de confianza de los inversores internacionales (gráfico 1).

Tras la crisis financiera de Méjico en 1994, y de forma más clara tras las crisis asiáticas de 1996-97 y rusa de 1998, la comunidad financiera internacional ha centrado gran parte de sus esfuerzos en el estudio de reformas que permitan una mejor prevención y resolución de las crisis financieras. Esta necesidad se ha visto confirmada con las recientes crisis de Brasil (1999), Turquía (2001) y Argentina (2001) (ver cuadro 1).

En el campo de la prevención se ha avanzado en la transparencia en la formulación de políticas económicas y en la divulgación de datos económicos, en la adopción de códigos y normas de buenas prácticas internacionalmente aceptadas, en el fortalecimiento de la supervisión del sector financiero y en la creación de líneas de financiación preventiva contra el contagio, mediante la Línea de Crédito Contingente del FMI (Contingent Credit Line, CCL). Por lo que se refiere a la resolución de crisis, aunque se han diseñado algunos instrumentos, como el Servicio de Complementación de Reservas (Supplemental Reserve Facility, SRF), que permite acceder a recursos del FMI en situaciones excepcionales, el debate con más alcance, y también más controvertido, es el que se refiere a la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras.

El objetivo que se pretende alcanzar es asegurar que el sector privado colabore en la resolución de las crisis financieras, en lugar de agravarlas con la retirada de sus inversiones, en tanto que el sector oficial inyecta nuevos fondos. Existen varias razones que justifican la necesidad de la participación del sector privado. Por una parte, el volumen de recursos necesarios para cubrir la brecha financiera en las

GRÁFICO 1

Economías emergentes

un Mecanismo para la Reestructuración de Deuda Soberana —MRDS—. El apartado tercero describe este nuevo mecanismo estatutario de reestructuración de la deuda: características básicas, funcionamiento, el papel que puede desempeñar la financiación del FMI, los órganos competentes, implantación legal y otras cuestiones aún pendientes de desarrollo. El apartado cuarto se centra en el examen de las Cláusulas de Acción Colectiva —CAC— y sus principales ventajas e inconvenientes para ordenar la reestructuración de deuda. El último apartado recoge las principales conclusiones.

2. EVOLUCIÓN Y ESTADO ACTUAL DE LA DISCUSIÓN. DEL «MARCO DE PRAGA» A LA PROPUESTA KRUEGER

En la reunión del FMI celebrada en Praga en septiembre de 2000, el Comité Económico y Financiero Internacional refrendó el marco para la participación del sector privado en la prevención y resolución de las crisis financieras. Este marco operativo, conocido como «Marco de Praga», postula una aproximación que sea a la vez transparente, flexible y que considere la especificidad de cada crisis dentro de un marco conocido y reglado. La participación del sector privado se escalona en un rango que va desde la colaboración voluntaria hasta, en casos extremos, su participación en reestructuraciones de deuda.

Con carácter general, el «Marco de Praga» manifiesta su preferencia por una participación del sector privado en la resolución de las crisis basada en acuerdos de mercado y voluntarios. La actuación de la comunidad internacional se basará en la evaluación del FMI sobre la capacidad de pago del país y en las expectativas de recuperación del acceso a los mercados.

En determinadas situaciones, la vuelta a los mercados financieros podrá conseguirse rápidamente mediante la combinación de financiación del FMI y la adopción de políticas de ajuste. En este caso, si la financiación del FMI en apoyo del país es cuantiosa y por encima de los límites normales de acceso a sus recursos, su concesión requerirá una justificación sustancial en términos de eficacia y falta de otras alternativas. En otras ocasiones, y con el fin de superar los problemas de coordinación entre acreedores, el énfasis deberá situarse en promover la participación voluntaria del sector privado.

En los casos en que la viabilidad de la recuperación del acceso a los mercados y la sostenibilidad de la posición exterior del país se consideran poco probables, cabe la adopción de

crisis actuales no puede ser asumido por los limitados recursos oficiales. Además, aun en el caso de ser posible, no sería deseable, ya que la expectativa de ser rescatados por el sector oficial podría incrementar el denominado riesgo moral, al no valorar adecuadamente el sector privado los riesgos asociados a sus inversiones y disminuir los incentivos para que los países deudores apliquen políticas económicas rigurosas.

Las reestructuraciones de deuda soberana constituyen uno de los aspectos más destacables en el debate sobre la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras. Este artículo presenta los dos principales enfoques que la comunidad financiera internacional está estudiando en la actualidad para lograr que estas reestructuraciones se realicen de forma más ordenada, rápida y previsible: a) el enfoque estatutario, y b) el enfoque contractual.

El apartado segundo traza una panorámica de los principales elementos de discusión sobre la participación del sector privado en la resolución de las crisis financieras, que constituyen los antecedentes inmediatos a la reciente propuesta del Fondo Monetario Internacional sobre

CUADRO 1

Programas de ayuda en las últimas crisis

Miles de millones de dólares

	Méjico FEB-95	Tailandia AGO-97	Indonesia NOV-97	Corea DIC-97	Rusia JUL-98	Brasil DIC-98	Argentina SEP-01	Turquía NOV-01
Total	50,0	17,2	40,0	57,0	36,6	41,5	27,4	19,0
FMI	17,8	4,0	10,0	21,0	25,6	18,0	21,5	19,0
FMI (% cuota) (a)	688	505	490	1.938	557	600	814	1.560

Fuente: FMI.

(a) Cálculos referidos al importe de la cuota en la fecha de aprobación del programa.

un amplio espectro de acciones que contemple la posibilidad extrema de declarar una suspensión temporal de los pagos. En este contexto de acumulación de atrasos en los pagos a los acreedores privados, el FMI podrá continuar con su política de apoyo financiero al programa de ajuste del país miembro, siempre que este persiga una cooperación estrecha y bienintencionada con sus acreedores privados y cumpla con los otros requerimientos del programa.

Si bien se mantiene abierto el debate sobre gran cantidad de cuestiones relevantes en relación con este marco operativo, entre las que destacan el análisis de la sostenibilidad de la deuda y los criterios para el acceso a los recursos del Fondo Monetario Internacional, existe un amplio consenso sobre las acciones a tomar en los casos de países que tienen un perfil de deuda insostenible. En estas situaciones, la reestructuración de su deuda podría considerarse la solución más conveniente, mientras que la aplicación de grandes paquetes de ayuda no proporcionaría los incentivos adecuados.

Sin embargo, los países enfrentados a crisis financieras severas se muestran, en general, reticentes a iniciar procesos de reestructuración y retrasan esta decisión, lo que provoca frecuentemente la profundización de la crisis, el aumento de sus costes y la magnitud de los ajustes necesarios y, en fin, la dilatación del tiempo preciso para recuperar el acceso a los mercados de capitales.

Estos problemas se han visto agravados por el cambio experimentado en la década de los noventa, en la naturaleza de los instrumentos financieros en los que se han materializado los flujos de capital a los países deudores, al aumentar los valores negociables en detrimento de los préstamos bancarios sindicados, lo que, a su vez, ha producido una mayor diversidad y fragmentación en la comunidad de acreedores. Este proceso aumenta las dificultades para conseguir acuerdos de reestructuración que conduzcan a la sostenibilidad de la deuda, ante los problemas para conseguir una posición co-

mún de los acreedores —el denominado problema de acción colectiva—.

La existencia de acreedores que, en lugar de buscar una solución colectiva, intentan cobrar sus derechos lo antes posible o bien pretenden bloquear el plan de reestructuración en beneficio propio, entorpecen el desarrollo de un proceso ordenado. Si el deterioro de la situación financiera del deudor soberano lleva al incumplimiento de sus obligaciones antes de haber alcanzado un acuerdo de reestructuración, este compromiso puede verse dificultado por la acción de acreedores que intenten el cobro del total de su deuda a través de los tribunales.

La comunidad financiera internacional está interesada en hacer que los procesos de reestructuración se acometan, cuando sean necesarios, lo antes posible y de forma ordenada, salvando al mismo tiempo el problema de acción colectiva que se ha comentado. El objetivo, por tanto, es crear los incentivos adecuados para reestructurar la deuda insostenible de forma rápida y ordenada, protegiendo al mismo tiempo el valor de los activos y los derechos de los acreedores. A su vez, es vital mantener el principio de la obligatoriedad del cumplimiento de las obligaciones adquiridas.

En relación con lo anterior, conviene recordar que estos mismos problemas se han producido en la deuda no soberana y han sido resueltos de distinta forma en distintas jurisdicciones. Así, en el mercado de Londres, ante la imposibilidad de resolver las disputas que llevaron a la liquidación de compañías con problemas de liquidez, pero básicamente solventes, se optó por la inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva en los contratos de emisión y, más concretamente, de Cláusulas de Acción Mayoritaria. Estas cláusulas permiten que una mayoría cualificada de acreedores pueda cambiar las condiciones de los títulos y así facilitar el proceso de reestructuración. En esta jurisdicción se deja en manos de los acreedores la forma en la que desean organizarse. En el mercado de Nueva York, por el contrario, se ha man-

tenido la necesidad de unanimidad entre los tenedores del título para el cambio de las condiciones de pago (principal, tipo de interés, fecha de amortización, divisa, etc.) establecidas en los contratos (1).

Si bien la deuda soberana tiene sus propias características y presenta importantes diferencias con la deuda no soberana, estos dos enfoques, contractual en el caso de Londres y estatutario o legal en el caso de Nueva York, vertebran las propuestas para resolver los problemas de reestructuración de deuda soberana.

En noviembre de 2001 Anne Krueger, primera directora gerente adjunta del Fondo Monetario Internacional, presentó la propuesta del FMI de un MRDS en un discurso pronunciado en el Club Nacional de Economistas de Washington. La propuesta se basa en el establecimiento de un marco legal internacional que permita a una mayoría cualificada de acreedores aprobar un acuerdo de reestructuración y conseguir que esta decisión sea vinculante para todos los acreedores. Su propuesta se engloba dentro del denominado enfoque estatutario y su presentación ha reavivado el debate y provocado diversas reacciones en las partes implicadas.

3. EL ENFOQUE ESTATUTARIO. EL MECANISMO PARA LA REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA

El MRDS es una propuesta aplicable a las situaciones de crisis en las que la deuda es realmente insostenible y, por tanto, la obtención de un perfil sostenible en el medio plazo pasa, inevitablemente, por la reducción de su valor actual neto y, consiguientemente, por su reestructuración. Se basa en el establecimiento de un marco centralizado apoyado en la aprobación de un estatuto, ley o acuerdo internacional, o en la modificación y ratificación de alguno de los ya existentes; de ahí su carácter estatutario o jurisdiccional.

El objetivo del mecanismo es crear los incentivos adecuados para que el deudor y sus acreedores lleguen a un acuerdo de reestructuración de forma ordenada y rápida, a la vez que

(1) Las limitaciones establecidas en la legislación estadounidense para la modificación de las condiciones de pago de los contratos de emisión en la deuda no soberana no son aplicables para los emisores soberanos, por lo que estos podrían emitir deuda que incluyera estas cláusulas. A pesar de ello, la inmensa mayoría de los títulos puestos en circulación por emisores soberanos bajo la ley de Nueva York no las incluyen.

se protegen los derechos de los acreedores y el valor de los activos.

3.1. Características básicas

Las características básicas del mecanismo propuesto por el FMI están fundamentadas en la legislación sobre insolvencias aplicable al sector privado, y son las siguientes:

- *Reestructuración por mayorías.* El mecanismo debe permitir que el acuerdo, alcanzado por la mayoría cualificada que se establezca, sea vinculante para la minoría disidente. Este es su elemento esencial.

Estas disposiciones ayudarían a dar confianza a los acreedores, ya que su voluntad de llegar a un acuerdo con el deudor no podría ser aprovechada por acreedores disidentes para intentar cobrar el total de sus créditos. El deudor soberano, por su parte, vería incrementada la posibilidad de alcanzar un acuerdo rápido de reestructuración y no se vería expuesto a litigios por parte de los acreedores contrarios al mismo.

Esta característica es también el elemento central de las denominadas Cláusulas de Acción Colectiva —CAC—, que se analizarán posteriormente. Sin embargo, mientras que las CAC son aplicables tan solo a la emisión que las contiene, y no, por tanto, al conjunto de los acreedores, el marco propuesto por el Fondo se aplicaría a todo tipo de crédito concedido al deudor soberano. Esto posibilitaría la solución del problema de acción colectiva que surge como consecuencia de la gran diversidad de acreedores privados.

- *Suspensión de la acción legal de los acreedores.* En caso de no llegarse a un acuerdo a tiempo para evitar el incumplimiento de las obligaciones del deudor, la suspensión temporal de las acciones legales evitaría que las reclamaciones de los acreedores en las jurisdicciones nacionales pudieran interrumpir las negociaciones encaminadas a la reestructuración de la deuda. La suspensión de las acciones legales abarataría la reestructuración a los países deudores y reduciría los incentivos para esperar innecesariamente, mientras que, simultáneamente, se evitaría que los acreedores compitieran por ser los primeros en reclamar sus derechos.
- *Protección de los intereses de los acreedores.* El mecanismo debería asegurar que los intereses de los acreedores son protegidos

adecuadamente durante el período de suspensión de las acciones judiciales. Para ello el deudor deberá evitar hacer pagos a acreedores no prioritarios, que pudieran disminuir los recursos disponibles para cumplir con sus obligaciones, y deberá adoptar políticas económicas adecuadas, que preserven el valor de los activos.

- *Financiación prioritaria.* El suministro de nuevos fondos por parte de los inversores privados, durante el período de suspensión de las acciones legales, podría ayudar a evitar el empeoramiento de las condiciones económicas y sería, por tanto, de interés para los acreedores en su conjunto. Para incentivar el suministro de estos recursos, el mecanismo podría establecer el carácter prioritario de estos acreedores frente a la deuda preexistente.

3.2. Funcionamiento del MRDS

Una vez que el deudor apela al MRDS, el posible funcionamiento del mismo se concreta en tres fases.

3.2.1. Activación del mecanismo y suspensión de las acciones legales

La solicitud de activación del MRDS, que llevaría aparejada la suspensión de las acciones legales en contra del deudor, solo puede realizarla el propio deudor. Su justificación radica en la necesidad de disponer de un plazo suficiente para alcanzar un acuerdo, sin la interferencia de procesos judiciales que pudieran arruinar el desarrollo de la negociación. El FMI contempla un período de noventa días para esta fase. En relación con quién autoriza o refrenda la activación solicitada por el deudor, caben tres opciones:

- a) La decisión la toman los acreedores por mayoría. Esta posibilidad tiene la ventaja de dejar en manos de los acreedores la decisión sobre una cuestión en la que son los principales afectados y sería similar al funcionamiento establecido en algunas cláusulas de acción colectiva. Sin embargo, en el contexto del MRDS, donde se considera el conjunto de la deuda soberana, la verificación de las reclamaciones de los acreedores, que tendría que realizarse previamente, llevaría un cierto tiempo, lo que retrasaría la decisión de activación. Para solventar el problema del retraso en la aprobación, se podrían estudiar algunas medidas, como la existencia de una organización permanente encargada del registro de las reclamaciones contra el deudor.

- b) El deudor declara la suspensión unilateralmente y se activa de forma automática un período de protección legal limitado de noventa días. Al final de ese período, serían los acreedores, una vez verificados sus derechos, los que decidirían. El posible abuso de este mecanismo, por parte de los países deudores, es su principal inconveniente. Como freno a este posible abuso, se argumenta que los países tomarían la decisión de utilizarlo únicamente tras pedir consejo al FMI. La declaración unilateral tendría la ventaja de posibilitar una rápida puesta en marcha del mecanismo.

- c) El FMI autorizaría la suspensión por un período de noventa días, tras los cuales los acreedores tendrían en sus manos la posibilidad de renovarlo o no. Esta opción tendría la ventaja de eliminar los problemas de lentitud mencionados en la opción a) y de abuso del mecanismo de la opción b). Sin embargo, entrañaría un papel quizás excesivo del FMI, institución que se vería involucrada en el proceso de decisión del MRDS, con el riesgo de aparición de posibles conflictos de intereses.

3.2.2. Mantenimiento de la suspensión de las acciones legales

Cabe la posibilidad de que deudor y acreedores no alcancen un acuerdo definitivo al finalizar el período normal de suspensión de las acciones legales. En estos casos, corresponde a los acreedores, mediante el voto por mayoría vinculante para todos ellos, la decisión de prolongar el período de suspensión y, en caso afirmativo, determinar por cuánto tiempo.

El principal problema que se plantea estriba en la posibilidad de que los acreedores denieguen al país deudor la prórroga de la suspensión, en la creencia de que así el FMI concederá más financiación o exigirá al país deudor mayor nivel de ajuste, soluciones ambas que conllevarían un menor coste para los acreedores, al menos a corto plazo. Los riesgos inherentes a esta situación pueden ser reducidos si el FMI crea los incentivos adecuados para la consecución de acuerdos entre las partes mediante la aplicación rigurosa de su política de acceso a los recursos.

3.2.3. Aprobación del acuerdo de reestructuración

La aceptación de la entrada en vigor del acuerdo de reestructuración podría dejarse exclusivamente en manos de los acreedores, que

lo aprobarían con la mayoría correspondiente, sin necesidad de la ratificación del FMI. Como respuesta al elemental temor de que el acuerdo alcanzado entre acreedores y deudor no suponga una reducción suficiente de deuda, el apoyo financiero del FMI puede desempeñar un papel central. Los recursos del Fondo se condicionarían a que el perfil de deuda resultante de la negociación fuera sostenible y compatible con el programa económico acordado con el deudor.

3.3. Otros aspectos del MRDS

3.3.1. Financiación dentro del mecanismo

La obtención de financiación nueva es imprescindible para que un país que se encuentra inmerso en una crisis financiera profunda recobre la normalidad. Suministrar financiación en este tipo de situaciones es ya una de las tareas fundamentales del FMI, con independencia del establecimiento del MDRS. La financiación prestada por el FMI, antes, durante y después de la aplicación del mecanismo, resulta crucial para la efectividad del mismo, ya que influye directamente sobre la sostenibilidad de la deuda y constituye un incentivo fundamental, tanto para los acreedores como para el deudor.

Otro aspecto relevante es el papel que la financiación privada desempeñaría dentro del MRDS, una vez activado. Su contribución se considera muy útil y, para incentivar su aportación, se ha propuesto conceder el *status* de acreedor preferente a aquellos inversores que suministren recursos para cubrir las necesidades financieras del país deudor durante el proceso de negociación. Por tanto, estos fondos no serían reestructurados.

3.3.2. Constitución de una entidad u órgano internacional para la resolución de disputas

Para dotar de una completa credibilidad y legitimidad al MRDS, este tendría que ser capaz de resolver las disputas que surgieran entre deudor y acreedores y entre estos últimos. Este papel podría ser desempeñado por un foro u órgano internacional para la resolución de disputas.

Ninguna instancia del FMI (Junta de Gobernadores, Directorio Ejecutivo, etc.) parece ser adecuada para desempeñar esta función, ya que el Fondo no dispone de los recursos ni de la experiencia necesaria, su concurso cuestionaría la imparcialidad del mecanismo y los acreedores privados podrían pensar que consideraciones políticas afectan a la toma de decisiones.

Los poderes que se podrían asignar al órgano internacional para la resolución de disputas serían de dos tipos: administrativos y resolutivos. Entre los primeros, correspondería a esa entidad la notificación a los acreedores de que el país deudor ha solicitado la activación del mecanismo, la identificación de las reclamaciones remitidas por los acreedores, la convocatoria y organización de las reuniones, el recuento de votos, etc. Cabría incluso la posibilidad de que una institución privada, independiente del órgano, administrara un registro permanente y voluntario de reclamaciones con riesgo soberano. Entre los poderes resolutivos, sería de su competencia la verificación de todas las reclamaciones y la tutela de la integridad del proceso de votación.

Todas las certificaciones emitidas por el órgano internacional para la resolución de disputas requerirían de un *status* legal que las refrendase y las hiciera vinculantes a todos los países miembros del FMI, sean o no parte del proceso de reestructuración considerado. Esto comportaría la entrada en vigor y el acatamiento de estas certificaciones en cada una de las respectivas legislaciones nacionales.

Se ha considerado la posibilidad de utilizar el Centro Internacional de Liquidación de Disputas de Inversiones [International Center for Settlement of Investment Disputes (ICSID)] como modelo para la constitución de una entidad internacional para la resolución de disputas en el contexto del MRDS. Este Centro fue creado en 1965, en virtud de un tratado internacional del que son signatarios 134 países miembros del Banco Mundial, y se encarga de la resolución de las disputas relativas a la inversión entre un Estado miembro y un nacional de otro Estado, que son sometidas a su arbitraje.

El Centro Internacional de Liquidación de Disputas de Inversiones presenta peculiaridades que podrían considerarse necesarias para una entidad como el requerido en el MRDS, entre las que podrían mencionarse su separación jurídica e independencia operativa o el carácter vinculante de sus laudos arbitrales ante los tribunales nacionales. Por el contrario, algunos aspectos de su funcionamiento podrían no ser aplicables, como, por ejemplo, el carácter voluntario de su jurisdicción, la naturaleza bilateral del procedimiento (Estado frente a un solo inversor) o el carácter confidencial del mismo.

3.3.3. Implantación legal del MRDS

Las opciones que se han discutido para la implantación legal del MDRS son: a) mediante la firma de un nuevo tratado internacional; b) a

través de la modificación de los Artículos del Convenio Constitutivo del FMI; c) mediante la modificación de las legislaciones nacionales.

Se argumentan varias razones por las cuales un mecanismo estatutario, como el propuesto por el FMI, tendría un desarrollo legal más efectivo a través del establecimiento de algún tipo de tratado internacional que mediante su incorporación a las legislaciones nacionales:

- Un tratado internacional evita que los acreedores inicien litigios en jurisdicciones distintas de aquellas donde la legislación reconoce el mecanismo estatutario.
- Un tratado internacional asegura la uniformidad en el texto legal y en su interpretación.
- Un tratado internacional entraría en vigor automáticamente en todas las legislaciones en el momento de su plena ratificación. Por el contrario, la ausencia de un tratado internacional fomenta que los países no incorporen el mecanismo a su legislación nacional hasta que otros países no lo hayan hecho previamente.
- Un tratado internacional facilita la constitución de una entidad para la resolución de disputas, como la descrita anteriormente, y da fuerza legal a sus certificaciones.

El FMI propone resolver la aprobación de este tratado internacional mediante la modificación de los Artículos de su Convenio Constitutivo. La principal ventaja que ofrece esta solución radica en que las enmiendas de los Artículos, cuya aprobación requiere el voto favorable de 3/5 de sus miembros (110 países) que representen el 85% del poder de voto total, son vinculantes para todos los Estados miembros de este organismo. En otras palabras, se podría conseguir una implantación universal sin ser necesaria la unanimidad en su aprobación.

3.3.4. Algunos temas pendientes

Existen aspectos muy relevantes que aún deben ser estudiados con más detalle dentro del MRDS, entre los cuales pueden mencionarse los siguientes:

- ¿Qué acreedores verían sus créditos sujetos al MRDS? El Fondo considera que sus derechos, así como los de los bancos multilaterales, no deberían ser incluidos dentro del MRDS, dado el papel especial de su financiación, que se otorga en situaciones de crisis y goza de la consideración de acreedor privilegiado. Por lo que se refiere a los

acreedores oficiales bilaterales, cuya deuda se reestructura en la actualidad a través del Club de París, aún debe avanzarse en el estudio de la viabilidad de su inclusión dentro del MRDS.

- ¿Qué deuda se vería sujeta al MRDS? Especial atención y dificultad reviste el tratamiento de la deuda interna dentro del mecanismo. Con el desarrollo e integración de los mercados financieros, la distinción entre deuda interna y deuda externa se ha complicado y su definición debe clarificarse. La clasificación podría realizarse en función de criterios muy variados, como la residencia del inversor, la ley que gobierna las emisiones, la divisa en que están emitidas, etc. Esta caracterización sería irrelevante si consideramos que en el MRDS debe ser tratado todo tipo de deuda, mientras que si no es así sería imprescindible una definición precisa. Por otra parte, la gran variedad de tipos de deuda que se tratarían dentro del MRDS haría particularmente relevante el mantenimiento de la equidad de trato entre los acreedores. Si esta equidad no se mantuviera dentro de márgenes aceptables podría haber acreedores que se mostrarán reacios a la reestructuración, y la negociación podría fracasar.

4. EL ENFOQUE CONTRACTUAL. LAS CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA

El enfoque contractual comparte los mismos objetivos que el MRDS: lograr que las reestructuraciones de deuda sean más fáciles y ordenadas. Sin embargo, en este caso el camino propuesto para lograrlo es mediante la inclusión de CAC en los contratos de deuda. Estas cláusulas son disposiciones que pueden contener los contratos y que facilitan la negociación entre el deudor y sus acreedores en el caso de que aquel no pueda hacer frente a sus obligaciones y se vea en la necesidad de renegociar sus términos o reestructurar.

Las CAC más frecuentes son las siguientes:

- *Cláusulas de acción mayoritaria.* Establecen la posibilidad de que una mayoría cualificada de acreedores pueda acordar el cambio de las condiciones financieras del contrato y hacer que esta decisión vincule a todos los acreedores, dentro del mismo título, se haya producido o no el fallo en el cumplimiento de las obligaciones del deudor. Como ya se ha mencionado en el desarrollo del MRDS, esta disposición evita la actuación de los acreedores disidentes.

- *Cláusulas de no-aceleración.* Permiten a una mayoría cualificada de tenedores limitar la capacidad de los acreedores individuales para hacer valer sus derechos frente al deudor soberano, restringiendo, bien su capacidad para declarar vencido y pagable el importe total de la deuda, o su capacidad para comenzar acciones legales contra él. Evita la posibilidad de que un pequeño volumen del crédito pueda litigar durante el período de negociación.
- *Cláusulas de representación colectiva.* Facilitan la obtención de mayorías, al permitir que los titulares del crédito deleguen en representantes. También pueden establecer el mecanismo para coordinar las discusiones entre los tenedores y el deudor.
- *Cláusulas de reparto.* Desincentivan el recurso a los tribunales al obligar a los acreedores que hayan obtenido el pago de sus derechos por esta vía al reparto de lo obtenido con el resto de acreedores del título.

Como ya se ha explicado, la jurisdicción inglesa adoptó este mecanismo para la solución de los problemas de acción colectiva. Sin embargo, gran parte de la deuda soberana se emite bajo la ley de Nueva York, donde, a pesar de no existir impedimentos legales para el uso de CAC, no se utilizan, y se requiere unanimidad de los acreedores para el cambio de las condiciones de pago de los contratos.

No existe una única propuesta de enfoque contractual propiamente dicha, sino opiniones favorables a la utilización de estas cláusulas como método para resolver los distintos problemas a los que se enfrentan las reestructuraciones de deuda soberana. Por tanto, dentro del denominado enfoque contractual, se engloban distintas propuestas.

4.1. Ventajas, inconvenientes e incentivos

Las principales ventajas de las CAC son las siguientes:

- Pueden solventar los problemas de acción colectiva y la posible oposición de acreedores contrarios al acuerdo.
- Pueden resolver el problema de los litigios a través del establecimiento de mínimos y cláusulas de reparto.
- A diferencia del MRDS, cuyo ámbito de aplicación se circunscribe a las situaciones de insostenibilidad de la deuda, las Cláusulas de Acción Colectiva son también útiles para la resolución de crisis financieras de liqui-

dez y aplicables a situaciones en las que no resulte imprescindible la reducción del valor actual neto de la deuda.

- Los mercados tienen el control del proceso, circunstancia que, lógicamente, resulta mucho más aceptable para los participantes en estos mercados.

Por lo que a los problemas o desventajas de las CAC se refiere, se pueden considerar los siguientes:

- Las CAC tan solo vinculan a los tenedores de cada título individual, pero no al conjunto de los acreedores y, por tanto, no facilitan una reestructuración global de la deuda. A este problema se le denomina «de agregación».
- En la actualidad, tan solo se están aplicando a las emisiones de bonos y no a otros tipos de deuda (préstamos bancarios, etc.).
- Las CAC pueden incluirse en las nuevas emisiones y contratos, pero existe una gran cantidad de títulos vivos que no las contienen, en muchos casos con vencimientos a largo plazo. Esto plantea un «problema de transición» al nuevo sistema, que puede requerir mucho tiempo.
- Su aplicación debería ser universal, para evitar la búsqueda de jurisdicciones de países donde no se apliquen.
- Incluso si fuera posible la unificación del lenguaje utilizado en las cláusulas, no podría garantizarse la uniformidad en su interpretación y aplicación en las distintas jurisdicciones.

Para resolver el problema de agregación se ha propuesto la inclusión de nuevas cláusulas, conocidas como Super-CAC o Meta-CAC, que estipulen la necesidad de que el acuerdo de renegociación / reestructuración sea aprobado por una mayoría cualificada de todos los tenedores privados de una categoría determinada de deuda soberana (préstamos bancarios, bonos, etc.). Esta propuesta no parece tener muchas posibilidades de prosperar, ya que presenta dificultades legales y de aceptación. Como solución al problema de transición se propone la emisión de nueva deuda, que incluya Cláusulas de Acción Colectiva, que sustituiría mediante una permuta (*swap*) a la gran cantidad de deuda soberana viva que no las contiene.

Aunque la utilización de Cláusulas de Acción Colectiva ha recibido en diversas ocasiones cierto apoyo oficial, hasta ahora muy pocos Es-

tados soberanos las han incluido en sus emisiones. Conviene recordar que, en última instancia, la decisión sobre su inclusión y aceptación recae finalmente en los participantes del mercado, emisores e inversores.

Mientras que la postura de los inversores privados, manifestada a través de sus organizaciones más representativas, ha variado sustancialmente en los últimos años, pasando de la oposición a cualquier intento por forzar la utilización de CAC al apoyo a iniciativas que promuevan su uso, los emisores de países emergentes continúan mostrándose reacios a su inclusión en los contratos. Los países emergentes temen que las Cláusulas de Acción Colectiva dificulten y encarezcan la financiación que obtienen en los mercados de capitales (2). Prefieren no utilizarlas, como una muestra de su compromiso con el cumplimiento de sus obligaciones. Por ello, con independencia de las insuficiencias y problemas técnicos, ya mencionados, la promoción de su uso se ha revelado como una de las dificultades más importantes a superar.

En la búsqueda y análisis de los incentivos que podrían utilizarse para salvar las reticencias para el uso de las CAC, se están considerando los siguientes:

- *Incentivos de tipo financiero*: tales como una rebaja del tipo de interés cobrado por el FMI en sus facilidades financieras a los países que las incluyan o un aumento para los que no las usen, o bien condicionar la financiación del FMI a su inclusión o conceder mayor acceso a los recursos del Fondo (un límite superior en la cantidad que se puede conceder) a los países que las incorporen.
- *Incentivos de tipo regulatorio o legal*: que la inscripción en los mercados de bonos y capitales se condicione a su utilización, o bien que su uso sea obligatorio para los miembros del FMI, modificando los Artículos de su Convenio Constitutivo.
- *Persuasión para su uso*: que se fomente la homogeneización de las cláusulas a utilizar, o su inclusión en las emisiones de países industrializados, o de un grupo seleccionado de países emergentes, para salvar el problema de que ningún país quiera ser el primero en introducir las CAC.

(2) Los estudios realizados para analizar el efecto que produce la inclusión de CAC sobre los costes de emisión de los países prestatarios apuntan a que su uso no ha supuesto un incremento sistemático de estos costes. Algunos de estos análisis sugieren que los emisores de mayor calidad que las utilizan pagan un diferencial de tipo de interés menor, mientras que los de menor calidad pagan un cierto premio.

5. CONCLUSIONES

En los casos de crisis financieras graves, con problemas de sostenibilidad de la deuda soberana, la comunidad financiera internacional se ha visto obligada a decidir entre diseñar un programa de ayuda que cubriera la brecha financiera externa del país y permitiera recuperar sus inversiones a los acreedores privados, con el consiguiente riesgo moral, o arriesgarse al desencadenamiento de un proceso desordenado de incumplimiento de las obligaciones del país, con consecuencias potencialmente graves para la economía y posibles efectos sistémicos (contagio a otros países) en algunos casos.

No es nueva la discusión sobre cómo debe acometer un país la reestructuración de su deuda, sin dilaciones innecesarias que empeoren su situación, cuando la resolución de la crisis pasa irremediamente por este proceso. La reciente propuesta del FMI para el establecimiento de un marco legal internacional de reestructuración de deuda soberana ha reavivado este debate y ha servido para incrementar los esfuerzos en la búsqueda de soluciones a los problemas de acción colectiva, de organización y coordinación de los acreedores, que se presentan en este tipo de situaciones.

Las propuestas de mecanismos de reestructuración intentan crear un marco ordenado y predecible, en el que acreedores y deudores se vean incentivados, si la deuda es insostenible, a la apertura de un proceso negociador que lleve a acuerdos de reestructuración. En caso contrario, la alternativa es enfrentarse a una situación desordenada de impago de las obligaciones del deudor.

Una posibilidad es el establecimiento de un marco legal internacional que cumpla los requisitos básicos para el funcionamiento del sistema —esencialmente, la vinculación de todos los acreedores a los acuerdos alcanzados por la mayoría— y deje en manos del deudor y sus acreedores la toma de decisiones. Bajo este mecanismo, la resolución de disputas correspondería a un órgano internacional. Este sistema estatutario, además de hacer vinculantes para todos los acreedores los acuerdos logrados entre una mayoría de ellos y el deudor, contempla la suspensión temporal de la capacidad para emprender acciones legales contra este último, la protección de los derechos de los acreedores y la adopción de medidas para favorecer la aportación de nuevos fondos por parte del sector privado.

La puesta en marcha de esta propuesta presenta considerables dificultades y aún quedan por determinar puntos básicos de su funciona-

miento, como la mejora del análisis de la sostenibilidad de la deuda y la determinación de los tipos de deuda que abarcaría el mecanismo. Además de las cuestiones técnicas, debe tenerse en cuenta la dificultad que supone alcanzar el amplio consenso político internacional que implica la aprobación de este tipo de acuerdos internacionales. Posiblemente, la forma más sencilla para su implantación sería la modificación de los Artículos del Convenio Constitutivo del FMI, que exigiría, en todo caso, la aprobación por una mayoría del 85% del poder de voto.

Una aproximación distinta es el denominado enfoque contractual, que engloba una serie de propuestas basadas en la inclusión de Cláusulas de Acción de Colectiva en los contratos. Estas disposiciones, habituales en las emisiones según la ley inglesa, facilitan la negociación ordenada en las reestructuraciones, al vincular al acuerdo a los acreedores disidentes y permitir solventar los problemas derivados de las acciones legales contra el deudor. Una de las principales peculiaridades de las propuestas contractuales es que el control de todo el proceso se encuentra en manos del deudor y sus acreedores, sin que sea necesaria la intervención o constitución de un órgano internacional.

Sin embargo, para poder cumplir eficazmente con el objetivo de crear un marco más ordenado y predecible, el enfoque contractual debe resolver tanto el problema de agregación (las CAC solo vinculan a los tenedores del título que las contiene y no al conjunto de acreedores) como el problema de transición (una gran cantidad de títulos vivos no las incluyen). Además, es necesario encontrar los incentivos adecuados para que las Cláusulas de Acción Colectiva sean efectivamente utilizadas en los contratos.

Parece existir un cierto consenso en la comunidad financiera internacional en torno al carácter complementario de los enfoques estatutario y contractual. Así, la implantación de las Cláusulas de Acción Colectiva podría ser considerada un objetivo a medio plazo, mientras se continúa trabajando en el desarrollo del MRDS como objetivo a largo plazo.

Entre tanto, conviene tener presente los avances realizados hasta el momento para la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras y continuar el estudio y desarrollo de los instrumentos disponibles dentro del Marco de Praga. En concreto, debe favorecerse una mejor y más eficiente coordinación entre el deudor y sus acreedores, en el caso de que surjan problemas en los pagos. En aquellas situaciones extremas, en las que se considere necesaria la declaración de la suspensión de pagos del deudor, sería preferible que esta fuera acordada con

sus acreedores de forma voluntaria y no establecida unilateralmente. Por otra parte, la financiación concedida por el FMI, en este contexto de retrasos en los pagos, puede desempeñar un importante papel para incentivar la aplicación de los ajustes y medidas económicas adecuadas y favorecer una resolución más ordenada de las suspensiones de pagos.

10.7.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- EICHENGREEN, B. y PORTES, R. (1995). «Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors», Center for Economic Policy Research, Londres.
- EICHENGREEN, B. (2000). «Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts Be Reduced?», Geneva Reports on the World Economy, Special Report 1, agosto.
- EMERGING MARKETS CREDITORS ASSOCIATION *et al.* (2002). «Consensus on Crisis Management and Sovereign Debt Restructuring. Market-Based Principles Agreed by Major Global Associations», 11 de junio.
- G-7 (2002). «Group of Seven Action Plan», 20 de abril. Disponible en la página web de la Universidad de Toronto: <http://www.g7.utoronto.ca/g7/finance/fm022004.htm#action>.
- G-10 (1996). «The Resolution of Sovereign Liquidity Crises. A report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies», mayo. Disponible en la página web del BIS: <http://www.bis.org/publ/gten03.pdf>.
- IMF (1999). «Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises», Washington D.C., 17 de marzo.
- IMF (2001). «Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises. Restructuring International Sovereign Bonds», Washington D.C., 11 de enero.
- IMFC (2000). «Communique of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund», Praga, 24 de septiembre, IMF Press Release No. 00/54.
- IMFC (2002). «Communique of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund», Washington D.C., 20 de abril, IMF Press Release No. 02/22.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2002). «Action Plan: Strengthening Emerging Markets Finance», 22 de abril.
- KRUEGER, A. (2001). «International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring». Intervención en el National Economists' Club, Washington D.C., 26 de noviembre.
- (2002). «New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An update on our thinking». Intervención en el Institute for International Economics, Washington, D.C., 1 de abril.
- (2002). «Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution». Intervención en la Reunión Anual del Comité de Bretton Woods, Washington D.C., 6 de junio.
- ROUBINI, N. (2000). «Bail-In, Burden Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the private Sector. A Primer: Evolving definitions, Doctrine, Practice and Case Law», Stern School of Business, New York University, septiembre.

Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2001

1. INTRODUCCIÓN

El régimen jurídico de las sociedades de garantía recíproca (SGR) es análogo al de las entidades de crédito (EC), muy especialmente en todos los temas relacionados con su supervisión como instituciones financieras, si bien disponen de régimen jurídico de autorización administrativa, de requisitos de solvencia y de normativa contable adaptados a sus características más específicas (1). En este sentido debe destacarse la existencia del fondo de provisiones técnicas, específico de las SGR y que goza de la consideración de fondos propios a todos los efectos, y que debe constituirse con independencia del necesario fondo para la cobertura de las insolvencias.

Las SGR constituyen un elemento central de las políticas desarrolladas por las distintas administraciones públicas en el apoyo a la creación y desarrollo de las PYME. En primer lugar, las SGR se caracterizan por la alta participación de los socios protectores en su capital (44% a finales de 2001), que en la mayoría de los casos se trata de la Comunidad Autónoma respectiva. En segundo lugar, el Estado garantiza a través de la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA) las operaciones de aval y garantía de las SGR.

La actividad de estas se amplió y diversificó en 2000 con la colaboración del Fondo Europeo de Inversiones (FEI), del Ministerio de Ciencia y Tecnología (MCT), en operaciones de inversión en innovación, y del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, a través del FROM (Fondos de Regulación y Ordenación del Mar), en operaciones con el sector pesquero (2).

(1) La regulación específica de las SGR está integrada por: la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre su régimen jurídico, desarrollada por el RD 2345/1996, de 8 de noviembre, y por el RD 1647/1997, de 31 de octubre, en lo referente a la autorización administrativa y requisitos de solvencia; la OM de 12 de febrero de 1998 (BOE del 18), que estableció el tratamiento contable de los avales y garantías prestadas y de los fondos de provisiones específicos de las SGR, respetando los principios del Plan General de Contabilidad; y la Circular del Banco de España (CBE) 10/1998, de 27 de octubre, sobre la información a rendir, relativa al coeficiente de recursos propios y otras obligaciones y limitaciones de inversión; y la OM de 13 de abril de 2000 (BOE del 26), de trasposición de normativa comunitaria y de modificación de la OM de 30 de diciembre de 1992, sobre solvencia de las EC, establece que los riesgos avalados por las SGR tengan el mismo trato que los avalados por las entidades de crédito, ponderando al 20% a efectos de los requerimientos de capital de las EC.

(2) Este sistema de reafianzamiento ha garantizado hasta finales de 1999, dentro de ciertos límites, el 50% de todos los avales y garantías prestados para operaciones de financiación de inversiones y puesta en funcionamiento de PYME. En el año 2000 se produjo una colaboración con el FEI, que, al cubrir un 35% de reafianzamiento en operaciones de largo plazo, permitió ampliar el porcentaje reafianza-

El presente análisis, y los cuadros que lo acompañan, se refieren a las 21 sociedades activas de las 23 que figuran en el Registro Oficial del Banco de España, ya que no se consideran dos entidades pendientes de disolución que están en proceso de liquidación y tramitando su baja. Conviene señalar la heterogeneidad de situaciones y tamaño de las entidades de este colectivo.

El riesgo total asumido por las SGR a fin de 2001 ascendió a 2.479 millones de euros (m €), lo que representa el 0,4% del crédito total de las EC a otros sectores residentes en sus negocios en España. Parte sustancial de dicho riesgo total, el 89%, tiene su origen en operaciones de aval o garantía con sus socios partícipes (2.210 m €), lo que significa aproximadamente el 1,2% de los pasivos contingentes por avales de las EC en conjunto, con una ligera pérdida de peso continuada en los últimos años (1,8% en 1998).

El margen de explotación superó los 13 m € en 2001, equivalentes al 0,54% de los riesgos totales medios (RTM), porcentaje inferior al de los dos años anteriores (-2 pb), a pesar de que ha crecido el 7% en el año. El sector arroja, por primera vez, un resultado ligeramente positivo, tanto antes como después de impuestos, si bien debe tenerse en cuenta que para ello aún precisaron de alguna aportación de ingresos extraordinarios de sus socios para mantener sus cuentas equilibradas y seguir reduciendo el coste de sus servicios, en especial el aval a PYME.

2. ESTRUCTURA DEL CAPITAL. IMPORTANCIA DEL PROTECTORADO PÚBLICO

A 31 de diciembre de 2001, el capital social desembolsado por las SGR ascendía a 138 m €, lo que representaba un capital medio por entidad de casi 7 m € (3). En ese año, los socios partícipes siguieron acentuando su presencia mayoritaria en el capital desembolsado

do por CERSA, hasta el 75% de las operaciones definidas como inversiones a largo plazo y realizadas por PYMES de menos de 100 empleados, a la par que se redujo al 30% la cobertura a las operaciones de menos interés estratégico, menor plazo y mayor tamaño de la PYME. También se ha iniciado la colaboración del Ministerio de Ciencia y Tecnología en el reafianzamiento de las operaciones de inversión de carácter innovador en nuevas tecnologías y en creación de PYME, y la del FROM para el apoyo a las PYME del Sector pesquero, asumiendo cada organismo el 50% del reaval prestado por CERSA y no cubierto por el FEI, en el marco de los respectivos programas.

(3) Según el artículo 8º de la Ley 1/1994, sobre régimen jurídico de las SGR, el capital desembolsado no puede ser inferior a 300 millones de pesetas (equivalentes a casi 2 m €).

(56%), en detrimento de los socios protectores, que siguen cediendo protagonismo a los partícipes, como consecuencia del continuado proceso de consolidación y expansión de las SGR (cuadro 1).

Los 60.487 *socios partícipes* han aportado un *capital medio* de 1.300 €, que ha estado creciendo suavemente hasta alcanzar el 6%. La base societaria de las SGR ha aumentado de forma continuada; actualmente, el número medio de partícipes por entidad alcanza los 2.888, un 5% superior al del año precedente, con un 27% de crecimiento en el último lustro. El *número medio de socios protectores* por SGR se sitúa en 33, con un *capital medio* aportado de 88.800 €, que rompe la tendencia creciente de años anteriores.

Las Comunidades Autónomas son el socio protector y promotor fundamental, aportando directamente el 25% del capital, que alcanzó el 29% con las aportaciones de las restantes Administraciones Públicas, en general, Diputaciones provinciales. En estas funciones de protectorado las Comunidades son acompañadas, además, por una serie de entidades privadas relevantes en el área de actuación de cada SGR, entre las que destacan las cajas de ahorros, con el 8,7%, que en algún caso concreto es sustituida o complementada por otra entidad de depósito (banco y/o cooperativa). Las asociaciones empresariales regionales, o en su caso sectoriales, aportan la parte fundamental del restante 4,2%, financiado en ocasiones mediante subvenciones públicas. Prácticamente todos los grupos de socios protectores han mantenido o disminuido su importancia relativa en el capital de las SGR en el último año, frente al avance de los socios partícipes.

No obstante, existen situaciones muy dispares. Mientras que en trece SGR los socios protectores son mayoritarios y los partícipes representan algo menos de un tercio del capital desembolsado conjunto, en las siete restantes los partícipes mantienen la titularidad sobre el 69% del capital desembolsado conjunto. En este último grupo de SGR figuran las dos sociedades de mayor tamaño y dos que pertenecen a agrupaciones sectoriales que operan en toda España.

El uso de la garantía mutua dista mucho de ser uniforme en toda España. Hay dos sectores de actividad económica, el del transporte y el del juego y ocio, que disponen de entidades con implantación a nivel nacional. El peso e importancia de las SGR varía notablemente de unas comunidades a otras, siendo las mayores y más dinámicas las que funcionan en las comunidades Vasca, Valenciana y de Castilla y León. En el otro extremo hay tres comunidades, Cataluña, Castilla

CUADRO 1

Sociedades de garantía recíproca
Estructura del capital (% del capital desembolsado)

	1998	1999	2000	2001
Socios protectores	48,6	47,9	47,2	44,5
Sector público	33,5	31,0	30,3	28,7
Comunidades Autónomas	29,6	27,4	27,0	25,3
Estado	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Locales	3,8	3,5	3,2	3,3
Entidades privadas	15,1	16,9	16,7	16,0
Entidades financieras	11,2	12,7	12,4	11,8
De las que: Cajas de ahorros	8,8	10,0	9,4	8,7
Asociación empresas y otros	3,9	4,2	4,3	4,2
Socios partícipes	51,4	52,1	52,8	55,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0
PRO MEMORIA:				
Capital desembolsado (miles €)	107.732	118.711	130.573	138.121
Capital medio en miles de euros por:				
Socio protector	78,5	83,9	89,7	88,8
Socio partícipe	1,1	1,1	1,2	1,3
Número medio de socios por SGR:				
Protectores	32	32	33	33
Partícipes	2.427	2.598	2.758	2.888
Número total de socios	51.649	55.244	58.598	61.341
Fuente: CESGAR.				

la Mancha y Rioja, que no disponen de este servicio de garantía mutua para las PYME.

3. ACTIVIDAD Y CONCENTRACIÓN

Al finalizar 2001, el *riesgo vivo* generado por la actividad de las SGR, prestando avales y garantías a sus socios partícipes, alcanzó los 2.210 m €, con un crecimiento anual del 11%, con lo que se ha mantenido la tendencia a su desaceleración (cuadro 2). El riesgo vivo creció ligeramente por debajo del crédito total de las EC al sector privado residente (12%), y solo supone el 1,2% del total de pasivos contingentes de las EC, con una pérdida en cada uno de los tres últimos años de unos 10 pb.

La demanda de avales a las SGR en 2001 (1.208 m €) ha crecido a una tasa muy baja (4,4%), en relación con la ya comentada evolución del crédito al sector privado (12%), si bien cabe pensar en una ligera reactivación, dado el nulo crecimiento del ejercicio anterior. Las concesiones efectuadas por las SGR representaron el 79% de la demanda del año, proporción idéntica a la de años anteriores. Las cifras de *concesiones* y *formalizaciones*, y su evolución, ponen de manifiesto que las primeras incluyen

autorizaciones de límites, cuyas formalizaciones se fraccionan según su utilización posterior, con una rotación normal inferior al año. Esta operativa, que tiene que ver con operaciones de aval técnico y de circulante, obliga a observar con cautela las cifras que figuran en el cuadro 2, en especial las referidas al importe medio de las formalizaciones (4).

Hay que resaltar el crecimiento experimentado por los avales financieros, prestados para operaciones de crédito y otros aplazamientos, formalizados en el año (19%), lo que supone un cambio en la trayectoria descendente seguida por esta rúbrica en años precedentes, mientras que los avales técnicos se han mantenido en una cifra similar a la del ejercicio anterior, interrumpiendo su fuerte crecimiento del pasado reciente.

El tamaño medio de los avales concedidos es de solo 86.800 €, lo que es coherente con el tipo

(4) Normalmente los límites de aval y los avales técnicos son operaciones con vencimiento indeterminado, pero en las estadísticas de las entidades, al no separarlos, son tratados como operaciones de largo plazo y no a la vista, lo que invalida la información disponible, muy en particular la referida a plazos de vencimiento medio de las formalizaciones, por lo que se ha optado por no mostrarla en el cuadro.

CUADRO 2

**Sociedades de garantía recíproca
Actividad**

Miles € y %

	1998			1999			2000			2001		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Riesgo vivo por avales y garantías	1.434.360	100	25,8	1.736.847	100	21,1	1.989.448	100	14,5	2.210.069	100	11,1
AVALES:												
Solicitados	1.074.906	75	27,7	1.148.079	66	6,8	1.157.211	58	0,8	1.208.387	55	4,4
Concedidos	835.684	58	34,3	893.477	51	6,9	912.886	46	2,2	958.850	43	5,0
% sobre solicitado	77,7			77,8			78,9			79,3		
Formalizados	749.998	52	32,2	824.698	47	10,0	855.463	43	3,7	949.559	43	11,0
<i>Créditos y otros</i>												
aplazamientos	475.119	33		514.543	30	8,3	498.801	25	-3,1	593.188	27	18,9
Técnicos	274.879	19		310.155	18	12,8	356.662	18	15,0	356.371	16	-0,1
% sobre concedido	89,7			92,3			93,7			99,0		
Reavales formalizados	330.730	23	9,6	388.803	22	17,6	329.098	17	-15,4	331.464	15	0,7
<i>% sobre avales formalizados</i>												
	44,1			47,1			38,5			34,9		
AVAL MEDIO:												
Solicitado	83,39		-4,1	87,26		4,6	95,31		9,2	93,59		-1,8
Concedido	76,29		0,4	80,34		5,3	86,38		7,5	86,77		0,5
Formalizado	21,66		13,4	24,36		12,4	26,14		7,3	29,30		12,1
<i>Crédito y otros</i>												
aplazamientos	90,19			93,40		3,6	97,21		4,1	101,38		4,3
Técnicos	9,36			10,94		16,8	12,93		18,2	13,42		3,8
PLAZO MEDIO AVALES:												
Concedidos (meses)	102			107			91			83		

Fuente: Banco de España.

de clientela de las SGR (PYME). El tamaño medio de los formalizados es notablemente inferior (29.300 €), debido al peso de los avales técnicos mencionados, en los que se realizan formalizaciones sucesivas contra un mismo límite, siempre que exista margen disponible.

La concentración en el sector es importante, puesto que las tres entidades mayores realizaron aproximadamente el 61% del total de los avales concedidos en el ejercicio y de los formalizados con destino al afianzamiento de operaciones financieras, créditos y otros aplazamientos, mientras que, en el otro extremo, las ocho con menor actividad han realizado poco más del 6% de las operaciones del sector.

4. EL RIESGO VIVO: COMPOSICIÓN Y DISTRIBUCIÓN

En el cuadro 3 se muestran las cifras del riesgo vivo por avales y garantías distribuido

según el sector de actividad al que pertenezca el demandante del aval, el prestamista del crédito avalado o el aceptante de la fianza prestada, las garantías complementarias exigidas al avalado y la naturaleza de la operación garantizada.

El riesgo vivo con los sectores industrial (33%) y terciario (48%) continúa absorbiendo el grueso de la actividad de las SGR.

Los acreditados de las *cajas de ahorros* siguen reforzando su posición como los usuarios más importantes de estos avales (38%). Por el contrario, los clientes bancarios vuelven a perder cuota, situando su participación en el 23%. El otro gran segmento de actividad son las operaciones de garantía a proveedores y clientes, que representan casi un tercio del volumen, y donde destacan los de las Administraciones Públicas, que suponen el 25%.

CUADRO 3

Sociedades de garantía recíproca
Riesgo vivo por avales y garantías: distribución

Miles € y %

	1998			1999			2000			2001		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Riesgo vivo por avales y garantías	1.434.360	100	25,8	1.736.847	100	21,1	1.989.448	100	14,5	2.210.069	100	11,1
SECTORIAL:												
Sector primario	34.204	2	28,4	43.895	3	28,3	60.546	3	37,9	59.726	3	-1,4
Sector industrial	527.958	37	25,7	592.826	34	12,3	674.062	34	13,7	730.504	33	8,4
Sector construcción	217.629	15	23,9	276.102	16	26,9	319.359	16	15,7	356.179	16	11,5
Sector terciario	654.577	46	26,6	824.024	47	25,9	935.482	47	13,5	1.063.659	48	13,7
PRESTAMISTAS:												
Banca privada	412.024	29	23,9	467.025	27	13,3	486.197	24	4,1	519.317	23	6,8
Cajas de ahorros	512.530	36	26,7	639.365	37	24,7	746.908	38	16,8	842.132	38	12,7
Cooperativas de crédito	80.187	6	22,6	100.480	6	25,3	115.094	6	14,5	143.912	7	25,0
Otras entidades financieras	12.260	1	-92,4	10.586	1	-13,7	13.770	1	30,1	15.098	1	9,6
<i>De las que: EFC</i>	<i>5.181</i>	<i>0</i>		<i>5.022</i>	<i>0</i>	<i>-3,1</i>	<i>5.779</i>	<i>0</i>	<i>15,1</i>	<i>6.221</i>	<i>0</i>	<i>7,6</i>
Proveedores y otros	417.343	29	138,4	519.394	30	24,5	627.480	32	20,8	689.610	31	9,9
<i>De los que: AAPP</i>	<i>285.228</i>	<i>20</i>		<i>354.652</i>	<i>20</i>	<i>24,3</i>	<i>438.975</i>	<i>22</i>	<i>23,8</i>	<i>461.362</i>	<i>21</i>	<i>5,1</i>
GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS:												
Real	426.307	30	25,4	565.107	33	32,6	715.219	36	26,6	830.170	38	16,1
<i>De la que: Hipotecaria</i>	<i>394.861</i>	<i>28</i>		<i>514.961</i>	<i>30</i>	<i>30,4</i>	<i>645.605</i>	<i>32</i>	<i>25,4</i>	<i>738.819</i>	<i>33</i>	<i>14,4</i>
Personal	639.135	45	17,6	730.642	42	14,3	759.855	38	4,0	755.224	34	-0,6
Sin garantía	368.907	26	44,1	439.970	25	19,3	514.375	26	16,9	624.676	28	21,4
NATURALEZA DE OPERACIÓN GARANTIZADA:												
Crédito y otros aplazamientos	1.066.495	74		1.266.754	73	18,8	1.423.680	72	12,4	1.613.904	73	13,4
Avales técnicos	358.275	25		459.579	26	28,3	555.134	28	20,8	571.677	26	3,0
<i>Vivienda</i>	<i>86.852</i>	<i>6</i>		<i>104.000</i>	<i>6</i>	<i>19,7</i>	<i>103.619</i>	<i>5</i>	<i>-0,4</i>	<i>85.491</i>	<i>4</i>	<i>-17,5</i>
<i>Contrat. y concurr. (AAPP)</i>	<i>181.128</i>	<i>13</i>		<i>223.707</i>	<i>13</i>	<i>23,5</i>	<i>290.461</i>	<i>15</i>	<i>29,8</i>	<i>238.499</i>	<i>11</i>	<i>-17,9</i>
<i>Otros ante AAPP</i>	<i>90.296</i>	<i>6</i>		<i>131.873</i>	<i>8</i>	<i>46,0</i>	<i>161.053</i>	<i>8</i>	<i>22,1</i>	<i>247.686</i>	<i>11</i>	<i>53,8</i>
Otras obligaciones	9.586	1		10.513	1	9,7	10.636	1	1,2	24.487	1	130,2

Fuente: Banco de España.

Los avales con *garantías complementarias reales*, más del 90% *hipotecarias*, han progresado en los últimos años con mucha fuerza, muy por encima de la actividad media, representando ya el 38% del total, a costa de las personales, que representan el 34%.

Finalmente, las operaciones garantizadas por las SGR son en su mayoría de naturaleza crediticia (73% del total), básicamente crédito de dinero. Esta actividad, junto con los otros avales a las Administraciones Públicas, distintos de las fianzas para *contrataciones y concurrencias*, es la que muestra un dinamismo mayor.

5. ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DEL BALANCE

En el cuadro 4 se muestra la estructura básica del balance y del riesgo vivo por avales y otras garantías de las SGR, y su evolución en los cuatro últimos años.

La *cartera de valores*, neta de provisiones específicas, ha superado los 227 m€, lo que representa el 68% del activo total, siendo, con mucho, la partida más importante del balance, con un crecimiento del 7%, muy por debajo del de los ejercicios precedentes, debido a una mayor preferencia por activos más líquidos, como los *acti-*

CUADRO 4

Sociedades de garantía recíproca
Balance

Miles € y %

	1998			1999			2000			2001		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Activos interbancarios	31.686	13	16,8	33.358	12	5,3	30.941	10	-7,2	50.620	15	63,6
Activos dudosos	38.433	16	-42,9	32.729	12	-14,8	22.492	7	-31,3	21.147	6	-6,0
Cartera valores neta	133.719	55	20,1	169.647	61	26,9	213.026	69	25,6	227.410	68	6,8
Renta fija neta	117.253	48	15,3	151.006	54	28,8	192.823	63	27,7	206.891	62	7,3
<i>De la que: AAPP</i>	90.044	37	17,3	107.300	39	19,2	121.511	39	13,2	109.984	33	-9,5
Renta variable neta	16.466	7	70,2	18.641	7	13,2	20.204	7	8,4	20.519	6	1,6
Inmovilizado neto	24.583	10	-2,6	23.084	8	-6,1	22.898	7	-0,8	20.623	6	-9,9
Deudores y otras	16.668	7	-3,9	18.570	7	11,4	18.714	6	0,8	15.711	5	-16,0
Total activo = Total pasivo	245.120	100	-1,3	277.385	100	13,2	308.068	100	11,1	335.511	100	8,9
Fondos propios	104.733	43	28,3	114.300	41	9,1	125.545	41	9,8	134.985	40	7,5
<i>Socios protectores</i>	52.801	22	0,6	56.972	21	7,9	61.570	20	8,1	61.504	18	-0,1
<i>Socios partícipes</i>	54.947	22	3,7	61.741	22	12,4	69.001	22	11,8	76.618	23	11,0
<i>Reservas netas</i>	-2.999	-1	-87,4	-4.411	-2	47,1	-5.028	-2	14,0	-3.136	-1	-37,6
Resultado neto	-1.197	0	-24,6	-432	0	-63,9	-272	0	-37,0	657	0	
Fondo prov. técnicas (neto)	68.610	28	-0,8	92.857	33	35,3	106.970	35	15,2	130.190	39	21,7
<i>Con cargo a resultados</i>	42.145	17	-28,5	56.622	20	34,4	65.471	21	15,6	77.388	23	18,2
<i>Otras aportaciones</i>	65.901	27	-9,4	72.425	26	9,9	71.953	23	-0,7	82.238	25	14,3
<i>Menos FPT aplicado (a)</i>	39.438	16	-36,9	36.191	13	-8,2	30.455	10	-15,8	29.439	9	-3,3
Fondo de insolvencias	34.895	14	-41,8	32.633	12	-6,5	26.528	9	-18,7	26.636	8	0,4
Entidades de crédito	7.344	3	2,7	6.150	2	-16,3	4.822	2	-21,6	4.882	1	1,2
Otros fondos ajenos y diversas	30.747	13	-4,0	31.879	11	3,7	44.476	14	39,5	38.159	11	-14,2
PRO MEMORIA:												
Riesgo vivo por avales y garantías	1.434.360	100	25,8	1.736.847	100	21,1	1.989.448	100	14,5	2.210.069	100	11,1
<i>En situación normal</i>	1.393.622	97	28,1	1.688.664	97	21,2	1.915.018	96	13,4	2.126.779	96	11,1
<i>Dudosos</i>	40.736	3	-21,8	48.186	3	18,3	74.430	4	54,5	83.291	4	11,9
Riesgo reavalado	637.626	44	48,3	768.776	44	20,6	934.552	47	21,6	1.025.846	46	9,8
<i>En situación normal</i>	612.768	43	53,7	741.384	43	21,0	892.480	45	20,4	977.878	44	9,6
<i>Dudosos</i>	19.839	1	-15,7	23.781	1	19,9	38.319	2	61,1	43.901	2	14,6
<i>Activos dudosos</i>	5.011	0	-35,9	3.611	0	-27,9	3.755	0	4,0	4.067	0	8,3

Fuente: Banco de España.
(a) Incluye los distintos fondos específicos de provisiones. El de cobertura de insolvencias se muestra en rúbrica independiente, dada su importancia y significación, mientras que los restantes minoran las correspondientes rúbricas del activo: cartera de valores e inmovilizado.

vos *interbancarios*. La mayor parte de la cartera está colocada en fondos de renta fija (91%), mayoritariamente públicos (48%), debido a la obligación legal de inversión de los recursos propios en valores de estas características. Los *activos interbancarios* han crecido el 64%, hasta alcanzar los 51 m € en el ejercicio, pasando a representar el 15% del balance, debido, en buena medida, a que los depósitos en instituciones de crédito también son computables a efectos de la colocación obligatoria de los recursos propios.

Esta evolución de las inversiones financieras se corresponde con las obligaciones legales de inversión en activos de bajo riesgo y alta liquidez de, al menos, el 75% de los recursos propios, capital y fondos de provisiones técnicas, y es coherente con la situación de los mercados financieros españoles, debido a la pérdida progresiva del peso de las emisiones del sector público, por la decreciente necesidad de financiación del Estado, en favor de las emisiones alternativas de renta fija realizadas por en-

tidades privadas y de los depósitos en el sistema bancario.

Las restantes partidas del activo han disminuido, siendo de destacar el nuevo retroceso de los *activos dudosos* (6%), que han alcanzado un mínimo de 21 m € al término del ejercicio 2001.

Los *fondos propios*, que suponen casi el 80% del balance, tienen como componente fundamental el capital desembolsado por los socios. Por primera vez en la historia de las SGR, el desembolsado por los *socios protectores* ha disminuido en el ejercicio, manteniéndose en un importe muy próximo al del anterior (62 m €), mientras que el de los socios partícipes (77 m €) continuó creciendo (11%) más moderadamente, en línea con el riesgo vivo. Las *reservas netas* son negativas para todo el período, pero se han reducido en más de un tercio en 2001.

El otro componente fundamental de los fondos propios es el *fondo de provisiones técnicas* (FPT), neto de los distintos fondos específicos (5). El FPT *neto* representa el 39% del balance y es fuertemente creciente. Supone, además, el 5,9% del riesgo vivo total y el 12,7% del mismo, una vez deducido lo reafianzado. Con todo ello, el FPT *neto* excede muy ampliamente los mínimos exigidos a cada entidad para la cobertura de los riesgos generales por sus operaciones, que se han evaluado en unos 17 m € a finales de 2001 (6).

De las restantes partidas del pasivo solo cabe destacar la cuenta de *otros fondos ajenos y diversas* por su importancia (38 m €), con una disminución del 14% en el ejercicio. La mitad de su importe se debe a las fianzas y depósitos recibidos por las SGR en contrapartida por operaciones de aval, como consecuencia de utilizar técnicas de reducción del riesgo y de ampliación de las garantías similares a las

usuales en mercados financieros alternativos para estas operaciones.

6. MOROSIDAD Y SOLVENCIA

Los *activos y avales dudosos* que figuran en balance y en cuentas de orden, respectivamente, deben ser ajustados por las contrapartidas a efectos del análisis de la morosidad y de su cobertura (7). Los *dudosos totales ajustados* han crecido el 8,4% en 2001, alcanzando los 98 m €, cifra ciertamente elevada, tanto en términos absolutos como relativos, puesto que representa el 3,97% del riesgo total, -9 pb menos que un año antes. Pero dicho crecimiento ha tenido lugar básicamente en la cartera cuyo riesgo es compartido a través del mecanismo de reafianzamiento, puesto que los *activos y avales dudosos ajustados netos de reaval* han crecido con mucha menor fuerza, el 3,5%. Como consecuencia de todo ello, la *ratio* de dudosos ajustados de reaval se ha situado en el 3,47% del riesgo no reafianzado, manteniendo una evolución claramente decreciente, con una nueva caída de 27 pb, y significativamente por debajo de la *ratio* no corregida.

Los *avales dudosos ajustados* crecieron el 12% en el ejercicio, alcanzando los 79 m €. El mayor crecimiento (19,5%) ha tenido su origen en los dudosos clasificados como tales por causas distintas de la morosidad, que figuran como *resto* en el cuadro 5. En el último ejercicio ha debido incidir el debilitamiento de la situación económica, a diferencia de años anteriores, en los que, según fuentes del sector, tuvieron mucho mayor peso las mejoras de los sistemas de gestión del riesgo de crédito y de los sistemas de información de las SGR (8). El crecimiento de los dudosos se ha visto limitado por la caída de los originados por la *morosidad* de los clientes (-6,7%), muy alejado del crecimiento del año anterior.

Los activos dudosos ajustados superaron los 19 m €, retrocediendo moderadamente (-5%) si se compara con la fuerte caída de los dos años anteriores. A ello han contribuido los

(5) El FPT está compuesto por dotaciones con cargo a resultados, tanto por el montante necesario para la provisión de insolvencias obligatorias o para hacer frente a las exigencias de recursos propios mínimos, aunque se generen pérdidas, como por las que libremente desee realizar cada entidad. En esta cuenta deberán figurar todas las subvenciones, donaciones o aportaciones no reintegrables recibidas de sus socios, o de las Administraciones Públicas, con la finalidad básica de reforzar la solvencia de la correspondiente sociedad.

(6) El FTP neto de una SGR no puede ser inferior al 1% de los riesgos y avales vivos totales, excluidos el 50% de los garantizados mediante hipoteca, los activos y avales dudosos sometidos a cobertura específica, los exentos de cobertura como la deuda pública y los avalados o reasegurados por entidades de reafianzamiento en el porcentaje correspondiente según contrato. Esta regulación es similar a la exigida a las EC para la cobertura genérica de su riesgo de crédito.

(7) Para realizar el ajuste se deducen las comisiones percibidas no computadas en pérdidas y ganancias, capital desembolsado por los socios en mora y las aportaciones dinerarias recibidas específicamente para la cobertura de riesgo.

(8) A estos efectos debe recordarse que el coste del reafianzamiento por CERSA es nulo, siempre que se cumplan las condiciones establecidas contractualmente, asociadas recientemente a la calidad en la gestión del riesgo, frente al anterior sistema de penalizaciones y exclusión según la falencia de cada entidad.

CUADRO 5

**Sociedades de garantía recíproca
Riesgos, dudosos y cobertura**

Miles € y %

	1998			1999			2000			2001		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Riesgo total (a)	1.636.380		20,3	1.952.149		19,3	2.236.954		14,6	2.479.303		10,8
Riesgo total neto de reaval (b)	998.754		7,4	1.183.373		18,5	1.302.402		10,1	1.453.457		11,6
Dudosos totales ajustados (c)	85.101	100	-28,7	77.015	100	-9,5	90.814	100	17,9	98.428	100	8,4
Activos dudosos ajustados	45.483	53		30.959	40	-31,9	20.510	23	-33,8	19.478	20	-5,0
Con cobertura general	25.962	31		21.715	28	-16,4	17.556	19	-19,2	17.394	18	-0,9
Con cobertura hipotecaria	17.531	21		7.318	10	-58,3	1.341	1	-81,7	570	1	-57,5
Resto	1.995	2		1.928	3	-3,4	1.612	2	-16,4	1.514	2	-6,1
Avales dudosos ajustados	39.613	47		46.057	60	16,3	70.304	77	52,6	78.951	80	12,3
Por morosidad	17.903	21		14.984	19	-16,3	19.384	21	29,4	18.086	18	-6,7
Resto	21.708	26		31.073	40	43,1	50.921	56	63,9	60.865	62	19,5
Dudosos ajustados netos de reaval (d)	60.251		-31,5	49.623		-17,6	48.740		-1,8	50.460		3,5
Fondo de provis. insolvencias (e)	34.895		-41,8	32.633		-6,5	26.528		-18,7	26.636		0,4
ASR (f)	81.387		35,4	84.895		4,3	88.442		4,2	90.832		2,7
Recursos propios computables (g)	171.673		15,2	206.296		20,2	231.633		12,3	264.704		14,3
		%	PP		%	PP		%	PP		%	PP

RATIOS EN % Y VARIACIONES EN PUNTOS PORCENTUALES:

Dudosos ajustados (c/a)	5,20	-3,58	3,95	-1,26	4,06	0,11	3,97	-0,09
Dudosos ajustados NR (d/b)	6,03	-3,43	4,19	-1,84	3,74	-0,45	3,47	-0,27
Dudosos y variación ASR (d+Δf/b+Δf)	7,99	-6,97	4,48	-3,52	4,00	-0,47	3,63	-0,37
Cobertura de dudosos NR (e/d)	57,92	-10,20	65,76	7,85	54,43	-11,33	52,79	-1,64
Recursos propios computables (g/a)	10,49	-0,46	10,57	0,08	10,35	-0,21	10,68	0,32
Recursos propios computables NR (g/b)	17,19	1,17	17,43	0,24	17,79	0,35	18,21	0,43

Fuente: Banco de España.
 (a) Se define como riesgo vivo por avales más tesorería, deudores por operaciones de tráfico y normales, deudores en mora y dudosos y cartera de valores neta.
 (b) Riesgo total deducido, reafianzado o reavalado.
 (c) Se trata de los activos y de los avales dudosos; desde 1998 están ajustados por sus contrapartidas: comisiones cobradas sin computar, capital desembolsado o dinerarias específicas.
 (d) Se trata de los dudosos totales ajustados (c) menos los reafianzados.
 (e) Excluida la cobertura no necesaria por disponer de contratos de reafianzamiento.
 (f) Son los activos en suspenso regularizados.
 (g) Se define como capital desembolsado, reservas y fondos de provisiones técnicas netas de provisiones específicas, deducidas las pérdidas.

importantes traspasos a activos en suspenso regularizados (ASR) (9). La *ratio* de dudosos de las SGR corregida por las variaciones interanuales de los ASR muestra una evolución más favorable, descendiendo hasta el 3,6%, con una mejora de casi 40 pb en 2001.

Los *fondos de insolvencia* para la cobertura de los riesgos específicos por los activos,

avales y garantías dudosos, descontados los cubiertos por contratos de reafianzamiento, han alcanzado los 27 m €, el 8% del balance, concluyendo el proceso de reducción de años anteriores. Estos fondos deben igualar, al menos, los mínimos obligatorios que se calculan de forma idéntica a los específicos de las EC, en función de la antigüedad en la mora o de su dudosidad (10). Estos fondos

(9) Estos traspasos se pueden evaluar, como mínimo, en la suma del crecimiento neto de los ASR, más el total de los ASR recuperados que corresponden a las SGR, resultando: 10 m € en 2001; 13 m € en 2000, y 15 m € en 1999.

(10) Las SGR, en lo referente a la evaluación del fondo de insolvencias necesario para la cobertura del riesgo de crédito específico de sus operaciones, están sujetas a la normativa de orden contable aplicable a las entidades de crédito, de acuerdo con el RD 2345/1996

CUADRO 6

**Sociedades de garantía recíproca
Cuenta de resultados**

Miles € y %

	1998			1999			2000			2001		
	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual
Ingresos ordinarios de inversiones financieras (neto)	9.093	0,61	22,3	9.084	0,47	-0,1	11.336	0,51	24,8	13.147	0,53	16,0
Resultado de operaciones financieras (neto)	883	0,06	-60,6	227	0,01	-74,3	856	0,04	277,1	-946	-0,04	
Ingresos por garantías y servicios (neto)	18.018	1,20	17,4	20.712	1,06	15,0	21.580	0,96	4,2	23.270	0,94	7,8
<i>De los que: Por prestaciones de garantía (neto)</i>	<i>16.791</i>	<i>1,12</i>	<i>14,0</i>	<i>19.313</i>	<i>0,99</i>	<i>15,0</i>	<i>19.967</i>	<i>0,89</i>	<i>3,4</i>	<i>21.806</i>	<i>0,88</i>	<i>9,2</i>
Margen ordinario	27.994	1,87	11,8	30.023	1,54	7,2	33.772	1,51	12,5	35.471	1,43	5,0
Gastos de explotación (neto)	-18.448	-1,23	8,9	-19.177	-0,98	4,0	-21.223	-0,95	10,7	-22.014	-0,89	3,7
<i>De personal</i>	<i>-11.286</i>	<i>-0,75</i>	<i>10,2</i>	<i>-11.861</i>	<i>-0,61</i>	<i>5,1</i>	<i>-13.104</i>	<i>-0,59</i>	<i>10,5</i>	<i>-13.979</i>	<i>-0,56</i>	<i>6,7</i>
<i>Generales y de amortización</i>	<i>-8.215</i>	<i>-0,55</i>	<i>15,2</i>	<i>-9.320</i>	<i>-0,48</i>	<i>13,5</i>	<i>-9.395</i>	<i>-0,42</i>	<i>0,8</i>	<i>-8.889</i>	<i>-0,36</i>	<i>-5,4</i>
<i>Subvenciones de explotación</i>	<i>1.057</i>	<i>0,07</i>	<i>141,3</i>	<i>2.002</i>	<i>0,10</i>	<i>89,4</i>	<i>1.275</i>	<i>0,06</i>	<i>-36,3</i>	<i>853</i>	<i>0,03</i>	<i>-33,1</i>
Margen de explotación	9.546	0,64	18,1	10.846	0,56	13,6	12.549	0,56	15,7	13.457	0,54	7,2
Dotaciones a saneamientos (neto)	-11.967	-0,80	-31,6	-13.257	-0,68	10,8	-13.082	-0,58	-1,3	-14.455	-0,58	10,5
<i>Fondos específicos (insolvencias)</i>	<i>-3.865</i>	<i>-0,26</i>	<i>-66,4</i>	<i>-1.415</i>	<i>-0,07</i>	<i>-63,4</i>	<i>-3.122</i>	<i>-0,14</i>	<i>120,6</i>	<i>-2.023</i>	<i>-0,08</i>	<i>-35,2</i>
<i>Dotación neta al FPT</i>	<i>-8.102</i>	<i>-0,54</i>	<i>34,7</i>	<i>-11.842</i>	<i>-0,61</i>	<i>46,2</i>	<i>-9.960</i>	<i>-0,45</i>	<i>-15,9</i>	<i>-12.432</i>	<i>-0,50</i>	<i>24,8</i>
Resultados extraordinarios netos	1.278	0,09	-83,7	2.454	0,13	92,0	529	0,02	-78,4	2.097	0,08	296,4
Resultados antes de impuestos	-1.143	-0,08	-27,7	44	0,00		-1	0,00		1.104	0,04	
Impuestos	-54	0,00	800,0	-476	-0,02	781,5	-271	-0,01	-43,1	-447	-0,02	64,9
Resultado contable	-1.197	-0,08	-24,6	-432	-0,02	-63,9	-272	-0,01	-37,0	657	0,03	
PRO MEMORIA:												
RTM	1.498.242	100,00	17,5	1.952.149	100,00	30,3	2.236.954	100,00	14,6	2.479.303	100,00	10,8
	%	PP		%	PP		%	PP		%	PP	
RENTABILIDADES:												
Inversiones financieras	6,57		-1,13	4,92		-1,64	5,35		0,43	4,63		-0,72
Comisiones por riesgo en vigor por aval y garantías	1,21		-0,15	1,14		-0,06	1,04		-0,1	1,03		-0,02
Comisiones netas por avales y garantías normales no reavalados	2,15		0,01	2,04		-0,11	1,95		-0,09	1,9		-0,05
Recursos propios	-1,28		0,58	-0,39		0,89	-0,23		0,17	0,5		0,73

Fuente: Banco de España.

representaron el 52,8% de los dudosos totales netos de reaval, con un retroceso de 1,6 pp en el año.

(de 8 de noviembre y BOE del 21 de noviembre), artículo 4, párrafo 2, desarrollado en la OM del MEH, de 12 de febrero de 1998, sobre normas especiales para la elaboración, documentación y presentación de la información contable de las SGR, siendo de aplicación, además, la CBE nº 4/1991 y su corrección por la CBE nº 9/1999, de 17 de diciembre (BOE del 23).

El coeficiente de solvencia de las SGR, idéntico al de las EC (11), alcanzó el 10,7% en 2001,

(11) Este coeficiente de solvencia, o de recursos propios mínimos computables, se calcula por la relación entre los recursos propios —suma de capital desembolsado, reservas, fondo de provisiones técnicas neto, deducidas las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores y del corriente— y el riesgo vivo total, que incluye los riesgos por avales y garantías prestados y por los restantes activos patrimoniales netos según sus riesgos. Este coeficiente no puede situarse en ningún momento por debajo del 8%.

experimentando una mejora de 33 pb. Todas las SGR cumplen holgadamente con las exigencias de recursos propios mínimos legales, ya que estos, conjuntamente, exceden en más del 62% los requerimientos mínimos, y la más ajustada los supera en más del 24%. En cualquier caso, el nivel efectivo de la *ratio* de solvencia de estas entidades, calculada teniendo en cuenta la minoración sustancial del riesgo debido al mecanismo de reaval, ha sido bastante más sólido y ligeramente creciente, superando el 18%, con una mejora en el año de 42 pb.

7. CUENTA DE RESULTADOS

El *margen de explotación* superó los 13 m €, con un aumento del 7%, lo que significa el 0,54% de los RTM de 2001, perdiendo dos centésimas con relación al año anterior. A ello contribuyó el cambio de signo de los resultados financieros, al incurrir en pérdidas de 1 m €, con un empeoramiento del margen de 8 pb de los RTM, compensadas en buena medida por la contención de los gastos de explotación, que, a pesar de haber crecido casi un 4%, perdieron 6 pb en términos de RTM (véase cuadro 6).

Los *ingresos ordinarios* de la cartera de valores crecieron fuertemente, pero se compensaron plenamente por las pérdidas netas por *operaciones financieras*, con lo que el peso relativo conjunto de ambos conceptos se situó en el 0,49% de los RTM, con una pérdida de 6 pb. La rentabilidad de los activos financieros medios del año fue del 4,63%, con una pérdida de 72 pb, debida, en partes idénticas, al descenso de los tipos de interés y del dividendo y a las pérdidas en operaciones de valores.

Los ingresos derivados de la prestación de garantías a sus socios y servicios crecieron el 7,8%, muy superior al del ejercicio precedente, pero lejos del crecimiento del riesgo (11%), por lo que han vuelto a perder importancia relativa (-2 pb), situándose en el 0,94% de los RTM. A ello contribuyó decisivamente la reducción del coste del aval hasta el 1,03% de los avales medios en situación normal de 2001, desde el 1,35% de 1997. Este abaratamiento se debió a que CERSA exigió contractualmente, desde principios de 2000, que el coste para el cliente

de las operaciones reavaladas no excediera del 1% anual (12). Debe tenerse en cuenta que la rentabilidad para las SGR se situó en el 1,90% del RTM neto de reafianzamiento, con tendencia descendente (-5 pb).

Con todo ello el *margen ordinario* creció el 5%, alcanzando los 35,5 m €, que representan el 1,43% en términos de RTM, con una pérdida de 8 pb.

Los *gastos de explotación* en 2001 se moderaron notablemente, pero su peso aún se mantiene en el 0,89%, ligeramente por encima de los *ingresos por garantías* prestadas. Dicha evolución responde a la reducción de los *gastos generales* en un 5%, al crecimiento de los *gastos de personal* del 7%, hasta el 0,56% de los RTM, y a la fuerte reducción de las subvenciones de explotación por segundo año consecutivo.

El *margen de explotación* continuó siendo insuficiente para hacer frente a las necesidades de *dotaciones a saneamientos (netas)*, 14 m € y 0,58% de los RTM. Destaca, no obstante, la menor necesidad de dotar los *fondos específicos para insolvencias* (2 m €), mientras que la dotación neta al *fondo de provisiones técnicas* creció con fuerza (25%), representando el 0,5% de los RTM. El mencionado déficit ha sido atendido con ingresos extraordinarios aportados por los socios, que vienen a representar la mitad de los resultados extraordinarios de 2001, evitando que dicho déficit se convirtiera en pérdidas del ejercicio.

Finalmente, el *resultado antes de impuestos* del conjunto de las SGR resultó, así, ser positivo en solo 1 m €, lo que es coherente con el carácter mutualista de estas entidades y con el peso del protectorado público, que determinan como objetivo prioritario de su gestión la minimización del coste del aval para sus socios, sin perjuicio de la obtención de unos resultados contables equilibrados.

18.7.2002.

(12) En alguna SGR se ha sustituido la cláusula del 1% máximo por un compromiso de reducción al 1% en cuanto las circunstancias y el margen lo permitan.

Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2001

El objeto de este artículo es presentar sucintamente la información disponible del conjunto de los establecimientos financieros de crédito (EFC), reunida en el apéndice adjunto, reseñando los hechos más relevantes de su actividad en 2001 y su evolución reciente (1). Entre la información se recoge la estructura del sector de EFC en cuanto a su composición, peso en el sector del crédito, tamaño de las entidades y grado de concentración (cuadros 1 a 3).

Los EFC se agrupan, a efectos analíticos, en entidades españolas y extranjeras. Entre las primeras destacan las filiales de entidades de depósito (ED) nacionales, y, entre las segundas, las dedicadas a la financiación de automóviles, tanto por el tamaño de sus entidades (activos medios de 626 y 728 m €) como por el peso en el total del sector (60% y 20%, respectivamente). Las restantes agrupaciones, las de filiales de entidades de crédito extranjeras y las otras españolas y extranjeras, independientes de grupos financieros, tienen escaso peso global, estando integradas por entidades mayoritariamente pequeñas, en las que destacan por su tamaño algunos EFC especializados y de marca comercial.

1. ACTIVIDAD DE LOS E.F.C.

Los EFC mantuvieron un comportamiento muy dinámico en 2001, con un crecimiento de su actividad del 20%, superando en 4 puntos porcentuales (pp) el del ejercicio anterior y muy por encima del 12% del conjunto de entidades de crédito (EC), si bien solo representan el 3% de la actividad total. No obstante, el peso de los EFC se eleva hasta el 5,3% (4,9% el año anterior) de la financiación a otros sectores privados residentes, debido a su dedicación, casi exclusiva, a estas operaciones. Todas las agrupaciones de EFC participaron de dicho dinamismo, que siguió ligado a su especialización en instrumentos financieros como el arrendamiento financiero, el factoraje o la financiación de ventas a plazos (cuadros 2, 5 y 6).

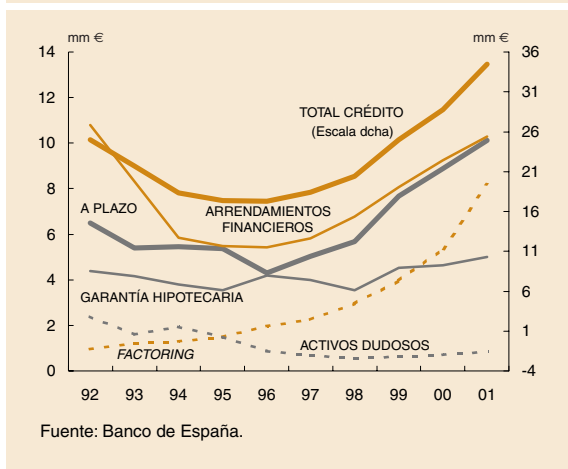
La actividad crediticia (2) más importante de los EFC es la de *arrendamiento financiero*, que

(1) Los EFC están sometidos a la misma regulación aplicable a las restantes EC, de las que tan solo se diferencian porque los EFC no pueden financiarse mediante la captación de depósitos reembolsables del público. Su regulación específica se contiene en la Ley 3/1994, de transposición de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, modificada por el RD-L 12/1995, de medidas urgentes, que los definió como entidades de crédito, y desarrollada por el RD 692/1996, sobre su régimen jurídico.

(2) Véanse los cuadros 5 al 9 del apéndice, que contienen la información sobre la inversión crediticia.

GRÁFICO 1

Actividad crediticia de los EFC



con 10,3 mm € y un crecimiento del 11,4%, representa un 30% de su inversión total en créditos y el 51% de cuota del mercado en este instrumento (gráfico 1). Esta actividad, cuyo crecimiento se ha desacelerado en los últimos años, perdiendo suavemente importancia relativa, la realizan fundamentalmente los EFC nacionales (86%), entre los que destacan los filiales de los mayores grupos de ED (60% del total).

La financiación de *ventas a plazo* constituye la segunda actividad, por volumen de inversión crediticia, con 10,1 mm € y un crecimiento del 14%. Los EFC especializados en la financiación de automóviles absorbieron más de la mitad de esta financiación, representando el 82% de su negocio, en el que destaca la financiación a empresas de distribución, reparación y alquiler de automóviles. A continuación figuran las filiales de ED nacionales, debido a la financiación de la compra de vehículos por particulares (cuadro 7).

El 80% de este segmento de negocio se concentra en los ocho EFC mayores, de los que cuatro pertenecen a cada uno de los mayores grupos de automoción, uno al primer grupo de distribución comercial y tres a dos de los mayores grupos bancarios. Estos grupos amplían aún más su participación conjunta, hasta en cinco puntos adicionales, si se toma en consideración la financiación a plazo de otros EFC del mismo grupo.

La tercera gran línea de actividad de los EFC es el *crédito comercial*, instrumentado mediante el mecanismo conocido comercialmente como factoraje (*factoring*). Este alcanzó 8,2 mm €, ya que, además de lo clasificado como tal en el balance, hay que considerar también la mayor parte de la financiación a las Administra-

ciones Públicas (3). El crecimiento anual de estas operaciones fue del 58%, acelerando el ya fuerte crecimiento experimentado en ejercicios anteriores, lo que le convierte en el mecanismo de financiación de mayor potencia para el desarrollo futuro de este sector institucional. La mayor parte de estas operaciones (93%), incluyendo el total de lo financiado a las Administraciones Públicas, se realiza mediante la modalidad de *factoring sin recurso al cedente*, o sea, por cuenta y riesgo de las propias entidades tomadoras del instrumento, mientras que las restantes operaciones realizadas con recurso al cedente se estancaron y son marginales.

Se trata de un mercado relativamente nuevo y en fuerte expansión, en el que los EFC gozan de una clara ventaja competitiva *de facto*, como demuestra que los 25 EFC que ofrecen servicios de factoraje representan el 78% del volumen global de este mercado, con una progresión de 12 pp en el último ejercicio, debido a que uno de los mayores grupos financieros transfirió toda su actividad a su filial especializada. La concentración en este instrumento es también muy importante, puesto que los EFC filiales de las tres mayores ED nacionales acumulan el 83% de esta financiación.

Con cifras más modestas aparecen los *préstamos con garantía hipotecaria* (3,5 mm €), destinados, en gran medida (82%), a financiar la adquisición de vivienda por particulares. Esta actividad hipotecaria repuntó en 2001 (6,1%), tras cuatro años de continuo retroceso. Las ED optaron preferentemente por otorgar directamente los créditos hipotecarios a los clientes particulares, al objeto de beneficiarse de la colocación de sus productos financieros de pasivo, actividad vedada totalmente a los EFC. Teniendo en cuenta los créditos hipotecarios titulizados pendientes de amortizar a finales de 2001, la financiación hipotecaria otorgada por los EFC habría alcanzado un importe de 5 mm €, lo que representa algo menos del 2% del crédito hipotecario total, cuota que ha venido reduciéndose en los últimos años.

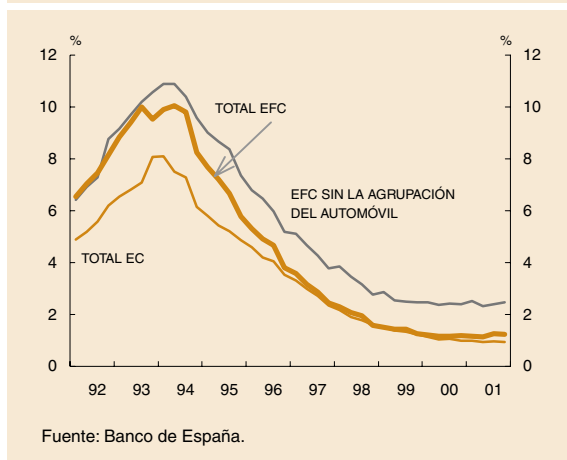
Con las operaciones señaladas hasta ahora y los créditos dudosos, queda por referir apenas un 4,2% de la inversión crediticia, porcentaje que incluye el *crédito dispuesto en tarjetas de crédito* como componente principal.

Los *activos y avales dudosos* ajustados (4) se situaron en 807 m €, con un crecimiento del

(3) Véase, en el cuadro 7, la partida de pro memoria: Crédito a AAPP por factoraje sin recurso al cedente.

(4) Se trata de los dudosos que requieren provisión para fondos de insolvencias, excluyendo, por lo tanto, a aquellos que no la requieren, de acuerdo con la norma 11ª 4.a. 3) de la CBE 4/1991.

GRÁFICO 2

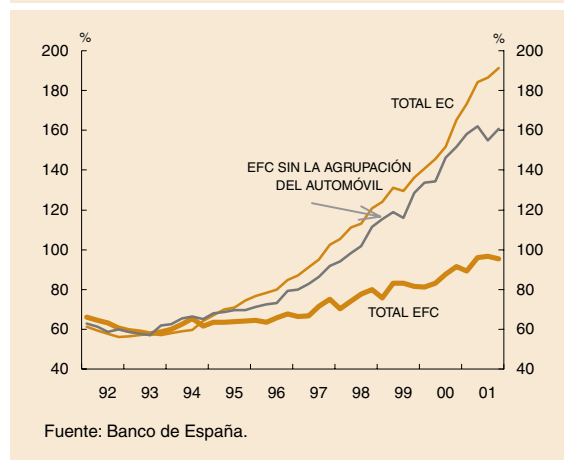
Ratio de dudosos sobre total riesgos de los EFC

24%, que marca una tendencia de clara aceleración (cuadro 8). La *ratio* de dudosos alcanzó el 2,48% del riesgo crediticio, con un repunte de 9 puntos básicos (pb) con relación al mínimo histórico de los dos años anteriores, ampliando la distancia que la separaba del nivel de esta *ratio* en las ED.

Los dudosos crecieron con fuerza superior a la del riesgo de crédito en las distintas agrupaciones, con la única excepción de los de las filiales de ED españolas. En estas últimas, los dudosos crecieron el 15,6%, casi cuatro pp por debajo del crecimiento del crédito, siendo la única que mejoró muy ligeramente su *ratio* de dudosos (0,92%). El alto nivel de la *ratio* del conjunto y de su empeoramiento se localiza, principalmente, en las entidades filiales de fabricantes de automóviles, puesto que su *ratio*, normalmente mucho más elevada, alcanzó el 7,1%, con un empeoramiento en 2001 superior a 20 pb (gráfico 2).

Los *fondos de insolvencias* alcanzaron los 770 m €, con un fuerte incremento en el ejercicio (29%), al que han contribuido los tres tipos de cobertura. Destacan las aportaciones al fondo de la provisión estadística creado en el 2000, tanto por su progresión en términos absolutos como relativos, a pesar de su escasa importancia en las agrupaciones de automóviles y de extranjeros independientes (2% de los fondos para insolvencias), debido al esfuerzo que han realizado en la cobertura específica. La *ratio* de cobertura de dudosos presentó una evolución muy favorable, alcanzando el 95,5%, si bien la cobertura de los EFC filiales de ED nacionales fue del 203%, con una mejora de casi 26 pp, superando ampliamente la cobertura del conjunto de las EC españolas, mientras que los del sector de automoción solo disponen de una cobertura del 53% (gráfico 3).

GRÁFICO 3

Ratio de cobertura de dudosos de los EFC

La *financiación* de los EFC siguió procediendo mayoritariamente del resto de EC que les suministraron casi las tres cuartas partes de su pasivo (73%), si bien esta fuente solo representó la mitad de la nueva financiación, perdiendo peso en el total (-4 pp). Los recursos captados por depósitos (5) y emisiones de títulos han sido los de comportamiento más dinámico, lo que los ha alzado hasta el 14% del balance. Además, debe tenerse en cuenta que los créditos transferidos a terceros y dados de baja del balance, básicamente mediante el mecanismo de titulización hipotecaria, supondrían más de cinco pp del balance total (cuadros 5 y 9). Finalmente, los *fondos propios* ascendieron a 2 mm €, con un crecimiento próximo al 20%, lo que permitió a los EFC un cumplimiento, en general, holgado de los requerimientos de solvencia.

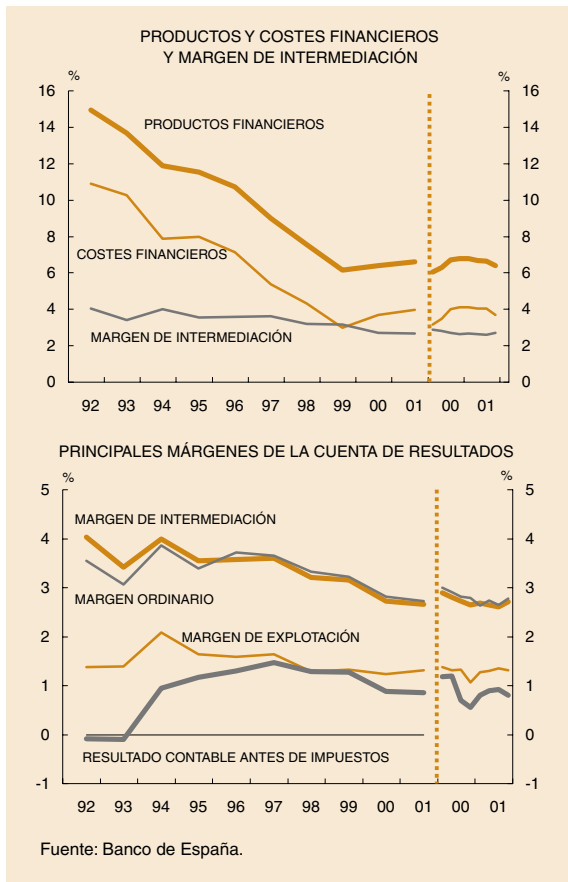
2. RESULTADOS

Como se ha señalado, el volumen de negocio de estas entidades y, por tanto, sus *activos totales medios* (ATM) crecieron por encima del 20% en 2001, alcanzando los 33,8 mm €. En términos relativos, los ingresos y costes financieros se situaron en porcentajes del 6,62% y del 3,96% sobre ATM, con aumentos de 21 y 27 pb, respectivamente, lo que indujo una ligera reducción del *margen de intermediación*, hasta situarlo en el 2,66% de los ATM. A pesar de la continuación en la tendencia decreciente del margen de intermediación de los EFC, este se situó 22 pb por encima del de las ED. Esta

(5) Estos depósitos proceden, casi en exclusiva, de los propios accionistas o de sociedades del grupo, debido a que estas entidades no pueden captar depósitos del público, ni de sus clientes.

GRÁFICO 4

Principales epígrafes de la cuenta de resultados de los EFC
Porcentaje sobre balance medio (ATM)



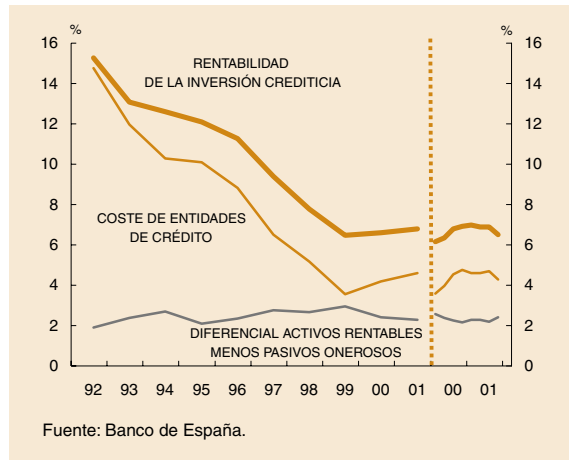
ventaja comparativa es debida al margen de intermediación obtenido por los EFC independientes, con rentabilidades de su inversión crediticia claramente por encima del 7,5% (cuadro 10). En cuanto al perfil trimestral hay que destacar la ligera mejoría del margen de intermediación en el cuarto trimestre de 2001 (gráficos 4 y 5).

La aportación de los otros productos ordinarios (netos), constituidos por las comisiones percibidas menos los corretajes y comisiones varias pagadas, es escasa (0,06% de los ATM) y errática. Los gastos de explotación crecieron el 8%, para situarse en el 1,42% de los ATM, con una mejora de 16 pb en el año, fruto de la continuidad en la contención de los gastos de personal y generales, que se situaron, respectivamente, en el 0,58% y 0,68% de los ATM (cuadro 11).

Todo ello desembocó en una ligera mejoría del *margen de explotación*, que, no obstante, se vio superada por la aportación negativa del bloque final de la cuenta de resultados, que de trajo, en su conjunto, recursos equivalentes al 0,45% de los ATM. Destaca el gasto destinado

GRÁFICO 5

Rentabilidad y coste medio de los EFC



a saneamientos e insolvencias, que siguió creciendo con mucha fuerza (48%), hasta representar el 0,73% de los ATM.

Los resultados finales, una vez descontados los impuestos sobre los beneficios (0,27% de los ATM), alcanzaron 199 m €, con un crecimiento del 19%, en fuerte contraste con el retroceso del año anterior (-18%). De esta manera, la *rentabilidad* obtenida por los EFC sobre los ATM (ROA) se situó en el 0,59%, similar a la del ejercicio anterior, mientras que la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) mejoró 0,5 pp en el año, hasta situarse en el 10,7%. Ambas rentabilidades fueron inferiores a las obtenidas en 2001 por las ED (ROA, 0,75%, y ROE, 12,9%). La estructura de la cascada y los resultados finales difieren de unas agrupaciones a otras, si bien las de las dos mayores (filiales de ED y automóviles), que determinan en buena medida el total del sector, se han estado aproximando entre sí, en términos de ATM.

La rentabilidad varía notablemente de una agrupación a otra, como consecuencia, no solo de diferentes estrategias comerciales y empresariales, sino también, y en mayor medida, de los diferentes niveles de los recursos propios exigidos por motivos de solvencia (6) y de su cumplimiento. Las entidades filiales de ED son las más rentables en términos de ROE (13,8%), si bien estos EFC son los que requieren el nivel más bajo de recursos propios y además procuran ajustarse al mínimo reducido permitido (*ratio* del 4% del

(6) Los requerimientos de recursos propios normales se sitúan en el 8% de los riesgos ponderados, si bien se reduce hasta el 4% cuando el capital del EFC pertenece en más del 90% a un grupo consolidado de entidades de crédito, no existiendo ninguna reducción si dicha participación no alcanza el 20%.

riesgo). Siguen, por nivel de rentabilidad, los otros EFC extranjeros (ROE del 9,9%) y los otros españoles (ROE del 8,5%). En ambas agrupaciones predominan los EFC de marca, que cubren con holgura los requerimientos de recursos propios plenos (8% del riesgo). Rentabilidad similar tienen los EFC de automóviles (ROE del 8,3%), que son instrumentos comerciales de las casas matrices para la venta de sus productos, al igual que los de marca mencionados, si bien en este caso tienen un cumplimiento de la *ratio* de solvencia muy ajustado. La rentabilidad más baja de los EFC filiales de EC extranjeras (ROE del

4,5%) se debe al muy bajo nivel de resultados (ROA del 0,23%) y alto de recursos propios.

En la evolución de todas las magnitudes anteriores debe tenerse en cuenta que las transformaciones empresariales, tales como fusiones, creación de nuevos EFC, bajas en el sector por ampliación de actividad o por cese en el negocio, cambios de agrupación por cambio en la gestión y/o en la propiedad, etc., tienen una incidencia importante sobre las mismas.

12.7.2002.

APÉNDICE

Cuadros:

1. Número de establecimientos financieros de crédito
2. Tamaño del sector y de los EFC
3. *Ratios* de concentración sobre activos no interbancarios
4. Balance de los establecimientos financieros de crédito
5. Detalle de la inversión crediticia más dudosos. EFC
6. Estructura de actividad según especialización. Diciembre de 2001
7. Clasificación por finalidades del crédito a otros sectores residentes. Total EFC
8. Evolución de la morosidad. EFC
9. Financiación ajena. EFC
10. Cuenta de resultados. EFC
11. Número de oficinas, empleados y *ratios* de estructura. EFC

CUADRO 1

Número de establecimientos financieros de crédito

	1998	1999	2000	2001
Entidades activas	95	93	81	79
Españolas	67	66	56	52
<i>Filiales de entidades de depósito</i>	42	42	36	35
<i>Otras</i>	25	24	20	17
Extranjeras	28	27	25	27
<i>Automóviles</i>	11	11	8	10
<i>Filiales de entidades de crédito</i>	8	7	8	8
<i>Otras</i>	9	9	9	9
Entidades inactivas (a)	6	3	5	5
Total EFC	101	96	86	84

Fuente: Banco de España.

(a) Son aquellas que no tienen negocio crediticio, saldo nulo en crédito y dudosos.

CUADRO 2

Tamaño del sector y de los EFC (a)

mm € y %

	2000		2001		2001/2000
	Importe	Estructura	Importe	Estructura	Crecimiento
ED	1.074	97,2	1.196	97,0	11,3
<i>Bancos</i>	621	56,2	689	55,9	11,0
<i>Cajas</i>	413	37,4	460	37,4	11,3
<i>Cooperativas</i>	40	3,6	46	3,7	16,4
EFC	31	2,8	37	3,0	19,9
Total EC	1.104	100,0	1.232	100,0	11,6
ACTIVO MEDIO POR ENTIDAD (m €):					
EFC activos	404		465		15,2
Filiales de ED nacionales	516		626		21,3
Otros nacionales	138		156		13,1
Filiales de EC	346		370		6,9
Automóviles	708		728		2,8
Otras	182		217		19,2

Fuente: Banco de España.
(a) Entidades existentes a 31 de diciembre de 2001.

CUADRO 3

Ratios de concentración sobre activos no interbancarios (a)

	EFC			Entidades de crédito		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
R.1	28,9	28,2	26,8	18,7	17,8	17,5
R.1 - R.5: mayores	57,5	56,8	55,4	49,7	51,8	51,0
R.6 - R.20: grandes	34,3	36,2	36,9	23,2	22,0	22,7
Resto: menores	8,2	7,0	7,7	27,1	26,2	26,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
PRO MEMORIA:						
Número de entidades o grupos	65	60	56	270	262	259

Fuente: Banco de España.
(a) Los datos son a fin de año y se refieren a las entidades individuales o, en su caso, a los grupos financieros.

CUADRO 4

Balance de los establecimientos financieros de crédito (a)

m € y %

	1998			1999			2000			2001		
	Importe	%s/activo	% Δ	Importe	%s/activo	% Δ	Importe	%s/activo	% Δ	Importe	%s/activo	% Δ
ACTIVO:												
Caja, Banco de España	48	0	-18,6	41	0	-15,3	28	0	-29,9	40	0	40,0
Entidades de crédito	618	3	24,3	810	3	31,1	1.120	4	38,2	1.305	4	16,6
Créditos	19.843	91	12,2	24.389	92	22,9	28.075	91	15,1	33.616	91	19,7
Activos dudosos	561	3	-18,1	617	2	10,0	689	2	11,7	848	2	22,9
Cartera de títulos	62	0	39,8	52	0	-17,0	30	0	-41,6	51	0	69,3
Inmovilizado	266	1	-6,3	259	1	-2,5	261	1	0,9	299	1	14,5
Otras cuentas	375	2	-0,1	478	2	27,5	579	2	21,2	619	2	6,9
Activo total = Pasivo total	21.773	100	10,9	26.646	100	22,4	30.783	100	15,5	36.779	100	19,5
PASIVO:												
Fondos propios	1.452	7	6,0	1.575	6	8,4	1.708	6	8,5	2.048	6	19,9
Entidades de crédito	16.663	77	10,7	20.432	77	22,6	23.715	77	16,1	26.811	73	13,1
Títulos y depósitos	1.698	8	26,2	2.298	9	35,4	2.733	9	18,9	4.569	12	67,2
Provisión para insolvencias	434	2	-14,8	489	2	12,8	597	2	22,0	770	2	29,1
Otras cuentas	1.355	6	15,6	1.649	6	21,7	1.864	6	13,0	2.382	6	27,8
Resultados	171	1	-11,5	203	1	18,6	167	1	-17,6	199	1	18,9
PRO MEMORIA:												
Activo en moneda extranjera	506	2	42,7	71	0	-86,0	200	1	182,9	233	1	16,0
Pasivo en moneda extranjera	2.050	9	22,7	240	1	-88,3	281	1	17,1	316	1	12,4

Filiales de ED			Otras nacionales			Automóviles			Extranjeras Filiales de EC			Otras		
2000	2001	% Δ	2000	2001	% Δ	2000	2001	% Δ	2000	2001	% Δ	2000	2001	% Δ

ACTIVO:															
Caja, Banco de España	5	6	20,0	2	4	140,5	14	23	63,9	6	5	-18,9	1	1	2,6
Entidades de crédito	460	498	8,3	64	61	-3,8	73	82	12,7	59	74	26,1	463	589	27,0
Créditos	17.185	20.679	20,3	2.013	2.430	20,7	5.417	6.455	19,2	2.358	2.794	18,5	1.102	1.258	14,1
Activos dudosos	165	190	14,9	54	63	17,5	407	497	22,2	35	45	27,2	28	52	86,7
Cartera de títulos	3	8	146,5	11	8	-24,3	13	19	42,8	0		-75,9	3	16	511,9
Inmovilizado	171	180	5,1	22	20	-8,8	54	83	54,6	11	12	6,1	3	4	34,6
Otras cuentas	373	357	-4,4	60	71	18,3	89	116	30,5	22	30	39,6	36	45	26,8
Activo total = Pasivo total	18.363	21.919	19,4	2.226	2.658	19,4	6.066	7.275	19,9	2.491	2.960	18,8	1.637	1.966	20,1
PASIVO:															
Fondos propios	774	837	8,2	231	269	16,4	459	510	11,1	114	150	31,5	130	283	117,1
Entidades de crédito	15.720	18.788	19,5	1.558	1.668	7,1	3.383	3.810	12,6	1.834	2.151	17,3	1.220	394	-67,7
Títulos y depósitos	483	491	1,6	100	324	224,5	1.682	2.309	37,3	381	398	4,4	87	1.047	104,6
Provisión para insolvencias	269	358	33,4	56	66	17,4	212	261	22,9	31	42	36,4	28	43	49,6
Otras cuentas	1.010	1.332	31,9	265	311	17,1	313	344	10,0	124	213	71,7	152	182	19,7
Resultados	108	112	4,0	16	21	36,0	17	41	139,4	7	6	-13,1	19	18	-7,3
PRO MEMORIA:															
Activo en moneda extranjera	156	191	22,3				36	34	-6,5	8	7	-6,4	0	0	16,2
Pasivo en moneda extranjera	156	188	20,5				122	124	2,0	3	4	13,8	0	0	58,7

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de entidades a la última fecha.

CUADRO 5

Detalle de la inversión crediticia más dudosos. Establecimientos financieros de crédito (a)

m € y %

	1998			1999			2000			2001			Número de entidades con saldo			
	Importe	% s/act.	% Δ	Importe	% s/act.	% Δ	Importe	% s/act.	% Δ	Importe	% s/act.	% Δ	1998	1999	2000	2001
TOTAL CRÉDITO	20.404	93,7	11,0	25.007	93,8	22,6	28.764	93,4	15,0	34.464	93,7	19,8	95	93	81	79
Administraciones Públicas	748	3,4	8,8	858	3,2	14,8	974	3,2	13,5	1.228	3,3	26,1	33	30	26	27
Otros residentes	18.949	87,0	11,8	23.231	87,2	22,6	26.585	86,4	14,4	31.754	86,3	19,4	95	93	81	79
Crédito comercial	2.355	10,8	43,4	3.255	12,2	38,2	4.478	14,5	37,6	7.061	19,2	57,7	33	33	28	28
Efectos	13	0,1	0,7	33	0,1	148,5	44	0,1	31,0	57	0,2	29,7	7	6	5	6
Factoring	2.341	10,8	43,7	3.221	12,1	37,6	4.434	14,4	37,6	7.004	19,0	58,0	27	29	25	24
Factoring con recurso	424	1,9	39,1	611	2,3	44,2	704	2,3	15,2	706	1,9	0,4	23	23	21	20
Factoring sin recurso	1.918	8,8	44,7	2.611	9,8	36,1	3.730	12,1	42,9	6.298	17,1	68,8	24	25	22	23
Con garantía real	3.582	16,5	-10,5	3.478	13,1	-2,9	3.292	10,7	-5,3	3.493	9,5	6,1	46	42	37	38
Garantía hipotecaria	3.544	16,3	-11,4	3.441	12,9	-2,9	3.290	10,7	-4,4	3.490	9,5	6,1	43	40	36	37
Otra garantía real	38	0,2	581,7	37	0,1	-4,5	2	-94,0		3	32,7		5	5	2	4
A plazo	5.677	26,1	12,8	7.686	28,8	35,4	8.889	28,9	15,7	10.110	27,5	13,7	66	69	63	59
A la vista y varios	554	2,5	24,6	742	2,8	34,0	691	2,2	-6,9	799	2,2	15,7	90	91	79	77
Del que: Dispuesto tarj. cto.	337	1,5	32,4	420	1,6	24,5	425	1,4	1,2	505	1,4	18,8	12	13	11	11
Arrendamientos financieros	6.782	31,1	16,5	8.071	30,3	19,0	9.235	30,0	14,4	10.291	28,0	11,4	41	40	37	38
No residentes	146	0,7	157,6	301	1,1	105,9	516	1,7	71,8	635	1,7	23,0	20	22	32	31
Dudosos	561	2,6	-18,1	617	2,3	10,0	689	2,2	11,7	848	2,3	22,9	89	88	77	75
Cuentas de orden con riesgo:																
Pasivos contingentes	148	0,7	0,2	145	0,5	-1,9	176	0,6	21,2	238	0,6	35,4	22	19	19	21
Avales	96	0,4	-2,0	98	0,4	1,4	126	0,4	29,6	107	0,3	-15,1	17	15	15	15
Compromisos y riesgos contingentes	4.781	22,0	57,5	6.649	25,0	39,1	5.078	16,5	-23,6	7.728	21,0	52,2	40	50	44	41
Disponible en tarj. crédito	3.779	17,4	81,0	5.304	19,9	40,3	3.422	11,1	-35,5	4.358	11,8	27,4	11	12	11	12
Transferencias de activos	1.172	5,4	20,3	1.329	5,0	13,4	1.714	5,6	28,9	2.076	5,6	21,2	8	8	8	8
Titulización hipotecaria				1.072	4,0		1.335	4,3	24,5	1.527	4,2	14,4		4	4	4
Otros	1.172	5,4	20,3	257	1,0	-78,1	379	1,2	47,4	549	1,5	45,0	8	6	5	5
Operaciones de futuro	3.691	17,0	-17,0	2.905	10,9	-21,3	3.509	11,4	20,8	4.523	12,3	28,9	25	21	23	21
PRO MEMORIA:																
Activos aptos titulización	2.729	12,5	-12,5	2.852	10,7	4,5	2.718	8,8	-4,7	2.998	8,2	10,3	15	29	29	30
Cto. AAPP por factoring sin rec.	619	2,8	2,1	734	2,8	18,7	927	3,0	26,3	1.140	3,1	22,9	16	15	15	14
Factoring sin financiación	363	1,7	26,8	386	1,4	6,3	349	1,1	-9,5	539	1,5	54,5	23	21	19	21

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de entidades a la última fecha.

CUADRO 5

Detalle de la inversión crediticia más dudosos. Establecimientos financieros de crédito (a) (continuación)

m € y %

	Filiales de ED			Otras nacionales			Extranjeras								
	2000	2001	% Δ	2000	2001	% Δ	Automóviles			Filiales de EC			Otras		
							2000	2001	% Δ	2000	2001	% Δ	2000	2001	% Δ
TOTAL CRÉDITO	17.350	20.870	20,3	2.067	2.493	20,6	5.823	6.952	19,4	2.393	2.839	18,6	1.131	1.311	15,9
Administraciones Públicas	926	1.183	27,8	3	10	283,3	0	1	186,2	45	33	-27,2	0		
Otros residentes	16.114	19.339	20,0	2.009	2.414	20,2	5.321	6.362	19,6	2.253	2.620	16,3	888	1.018	14,7
Crédito comercial	3.655	5.959	63,0	241	357	48,4	211	305	44,9	221	280	26,5	150	160	6,3
Efectos				37	36	-4,3		17		6	4	-33,0			
Factoring	3.655	5.959	63,0	203	321	58,1	211	288	37,0	215	275	28,3	150	160	6,3
Factoring con recurso	474	491	3,6	46	38	-17,4	21	23	11,0	31	31	1,8	132	122	-6,9
Factoring sin recurso	3.181	5.468	71,9	157	283	80,1	189	265	39,9	184	244	32,8	19	37	98,4
Con garantía real	1.737	1.681	-3,3	102	106	4,4	9	18	105,9	1.419	1.670	17,7	26	18	-29,1
Garantía hipotecaria	1.737	1.680	-3,3	102	105	3,2	6	16	152,8	1.419	1.670	17,7	26	18	-29,1
Otra garantía real		0	208,3		1		2	2	-28,3						
A plazo	3.301	3.644	10,4	617	709	14,9	4.565	5.206	14,0	123	200	62,5	284	352	24,0
A la vista y varios	170	166	-2,3	134	237	77,2	84	79	-5,1	16	38	141,0	288	279	-3,1
Del que: Dispuesto tarj. cto.	56	24	-57,7	106	214	102,2				6	22	289,9	258	245	-4,9
Arrendamientos financieros	7.252	7.890	8,8	916	1.005	9,7	453	754	66,6	474	432	-8,8	140	209	49,4
No residentes	145	157	8,6	2	6	225,3	96	91	-4,4	59	141	136,6	215	240	11,7
Dudosos	165	190	14,9	54	63	17,5	407	497	22,2	35	45	27,2	28	52	86,7
Cuentas de orden con riesgo:															
Pasivos contingentes	57	144	151,8	35	33	-5,0	78	52	-33,5	4	6	57,6	3	4	52,2
Avales	13	20	50,0	35	33	-5,0	78	52	-33,5		2		1	0	-38,7
Compromisos y riesgos contingentes	1.186	2.279	92,2	1.797	2.611	45,3	749	944	26,1	28	130	364,1	1.319	1.763	33,7
Disponible en tarj. crédito	462	97	-78,9	1.653	2.427	46,8				18	82	352,0	1.289	1.751	35,9
Transferencias de activos	527	446	-15,3	100	133	32,2				846	1.164	37,6	241	334	38,7
Titulización hipotecaria	457	336	-26,5							845	1.163	37,6	32	27	-14,2
Otros	70	110	58,0	100	133	32,2				0	0		208	306	46,9
Operaciones de futuro	967	1.440	48,9	488	418	-14,5	577	384	-33,5	1.327	2.131	60,6	150	150	-0,2
PRO MEMORIA:															
Activos aptos titulación	1.324	1.298	-1,9	78	83	7,4	6	16	152,8	1.284	1.582	23,3	26	18	-29,1
Cto. AAPP por factoring sin rec.	887	1.104	24,4	1	7	6,5				39	29	-26,3			
Factoring sin financiación	179	321	79,2	40	37	-7,4	2	3	112,7	54	68	26,2	75	110	47,2

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de entidades a la última fecha.

CUADRO 6

Estructura de actividad según especialización. Diciembre de 2001

m €, % y variación en pp

	Estructura del crédito a otros sectores residentes														Número de EFC	Año anterior	
	Total importe	Factoring		Hipotecario		A plazo		Arrendamiento financiero		Tarjetas		Otros créditos		Dudosos			
		%	Var.	%	Var.	%	Var.	%	Var.	%	Var.	%	Var.	%			Var.
Total EFC activos	33.829	24,1	5,1	10,3	-1,3	29,9	-1,6	30,4	-2,3	1,5	-0,2	1,3	0,0	2,5	0,1	79	-2
Factoring	6.767	97,8	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,4	0,4	-0,1	11	0
Hipotecario	3.289	0,0	0,0	94,6	-1,4	3,8	1,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	1,2	0,1	14	-1
A plazo	11.996	4,1	0,2	1,4	-0,3	76,5	1,0	10,2	-0,9	1,4	-0,1	1,1	-0,2	5,2	0,4	22	-1
Arrendamiento financiero	11.141	8,9	3,9	1,8	0,1	5,8	0,2	81,0	-4,2	0,0	0,0	1,2	-0,1	1,2	0,2	26	1
Tarjetas crédito	504	0,3	0,1	0,0	0,0	26,2	2,0	0,0	0,0	66,7	-3,0	4,0	0,0	2,9	0,9	4	1
Diversificadas	133	42,3	-0,5	0,2	0,2	18,9	6,5	33,3	-2,3	0,0	-0,2	4,9	-3,5	0,5	-0,2	2	-2

Fuente: Banco de España.

CUADRO 7

Clasificación por finalidades del crédito a otros sectores residentes

Total EFC (a)

m € y %

	2000		2001			Del que: Activos dudosos
	Crédito	Del que: Activos dudosos	Crédito		Del que: Activos dudosos	
			Importe	% estruct.			% Δ
A. Créditos aplicados a financiar actividades productivas	16.262	423	19.687	60,5	21,1	473
ACTIVIDAD PPAL. DE LAS EMPRESAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES QUE RECIBEN LOS CRÉDITOS:						
A.1. Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	228	4	261	0,8	14,5	4
A.2. Pesca	14	1	14	0,0	2,8	1
A.3. Industrias extractivas	175	1	141	0,4	-19,5	1
A.4. Industrias manufactureras	3.648	45	4.644	14,3	27,3	46
A.5. Producción y distribución de energía, electricidad, gas y agua	220	1	266	0,8	21,1	2
A.6. Construcción	1.735	15	2.163	6,6	24,6	20
A.7. Comercio y reparaciones	3.593	241	3.938	12,1	9,6	246
A.8. Hostelería	396	7	568	1,7	43,4	8
A.9. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.368	18	2.550	7,8	7,7	22
A.10. Intermediación financiera (excepto entidades de crédito)	122	0	78	0,2	-36,4	0
A.10.1. Seguros	63	0	44	0,1	-30,3	0
A.10.2. Otra intermediación financiera	59	0	33	0,1	-43,0	0
A.11. Actividades inmobiliarias y servicios empresariales	2.039	23	2.514	7,7	23,3	25
A.11.1. Actividades inmobiliarias	927	5	1.139	3,5	22,8	5
A.11.2. Otros servicios empresariales	1.112	17	1.375	4,2	23,7	21
A.12. Otros servicios	1.725	67	2.551	7,8	47,9	97
B. Créditos aplicados a financiar gastos a las personas físicas	10.695	237	12.553	38,6	17,4	326
CLASIFICACIÓN POR FUNCIONES DE GASTO:						
B.1. Adquisición de vivienda propia	2.755	24	2.990	9,2	8,5	30
B.1.1. Con garantía hipotecaria	2.680	23	2.868	8,8	7,0	29
B.1.2. Resto	74	1	121	0,4	63,1	2
B.2. Rehabilitación de viviendas (obras y mejoras del hogar)	29	1	26	0,1	-8,3	1
B.3. Adquisición de bienes de consumo duradero	6.147	167	7.194	22,1	17,0	223
B.3.1. Automóviles	5.982	163	7.023	21,6	17,4	219
B.3.2. Electrodomésticos	165	4	171	0,5	3,5	5
B.4. Adquisición de otros bienes y servicios corrientes	830	21	1.070	3,3	28,8	31
B.6. Adquisición de terrenos, fincas rústicas, etc.	19	0	20	0,1	1,2	0
B.7. Otras financiaciones a familias	914	25	1.253	3,8	37,1	40
C. Créditos aplicados a financiar gastos de las instituciones privadas sin fines de lucro	12	0	12	0,0	0,0	1
D. Otros (sin clasificar)	295	19	310	1,0	5,1	19
TOTAL	27.264	679	32.562	100,0	19,4	819
	Operaciones formalizadas				Crecimiento	
	Número	Importe	Número	Importe	Número	Importe
Arrendamientos financieros	92.539	4.589	90.323	4.925,0	-2,4	7
De los que: inmobiliarios	1.770	779	1.318	1.053,0	-25,5	35
Préstamos hipotecarios	14.970	905	19.237	1.362,0	28,5	51
De los que: para adquisición de vivienda	14.296	782	18.636	1.245,0	30,4	59

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de entidades a la última fecha.

CUADRO 8

Evolución de la morosidad. Establecimientos financieros de crédito (a)

m € y %

	1998	% Δ	1999	% Δ	2000	% Δ	2001	% Δ
Riesgo crediticio (A)	19.551	12,3	24.208	23,8	27.356	13,0	32.589	19,1
Dudosos ajustados (B)	532	-20,5	587	10,4	653	11,2	807	23,5
ESTRUCTURA EN % Y PP:								
Con cobertura específica (C)	89,4	-0,1	89,4		95,0	5,6	95,4	0,4
<i>Morosos no hipotecarios</i>	29,6	-0,4	25,5	-4,1	35,4	9,9	35,6	0,2
<i>Morosos hipotecarios</i>	2,3	-1,6	1,3	-1,0	0,3	-0,9	0,2	-0,1
<i>Dudosos subjetivos</i>	57,4	1,8	62,6	5,2	59,2	-3,4	59,5	0,3
Con cobertura genérica	10,6	0,1	10,6	0,0	5,0	-5,6	4,6	-0,4
Fondos de insolvencias (D)	434	-13,9	489	12,8	597	22,0	770	29,1
ESTRUCTURA EN % Y PP:								
Con cobertura específica (E)	60,7	-10,3	56,0	-4,7	46,4	-9,6	43,7	-2,7
Con cobertura genérica	39,3	10,3	44,0	4,7	45,6	1,7	41,2	-4,4
Con cobertura estadística					8,0	8,0	15,1	7,1
RATIOS:								
Dudosos s/total riesgos (B/A)	2,72	-1,12	2,43	-0,29	2,39	-0,04	2,48	0,09
Cobertura dudosos (D/B)	81,54	6,22	83,29	1,76	91,37	8,07	95,46	4,09
Cobertura específica (D*E/B*C)	45,19	0,15	43,49	-1,70	40,80	-2,68	41,78	0,97
PRO MEMORIA:								
Activos en suspenso regulariz. (ASR)	1.028	-2,3	1.072	4,3	1.058	-1,3	1.105	4,5
Productos devengados en activos dudosos	40	-34,6	33	-18,8	23	-29,9	23	1,4
Bienes recibidos en pago de deudas	138	-25,6	90	-34,7	60	-33,8	53	-11,7
Recuperación en activos dudosos y en suspenso	94	-15,0	110	17,2	126	14,7	146	15,6

	Filiales de ED		Otras Nacionales		Automóviles		Extranjeras		Otras	
	2001	% Δ	2001	% Δ	2001	% Δ	2001	% Δ	2001	% Δ
Riesgo crediticio (A)	19.240	19,4	2.354	18,7	6.944	18,9	2.785	19,4	1.266	16,5
Dudosos ajustados (B)	176	15,6	53	18,7	490	22,6	34	25,0	52	86,7
ESTRUCTURA EN % Y PP:										
Con cobertura específica (C)	90,4	0,2	91,8	2,3	99,9		60,9	-2,4	95,5	4,6
<i>Morosos no hipotecarios</i>	49,1	-4,7	49,2	10,0	25,4	-0,6	21,2	3,9	80,9	0,3
<i>Morosos hipotecarios</i>	0,3	0,1	1,0	-1,2			1,6	0,6	0,3	-1,2
<i>Dudosos subjetivos</i>	40,9	4,8	41,6	-6,5	74,5	0,6	38,1	-7,0	13,7	6,1
Con cobertura genérica	9,6	-0,2	8,2	-2,3	0,1	0,0	39,1	2,4	4,5	-4,6
Fondos de insolvencias (D)	358	33,4	66	17,4	261	22,9	42	36,4	43	49,6
ESTRUCTURA EN % Y PP:										
Con cobertura específica (E)	23,1	-5,0	34,6	-3,1	72,2	-0,5	30,4	-4,4	69,7	16,9
Con cobertura genérica	54,6	-7,7	35,0	-0,3	25,0	-1,0	49,6	-5,9	28,6	-14,7
Con cobertura estadística	22,3	12,7	30,4	3,4	2,7	1,5	20,0	10,2	1,7	-2,2
RATIOS:										
Dudosos s/total riesgos (B/A)	0,92	-0,03	2,27	0,00	7,06	0,21	1,24	0,06	4,15	1,56
Cobertura dudosos (D/B)	203,29	27,10	124,06	-1,33	53,28	0,15	121,26	10,12	81,03	-20,11
Cobertura específica (D*E/B*C)	105,52	8,77	58,05	-8,15	20,52	-0,04	73,34	5,59	47,92	-11,49
PRO MEMORIA:										
Activos en suspenso regulariz. (ASR)	543	-2,1	83	-2,2	454	14,5	3	-30,0	22	25,6
Productos devengados en activos dudosos	8	-5,0	2	-19,5	6	-5,5	5	35,2	2	23,5
Bienes recibidos en pago de deudas	39	-8,4	5	-19,5	4	28,2	5	-38,4	0	0,8
Recuperación en activos dudosos y en suspenso	41	29,5	5	-10,5	75	-5,4	4	-26,0	20	500,1

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de las entidades existentes a la última fecha.

CUADRO 9

Financiación ajena. Establecimientos financieros de crédito (a)

m € y %

	1998			1999			2000			2001		
	1998	%s/activo	% Δ	1999	%s/activo	% Δ	2000	%s/activo	% Δ	2001	%s/activo	% Δ
Total de recursos ajenos	18.366	93,9	12,0	22.731	93,9	23,8	26.448	96,7	16,4	31.380	96,3	18,6
De los que: a más de un año	4.404	22,5	-17,2	8.455	34,9	92,0	8.154	29,8	-3,6	9.218	28,3	13,0
Entidades de crédito	16.668	85,3	10,7	20.432	84,4	22,6	23.715	86,7	16,1	26.811	82,3	13,1
Depósitos y títulos	1.698	8,7	26,2	2.298	9,5	35,4	2.733	10,0	18,9	4.569	14,0	67,2
Acreeedores	826	4,2	30,7	1.526	6,3	84,8	2.050	7,5	34,4	3.590	11,0	75,1
Administraciones Públicas	61	0,3	-35,4	0		-99,8	0		-46,7	0		46,9
Otros sectores residentes	260	1,3	47,7	202	0,8	-22,2	277	1,0	37,2	408	1,3	47,2
No residentes	506	2,6	39,7	1.324	5,5	161,8	1.773	6,5	33,9	3.182	9,8	79,4
De los que:												
<i>Depósitos a extinguir</i>	12	0,1	-48,7	6		-50,4	1		-77,7	1		-16,5
<i>Del grupo y de accionistas</i>	720	3,7	44,3	1.485	6,1	106,2	2.010	7,3	35,4	2.596	8,0	29,2
Pagarés y efectos	769	3,9	24,5	591	2,4	-23,1	409	1,5	-30,8	623	1,9	52,3
Títulos hipotecarios	3											
Financiaciones subordinadas	99	0,5	8,1	181	0,7	82,2	273	1,0	51,0	356	1,1	30,2
Otros títulos	0		-15,1	0		-46,2						
Cuentas de orden												
Activos transferidos	1.172	6,0	20,3	1.329	5,5	13,4	1.714	6,3	28,9	2.076	6,4	21,2
<i>Titulizados</i>				1.072	4,4		1.404	5,1	31,0	1.637	5,0	16,6
<i>Otras transferencias</i>				257	1,1		309	1,1	20,3	439	1,3	42,0

	Filiales de ED		Otras Nacionales		Automóviles		Extranjeras		Otras	
							Filiales de EC			
	2001	% Δ	2001	% Δ	2001	% Δ	2001	% Δ	2001	% Δ
Total de recursos ajenos	19.279	19,0	1.992	20,2	6.119	20,8	2.549	15,1	1.441	10,3
De los que: a más de un año	5.466	21,6	733	9,3	1.800	-13,3	177	119,3	1.042	25,2
Entidades de crédito	18.788	19,5	1.668	7,1	3.810	12,6	2.151	17,3	394	-67,7
Depósitos y títulos	491	1,6	324	224,5	2.309	37,3	398	4,4	1.047	1.104,6
Acreeedores	9	-17,8	40	-8,8	2.111	36,8	383	4,6	1.047	1.104,6
Administraciones Públicas			0	46,9						
Otros sectores residentes	9	-17,8	40	-8,9	335	68,7			24	0,4
No residentes					1.776	32,1	383	4,6	1.023	1.530,2
De los que:										
<i>Depósitos a extinguir</i>	1	244,5	0	-67,8						
<i>Del grupo y de accionistas</i>	0	1.757,1	34	-11,5	2.105	36,5	383	4,6	74	18,1
Pagarés y efectos	340	-3,8	284	406,5						
Títulos hipotecarios										
Financiaciones subordinadas	143	19,7			198	42,3	15			
Otros títulos										
Cuentas de orden										
Activos titulizados	446	-15,3	133	32,2			1.164	37,6	334	38,7
<i>Hipotecarios</i>	446	-15,3					1.163	37,6	27	-14,2
<i>Otros</i>			133	32,2			0		306	46,9

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de entidades a la última fecha.

CUADRO 10

Cuenta de resultados. Establecimientos financieros de crédito (a)

m € y %

	1998			1999			2000			2001		
	Importe	%s/ATM	% Δ	Importe	%s/ATM	% Δ	Importe	%s/ATM	% Δ	Importe	%s/ATM	% Δ
Productos financieros	1.494	7,55	-10,5	1.491	6,14	-0,2	1.800	6,41	20,7	2.238	6,62	24,3
Costes financieros	-859	-4,34	-14,0	-723	-2,98	-15,8	-1.037	-3,69	43,4	-1.338	-3,96	29,0
Margen de intermediación	635	3,21	-5,3	768	3,16	20,9	763	2,72	-0,6	900	2,66	17,9
Otros productos ordinarios (netos)	25	0,13	108,0	14	0,06	-42,9	28	0,10	92,6	22	0,06	-21,3
<i>De los que: ingresos brutos</i>	<i>114</i>	<i>0,58</i>	<i>22,9</i>	<i>137</i>	<i>0,56</i>	<i>20,0</i>	<i>158</i>	<i>0,56</i>	<i>15,2</i>	<i>179</i>	<i>0,53</i>	<i>13,5</i>
Margen ordinario	660	3,33	-3,3	783	3,22	18,5	791	2,82	1,1	922	2,73	16,5
Gastos de explotación	-405	-2,04	7,2	-460	-1,89	13,6	-444	-1,58	-3,4	-480	-1,42	8,0
<i>Gastos de personal</i>	<i>-184</i>	<i>-0,93</i>	<i>4,9</i>	<i>-196</i>	<i>-0,81</i>	<i>6,4</i>	<i>-194</i>	<i>-0,69</i>	<i>-0,7</i>	<i>-197</i>	<i>-0,58</i>	<i>1,2</i>
<i>Gastos generales</i>	<i>-180</i>	<i>-0,91</i>	<i>6,8</i>	<i>-195</i>	<i>-0,80</i>	<i>8,5</i>	<i>-213</i>	<i>-0,76</i>	<i>9,1</i>	<i>-230</i>	<i>-0,68</i>	<i>8,2</i>
<i>Gastos de amortizaciones</i>	<i>-40</i>	<i>-0,20</i>	<i>21,4</i>	<i>-68</i>	<i>-0,28</i>	<i>69,3</i>	<i>-37</i>	<i>-0,13</i>	<i>-46,3</i>	<i>-52</i>	<i>-0,15</i>	<i>42,2</i>
Margen de explotación	256	1,29	-16,3	323	1,33	26,2	347	1,24	7,5	442	1,31	27,4
Saneamientos e insolvencias	-55	-0,28	-26,9	-113	-0,46	105,5	-167	-0,59	48,1	-247	-0,73	48,0
Otros	55	0,28	24,7	101	0,42	85,5	67	0,24	-33,7	94	0,28	40,3
Resultado antes de impuestos	256	1,29	-6,9	312	1,28	21,9	247	0,88	-20,6	290	0,86	17,1
Impuesto sobre beneficios	-84	-0,43	4,2	-108	-0,45	28,8	-80	-0,28	-26,3	-90	-0,27	13,2
Resultado después impuestos	171	0,87	-11,5	203	0,84	18,5	167	0,60	-17,6	199	0,59	18,9
PRO MEMORIA:												
Activos totales medios (ATM)	19.802	100,00	6,1	24.296	100,00	22,7	28.097	100,00	15,6	33.787	100,00	20,3
RR PP medios (b)	1.402	7,08	3,3	1.546	6,36	10,3	1.646	5,86	6,5	1.863	5,51	13,2

	Filiales de ED			Otras nacionales			Extranjeras								
	Importe	%s/ATM	% Δ	Importe	%s/ATM	% Δ	Automóviles			Filiales de EC			Otras		
							Importe	%s/ATM	% Δ	Importe	%s/ATM	% Δ	Importe	%s/ATM	% Δ	Importe	%s/ATM	% Δ
Productos financieros	1.205	6,07	23,6	160	6,78	22,4	539	7,67	21,2	183	6,57	34,3	152	8,56	32,7
Costes financieros	-772	-3,89	26,9	-90	-3,82	29,2	-278	-3,96	26,8	-121	-4,35	39,6	-77	-4,33	45,9
Margen de intermediación	433	2,18	18,2	70	2,96	14,5	261	3,71	15,8	62	2,22	25,0	75	4,23	21,5
Otros productos ordinarios (netos)	21	0,11	-17,6	18	0,74	19,3	-39	-0,56	30,2	10	0,35	61,4	13	0,72	10,4
<i>De los que: ingresos brutos</i>	<i>95</i>	<i>0,48</i>	<i>6,8</i>	<i>28</i>	<i>1,19</i>	<i>17,0</i>	<i>14</i>	<i>0,20</i>	<i>6,1</i>	<i>22</i>	<i>0,80</i>	<i>53,8</i>	<i>19</i>	<i>1,07</i>	<i>14,4</i>
Margen ordinario	454	2,29	15,8	87	3,70	15,5	221	3,15	13,5	72	2,57	29,0	88	4,96	19,7
Gastos de explotación	-208	-1,05	4,7	-49	-2,06	6,6	-132	-1,88	2,6	-51	-1,81	34,2	-41	-2,29	20,4
<i>Gastos de personal</i>	<i>-86</i>	<i>-0,43</i>	<i>-0,2</i>	<i>-34</i>	<i>-1,43</i>	<i>6,2</i>	<i>-44</i>	<i>-0,62</i>	<i>-8,0</i>	<i>-20</i>	<i>-0,72</i>	<i>8,6</i>	<i>-13</i>	<i>-0,74</i>	<i>27,8</i>
<i>Gastos generales</i>	<i>-89</i>	<i>-0,45</i>	<i>-2,1</i>	<i>-13</i>	<i>-0,56</i>	<i>7,3</i>	<i>-73</i>	<i>-1,05</i>	<i>6,7</i>	<i>-29</i>	<i>-1,03</i>	<i>54,3</i>	<i>-26</i>	<i>-1,48</i>	<i>17,2</i>
<i>Gastos de amortizaciones</i>	<i>-32</i>	<i>-0,16</i>	<i>54,7</i>	<i>-2</i>	<i>-0,08</i>	<i>9,8</i>	<i>-15</i>	<i>-0,22</i>	<i>20,0</i>	<i>-2</i>	<i>-0,06</i>	<i>222,1</i>	<i>-1</i>	<i>-0,07</i>	<i>16,9</i>
Margen de explotación	246	1,24	27,2	39	1,64	28,9	89	1,27	34,9	21	0,75	18,0	47	2,66	19,1
Saneamientos e insolvencias	-130	-0,66	66,2	-14	-0,60	-17,7	-70	-1,00	37,6	-13	-0,48	42,3	-19	-1,06	74,1
Otros	42	0,21	15,3	6	0,26	-41,5	41	0,59	167,3	4	0,14	17,0	1		-51,1
Resultado antes de impuestos	158	0,80	4,2	31	1,30	32,4	60	0,86	97,8	12	0,41	-1,8	29	1,64	-3,8
Impuesto sobre beneficios	-46	-0,23	4,7	-9	-0,39	24,5	-19	-0,27	43,1	-5	-0,18	17,6	-11	-0,63	2,6
Resultado después impuestos	112	0,56	4,0	21	0,91	36,0	41	0,59	139,4	6	0,23	-13,1	18	1,01	-7,3

PRO MEMORIA:

Activos totales medios (ATM)	19.850	100,00	20,3	2.356	100,00	17,0	7.024	100,00	20,8	2.786	100,00	20,3	1.772	100,00	22,1
RR PP medios (b)	810	4,08	13,7	247	10,48	9,5	492	7,01	4,7	133	4,78	22,2	182	10,24	40,1

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de entidades a la última fecha.

(b) Capital (neto de acciones en cartera y accionistas), reservas (netas de resultados negativos de ejercicios anteriores) y fondo para riesgos generales.

CUADRO 11

**Número de oficinas, empleados y ratios de estructura
Establecimientos financieros de crédito (a)**

	1998	Variación	1999	Variación	2000	Variación	2001	Variación
Número de empleados	5.105	169	5.229	124	4.894	-335	5.062	168
Número de oficinas	393	-11	391	-2	343	-48	347	4
<i>RATIOS (b):</i>								
Empleados por oficina	12,3	0,9	13,1	0,8	14,0	0,8	14,3	0,4
Total balance por empleado (miles de euros)	4.043	-14	4.682	638	5.741	1.060	6.843	1.101
Total balance por oficina (miles de euros)	49.832	3.355	61.373	11.540	80.106	18.733	98.005	17.900
Gastos de personal por empleado (miles de euros)	37,6	-0,6	37,8	0,1	39,7	2,0	39,9	0,1

Fuente: Banco de España.

(a) Agrupación calculada por suma de las entidades existentes a la última fecha.

(b) Ratios calculados con datos medios.

Regulación financiera: segundo trimestre de 2002

1. INTRODUCCIÓN

Durante el segundo trimestre de 2002, la publicación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido extremadamente escasa.

En primer lugar, se han publicado dos circulares del Banco de España: la primera modifica la normativa de la Central de Información de Riesgos (en adelante, CIR), extendiendo el uso del medio telemático para todas las comunicaciones e incorporando nuevas técnicas y tratamientos, con el objeto de mejorar la información y el modo de acceder a ella. En la segunda, el Banco de España establece nuevas estadísticas sobre los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras, para cumplir las exigencias de información comunitarias al respecto.

Por otra parte, cabe reseñar la publicación de un reglamento del Banco Central Europeo (BCE) que modifica la normativa referente al coeficiente de reservas mínimas, con el fin de actualizar su articulado y adaptarlo a las últimas disposiciones comunitarias al respecto.

Por último, se ha publicado una directiva comunitaria que establece el régimen aplicable a los acuerdos de garantías financieras que cumplan determinados requisitos. Asimismo, homogeneiza y simplifica las formalidades administrativas de las mismas en el área de la Unión Europea.

2. MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

La CIR fue creada por el Banco de España con el fin de recibir las declaraciones de determinados riesgos, directos e indirectos, que las entidades obligadas a declarar han contraído con sus clientes. En un principio, esa obligación solo alcanzaba a las entidades de depósito, a las entidades oficiales de crédito (incluido el Instituto de Crédito Oficial), a las sociedades de garantía recíproca, así como a la sociedad de garantías subsidiarias y a la sociedad mixta del segundo aval.

Posteriormente, la CBE 18/1983, de 30 de diciembre (1), reformó en profundidad las instrucciones que habían regulado la CIR, haciendo posible una mejor explotación de su contenido a efectos supervisores y estadísticos. Di-

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1983», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1984, pp. 37 y 38.

cha reforma implicó, entre otras cuestiones: la ampliación del número de entidades declarantes, incluyendo al propio Banco de España y a los Fondos de Garantía de Depósitos, la ampliación de los titulares declarados y de las características del riesgo.

Años más tarde, en virtud de las competencias otorgadas por la Ley 26/1988, de 29 de julio (2), de disciplina e intervención de las entidades de crédito al Banco de España, la CBE 7/1989, de 24 de febrero, incorporó a la lista de entidades declarantes a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación y sociedades de arrendamiento financiero), dejando, por lo demás, inalterado los aspectos esenciales de la anterior circular.

Los cambios producidos desde entonces en el sistema financiero —en especial, los que han afectado a determinadas instituciones financieras— y en el resto de los sectores económicos aconsejaron una revisión general de la regulación de la CIR, que se llevó a cabo mediante la CBE 3/1995, de 25 de septiembre (3).

Recientemente, el Banco de España ha publicado la *CBE 3/2002, de 25 de junio* (BOE del 2 de julio), por la que se modifica la CBE 3/1995. Con ello, se procede a una modernización de la CIR, incorporando nuevas técnicas y tratamientos, con el objeto de mejorar la calidad de la misma, tanto en lo que se refiere a cantidad y calidad de la información como a los tiempos y el modo de acceder a ella.

Dentro de estas modernizaciones, cabe reseñar dos de tipo técnico: el uso del medio telemático para todas las comunicaciones y la codificación de los titulares no residentes, con el fin de corregir el deficiente funcionamiento de su actual codificación.

En el pasado, los datos se presentaban en soporte magnético o mediante interconexión de ordenadores, y excepcionalmente —mediante causa justificada— se podrían remitir las declaraciones en impresos que facilitaba la Oficina de Documentación y Central de Riesgos. A partir de la entrada en vigor de la Circular, los datos deberán presentarse por *transmisión telemática*, de conformidad con las especificaciones técnicas que se comuniquen al efecto por el Banco de España, aunque de forma excep-

cional, y por causa puntual justificada, podrán remitirse en soporte magnético, previa conformidad de la oficina de Documentación y Central de Riesgos.

La citada Circular entrará en vigor el próximo 1 de noviembre, y la primera declaración a formular por las entidades, de acuerdo con lo dispuesto en ella, será la referida a los datos del 30 de noviembre del presente año.

3. ESTADÍSTICAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS QUE SE APLICAN A LOS DEPÓSITOS Y A LOS CRÉDITOS FRENTE A LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE establecen que, a fin de cumplir con las funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales, el BCE, asistido por los bancos centrales nacionales, recopilará la información estadística necesaria, obteniéndola de las autoridades nacionales competentes o directamente de los agentes económicos. En su virtud, y por medio de la habilitación contenida en el Reglamento (CE) número 2533/1998 del Consejo de 23 de noviembre de 1998 (4), sobre la obtención de información estadística del BCE, el BCE promulgó el Reglamento (CE) número 63/2002, de 20 de diciembre de 2001, sobre estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias aplican a los depósitos y a los préstamos frente a los hogares y a las sociedades no financieras (en adelante, el Reglamento).

En este sentido, al amparo de la Orden de 12 de diciembre de 1989 (5), sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito, que desarrolló lo previsto en el art. 48, 2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, el Banco de España ha procedido a dar cumplimiento al citado Reglamento mediante la publicación de la *CBE 4/2002, de 25 de junio* (BOE del 2 de julio), sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

El Banco de España, para minimizar el coste que supone para las entidades de crédito la

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1988, pp. 56 a 58.

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 82 y 83.

(4) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 64 y 65.

(5) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1989, p. 35.

obtención de las nuevas estadísticas, ha decidido hacer uso de la posibilidad que ofrece el Reglamento de solicitar información sobre tipos de interés a una muestra de entidades cuyos datos se consideren representativos de los de la población.

En este sentido están incluidas en el ámbito de aplicación de esta Circular las entidades de crédito españolas y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras (en adelante, las entidades declarantes) que al 31 de marzo de 2002 tengan, en la actividad registrada en sus oficinas operantes en España (negocios en España), depósitos o créditos, denominados en euros, frente a los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) y las sociedades no financieras residentes en España o en alguno de los restantes Estados participantes en la Unión Económica y Monetaria, por un importe igual o superior a 500 millones de euros. No obstante, el Banco de España podrá requerir a otras entidades y sucursales que no alcancen el citado importe la remisión de los estados antes señalados, siempre que lo considere necesario para que la muestra alcance la representatividad requerida.

Las entidades declarantes deberán presentar mensualmente al Banco de España (Oficina de Documentación y Central de Riesgos), dentro de los quince primeros días del mes siguiente (o en Madrid en el primer día hábil posterior a dicha quincena, si el último día de la misma fuese festivo en dicha localidad), dos estados: uno relativo a los tipos de interés de los saldos vivos y otro referido a las nuevas operaciones realizadas en el período mensual respectivo. El tipo de interés que deben declarar para cada categoría de instrumentos será la media aritmética ponderada de sus Tipos Efectivos Definición Restringida (TEDR), entendiendo como tal el componente de tipo de interés de la Tasa Anual Equivalente (TAE), definida en la norma octava de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, es decir, sin incluir las comisiones y demás gastos. Adicionalmente, también se deberá facilitar, en el estado de tipos de interés de las nuevas operaciones, la media aritmética ponderada de las TAE de los créditos distintos de los descubiertos en cuenta.

La información que se requiere en los estados de esta Circular es la que se establece como obligatoria en el Reglamento, con dos únicos añadidos: el primero corresponde a las cesiones temporales, que se detalla entre hogares y sociedades no financieras, y el segundo se corresponde con las TAE que se solicitan de las nuevas operaciones, es decir, el crédito

a la vivienda, el crédito al consumo y las grandes partidas de créditos.

Para facilitar la elaboración de los estados, la Circular, además de establecer los criterios de carácter general, fija los que se deben aplicar a las principales operaciones que se realizan en nuestro país.

Por último, al amparo de la Orden de 12 de diciembre de 1989, se modifica la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, sustituyendo los actuales estados de tipos de interés por un nuevo estado que deberán presentar los bancos, las cajas de ahorros —incluida la Confederación Española de las Cajas de Ahorros— y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, en el que se incluye, exclusivamente, información de la media aritmética ponderada de la TAE de determinadas operaciones, realizadas en España, con el sector privado residente en España, denominadas en euros, que hayan sido iniciadas o renovadas en el mes anterior, al objeto de que el Banco de España confeccione y publique los índices de referencia del mercado hipotecario.

Los nuevos estados se presentarán por primera vez en febrero de 2003 con datos correspondientes a enero de 2003. Asimismo, con el objeto de que se pueda disponer de una serie suficiente de datos con las nuevas estadísticas antes de suprimir las actuales, la Circular dispone que deberán coexistir ambas durante el primer trimestre de 2003.

4. BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DEL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS

Los estatutos del SEBC y del Banco Central Europeo (BCE) facultaron al Consejo de Gobierno de este último a definir un coeficiente de reservas mínimas (CRM), también denominado coeficiente de caja, que sería de obligado cumplimiento para las entidades de crédito de los Estados miembros. El Reglamento 2531/1998 del Consejo de la Unión Europea, de 23 de noviembre (6), estableció los principios generales, los aspectos básicos y los límites al coeficiente, que posteriormente fueron desarrollados por el Reglamento 2818/1998 del BCE, de 1 de diciembre (7), relativo a la aplicación de las reservas mínimas, para su entrada en vigor, coincidiendo con el inicio de la Tercera Etapa de la UEM.

(6) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 62 a 64.

(7) Ver nota anterior.

Recientemente se ha publicado el *Reglamento 690/2002 del BCE, de 18 de abril de 2002* (DOCE nº L 106 del 23 de abril), por el que se modifica el Reglamento 2818/1998, con el fin de incorporar ciertas modificaciones en su articulado, así como las novedades introducidas en las normas comunitarias más recientes en esta materia.

En primer lugar, se modifica la referencia a la definición de las entidades de crédito establecida en el Reglamento 2818/1998, para incluir en la misma a las entidades de dinero electrónico, quedando, en consecuencia, dichas entidades sujetas al coeficiente de reservas mínimas.

En segundo lugar, conforme al Reglamento 2818/1998, el BCE podía eximir del cumplimiento del CRM, de manera no discriminatoria, a las entidades de crédito sujetas a procedimientos concursales. Ahora se amplía este precepto, estableciendo, como norma general, que las mismas quedarán exentas de reservas obligatorias, sin estar obligadas a solicitarlo, desde el principio del período de mantenimiento en el que renuncien a su autorización, o que esta sea retirada, o desde que una autoridad competente, judicial o de otra índole, de un Estado miembro participante, decida someterlas a un procedimiento concursal.

En tercer lugar, el nuevo Reglamento señala expresamente la obligación de incluir en la base de reservas los pasivos de una entidad frente a una sucursal de la misma entidad, o frente a la sede social u oficina principal de la misma entidad, situadas fuera de los Estados miembros participantes.

Por último, se modifica ligeramente la fórmula por la que se calcula la remuneración de las tenencias de reservas mínimas, para dar cabida al hecho de que, en ocasiones, el Eurosistema puede realizar simultáneamente operaciones principales de financiación con distinto vencimiento.

Las novedades introducidas en el coeficiente de caja entraron en vigor en los Estados miembros el pasado mes de mayo.

5. DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO SOBRE ACUERDOS DE GARANTÍA FINANCIERA

La Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, constituyó

un paso decisivo en el establecimiento de un marco jurídico sólido para los sistemas de pago y liquidación de valores. En su Comunicación del 11 de mayo de 1999 al Parlamento Europeo y al Consejo sobre los servicios financieros, denominada «Aplicación del marco para los mercados financieros: plan de acción», la Comisión, tras mantener consultas con expertos del mercado y con las autoridades nacionales, se comprometió a elaborar nuevas propuestas legislativas sobre las garantías financieras, promoviendo nuevos avances respecto a la Directiva 98/26/CE.

Recientemente se ha publicado la *Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera* (DOCE nº L 168 de 27/06/2002). Dentro del contexto legal europeo, la Directiva establece el régimen comunitario aplicable a los acuerdos de garantía financiera (8) que cumplan determinados requisitos y a las garantías financieras prestadas de conformidad con lo dispuesto en la citada norma.

La presente Directiva se aplicará a las garantías financieras una vez que estas se hayan prestado y exista constancia de ello por escrito. La prueba de la prestación de una garantía financiera deberá permitir la identificación de la garantía a que se refiere. Para ello, basta probar que la garantía financiera por anotación de valores ha sido abonada o constituye un crédito en la cuenta principal y que la garantía en efectivo se ha abonado o constituye un crédito en la cuenta designada al efecto. La garantía financiera que se aporte debe consistir en efectivo o en instrumentos financieros (9).

(8) A efectos de esta Directiva, un *acuerdo de garantía financiera* es todo acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad o todo acuerdo de garantía financiera prendaria, independientemente de que el acuerdo esté o no cubierto por un «acuerdo marco» o unas «condiciones generales». Asimismo, un *acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad* es un acuerdo, incluidos los pactos de recompra, en virtud del cual un garante transfiere la plena propiedad de una garantía financiera a un beneficiario, a efectos de garantizar o dar otro tipo de cobertura a las obligaciones financieras principales, y un *acuerdo de garantía financiera prendaria* es un acuerdo en virtud del cual el garante presta una garantía financiera en forma de título prendario a un beneficiario o en su favor, conservando el garante la plena propiedad de la garantía financiera en el momento de establecerse el derecho sobre la garantía.

(9) Según esta Directiva, se consideran instrumentos financieros las participaciones en sociedades y otros títulos equivalentes a participaciones en sociedades, bonos y otras formas de instrumentos de deuda, si estos son negociables en el mercado de capitales y los demás valores normalmente negociados que dan derecho a adquirir tales participaciones, bonos y demás valores mediante suscripción, compra o intercambio o que dan lugar a una liquidación en efectivo (excluidos los instrumentos de pago), con inclusión de las participaciones en organismos de inversión colectiva, instrumentos del mercado monetario y créditos en relación con cualquiera de estos elementos y todo derecho directo o indirecto sobre los mismos.

Los Estados miembros podrán excluir del ámbito de aplicación de la presente Directiva las garantías financieras consistentes en acciones propias del garante, acciones del garante en empresas filiales y acciones del garante en empresas cuyo único fin sea poseer medios de producción esenciales para la actividad del garante o poseer bienes raíces.

Otro requisito para la aplicación de la Directiva es que tanto el beneficiario como el garante deberán estar incluidos en una de las categorías siguientes:

- a) Una autoridad pública, incluidos los organismos públicos de los Estados miembros encargados de la gestión de deuda pública, o que intervengan en dicha gestión, y los organismos públicos de los Estados miembros facultados para mantener cuentas de clientes.
- b) Un banco central, el Banco Central Europeo, el Banco de Pagos Internacionales, un banco multilateral de desarrollo, conforme se define en la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones.
- c) Una entidad financiera bajo supervisión prudencial, incluidas: las entidades de crédito, las sociedades de inversión, las entidades financieras, las empresas de seguros, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y sus sociedades gestoras.
- d) Una contraparte central, un agente de liquidación o una cámara de compensación, conforme se definen en la Directiva 98/26/CE, incluidas las instituciones similares, reguladas por el Derecho nacional, que actúen en los mercados de futuros, opciones y derivados en la medida en que no estén reguladas por dicha Directiva, y una persona distinta de una persona física que actúe en calidad de fiduciario o representante en nombre de una o varias personas, incluidos obligacionistas o titulares de deuda titulada.
- e) Una persona distinta a una persona física, incluidas las entidades colectivas sin forma societaria.

Con el fin de mejorar la seguridad jurídica de los acuerdos de garantía financiera, los Estados miembros deberán asegurarse de que no se aplican determinadas disposiciones de la le-

gislación sobre insolvencia, en particular aquellas que impedirían la efectiva realización de la garantía financiera o plantearían dudas sobre la validez de técnicas actuales como la liquidación bilateral por compensación exigible anticipadamente, la prestación de garantías complementarias y de sustitución de garantías.

La Directiva pretende reducir las formalidades administrativas de las partes que se sirven de las garantías financieras, de modo que el único requisito de validez que la legislación nacional puede imponer a las garantías financieras deberá ser que la garantía financiera sea entregada, transferida, mantenida, registrada o designada de otro modo, con objeto de que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre, sin excluirse las modalidades de garantía que permiten al garante sustituirla o retirar el excedente. Los Estados miembros no exigirán que la constitución, validez, perfección, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba de un acuerdo de garantía financiera o la prestación de garantía financiera en virtud de un acuerdo de garantía financiera estén supeditados a la realización de un acto formal. En caso de acogerse a esta facultad, los Estados miembros informarán a la Comisión, la cual lo comunicará, a su vez, a los demás Estados miembros.

La simplificación del uso de las garantías financieras, a través de la reducción de las formalidades administrativas, fomenta la eficacia de las operaciones transfronterizas del BCE y de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que participan en la unión económica y monetaria, necesarias para la aplicación de la política monetaria común. Por otra parte, el establecimiento de una protección limitada de los acuerdos de garantía financiera frente a algunas disposiciones de la legislación sobre insolvencia respalda el aspecto más amplio de la política monetaria común, en la que los participantes en el mercado monetario equilibran entre ellos el volumen total de liquidez del mercado mediante operaciones transfronterizas cubiertas por garantías.

La Directiva protege la ejecutabilidad de la liquidación bilateral por compensación exigible anticipadamente, no solo como mecanismo de ejecución de los acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad, incluyendo los pactos de recompra, sino, más en general, en los acuerdos en los que la liquidación por compensación exigible anticipadamente forma parte de un acuerdo de garantía financiera. Las buenas prácticas de gestión del riesgo empleadas corrientemente en el mercado financiero deben protegerse permitiendo a los participantes gestionar y reducir los riesgos de crédito inheren-

tes a operaciones financieras de todo tipo sobre una base neta, calculando la exposición actual como la suma de la estimación de los riesgos de todas las operaciones pendientes con una contraparte y compensando las partidas recíprocas para obtener una sola suma global, la cual debe compararse con el valor actual de la garantía.

La Directiva establece unos procedimientos de ejecución rápidos y no formalistas, con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera y limitar el efecto contagio en caso de que una de las partes incumpla un acuerdo de garantía financiera. No obstante, se establece un equilibrio entre estos objetivos y la protección del garante y terceros confirmando expresamente la posibilidad de los Estados miembros de mantener o introducir en sus respectivas legislaciones nacionales un control *a posteriori* que puedan aplicar los tribunales sobre la ejecución o valoración de la garantía financiera y el cálculo de las obligaciones financieras principales. Dicho control permitiría a las autoridades judiciales comprobar si la ejecución o valoración se ha

llevado a cabo de una manera comercialmente correcta. También establece un derecho de utilización en el caso de los acuerdos de garantía financiera prendaria, lo que aumentará la liquidez de los mercados financieros gracias a la reutilización de valores pignorados. Ahora bien, esta reutilización se entiende sin perjuicio de la legislación nacional en materia de separación de activos y de trato discriminatorio de los acreedores.

Por último, la Comisión Europea presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre la aplicación de la presente Directiva a más tardar el 27 de diciembre de 2006, junto con las propuestas de revisión oportunas.

Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva antes del 27 de diciembre de 2003, e informarán inmediatamente de ello a la Comisión.

4.7.2002.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de junio de 2002

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>	<i>6,56</i>	<i>33,18</i>	<i>29,00</i>	<i>32,53</i>	<i>29,00</i>
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	10,62	-	18,10	-
BANCOPOPULAR-E, S.A.	-	33,18	29,00	32,31	29,00
BANESTO BANCO DE EMISIONES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	3,25	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	6,00	32,31	29,00	32,31	29,00
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 SABADELL 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	10,62	-	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	4,25	19,07	18,00	19,52	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
GALLEGO	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	5,75	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	-	-	-	-	-
IBERAGENTES POPULAR B.P.	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	-	-	-	-	-
INVERSIÓN NET	-	-	-	-	-
LIBERTA	-	-	-	-	-
MADRID	5,00	18,68	17,25	18,68	17,25
MAPFRE	6,75	10,62	-	10,62	-

(Continuación) 2

Situación al día 30 de junio de 2002

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
MARCH	6,00	30,60	-	29,86	-
MURCIA	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PASTOR	4,25	21,34	19,50	31,08	28,00
PATAGON INTERNET BANK	-	7,67	7,41	7,67	7,41
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	5,75	26,56	25,00	26,56	24,26
POPULAR HIPOTECARIO	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
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.	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEG. PROBANCA ..	5,00	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>6,05</i>	<i>26,55</i>	<i>24,97</i>	<i>26,48</i>	<i>24,74</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	3,47	12,62	12,06	12,62	12,06
ARAB BANK PLC, S.E.	3,50	10,47	-	10,47	-
ÁRABE ESPAÑOL	5,00	18,00	-	18,00	-
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	4,25	10,62	-	32,31	-
BARCLAYS BANK PLC, S.E.	4,75	10,62	-	32,31	-
BNP PARIBAS, S.E.	3,60	10,62	10,35	-	(6,00)
BNP PARIBAS ESPAÑA	5,00	10,62	10,14	-	(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.	-	-	-	18,50	-
CDC URQUIJO	4,25	29,97	26,50	29,97	26,50
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.	3,75	13,85	13,00	13,85	13,00
CORTAL, S.E.	-	-	-	-	-
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	-	10,62	10,14	10,62	10,14
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	4,39	9,25	-	9,25	-
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	-	-	-	-	-
DEUTSCHE BANK	4,50	30,60	27,00	30,60	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.	-	-	-	-	-

(Continuación) 3

Situación al día 30 de junio de 2002

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
DEUTSCHE BANK CREDIT	6,00	13,52	-	13,75	-
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.	-	-	-	-	-
DRESDNER BANK A.G., S.E.	3,65	10,62	10,09	10,62	10,09
EDMOND ROTHSCHILD LUXEMB., S.E.	-	5,72	-	-	-
ESPIRITO SANTO	4,75	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROHYPO A.G., S.E.	-	-	-	-	-
EXTREMADURA	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.	5,09	10,62	-	5,09	-
FIMAT INTERN. BANQUE, 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	-	10,62	-	10,62	-
HSBC BANK PLC, S.E.	3,75	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.	6,00	-	-	-	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	-	-	-	-	-
INTESA BCI, S.P.A., S.E.	6,00	10,62	-	-	(3,00)
INVERSIÓN	4,15	19,56	18,00	19,56	18,00
JP MORGAN BANK	4,50	13,75	12,95	(2,02)	(2,00)
JP MORGAN CHASE BANK, S.E.	3,25	9,35	9,00	9,55	9,35
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.	4,50	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
MAIS (ESPANHA), S.E.	-	-	-	-	-
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.	3,64	33,18	29,00	32,31	29,00
MERRILL LYNCH INTERN. BANK LTD	-	-	-	-	-
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.	4,50	9,50	-	-	(2,00)
NACIÓN ARGENTINA, S.E.	10,00	24,36	22,00	-	(4,00)
NATEXIS BANQUES POPULAIRES, S.E.	-	-	-	-	-
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.	3,54	26,25	24,00	20,40	18,00
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.	5,45	-	-	-	-
RABOBANK NEDERLAND, S.E.	6,75	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.	4,20	10,00	-	-	(2,00)
ROYAL BANK OF SCOTLAND, S.E.	-	-	-	-	-
SCOTLAND, S.E.	-	-	-	-	-
SIMEÓN	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
SYGMA HISPANIA, S.E.	-	-	-	-	-
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	4,25	24,32	-	(2,02)	-
UBS ESPAÑA	4,57	10,62	10,14	10,62	10,14
UCABAIL, S.E.	3,54	-	-	-	-
URQUIJO	3,25	29,97	26,50	29,97	26,50
VOLKSWAGEN BANK GMBH	4,26	10,47	10,00	10,47	10,00
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	3,75	11,06	10,63	11,06	10,63
<i>Media simple</i>	<i>4,89</i>	<i>16,68</i>	<i>17,30</i>	<i>18,99</i>	<i>18,53</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>5,46</i>	<i>21,82</i>	<i>21,82</i>	<i>23,58</i>	<i>22,79</i>

(Continuación) 4

Situación al día 30 de junio de 2002

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	4,75	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	4,50	27,44	-	27,44	-
BADAJOS	4,00	18,70	-	19,25	18,00
BALEARES	5,25	20,39	-	26,24	-
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,00	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS ...	3,59	10,56	-	15,87	-
BURGOS MUNICIPAL	5,00	10,62	10,35	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	5,09	19,00	-	-	(8,00)
CANARIAS INSULAR	5,50	27,44	25,00	19,82	18,50
CASTILLA-LA MANCHA	5,00	23,30	-	23,30	-
CATALUNYA	4,25	22,50	20,81	22,50	20,81
CECA	6,50	10,25	10,00	-	(2,00)
COLONYA-POLLENSA	4,89	25,06	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	3,55	15,43	-	(7,19)	-
EXTREMADURA	4,33	10,61	10,45	10,61	9,60
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	5,00	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	5,00	26,56	-	27,44	-
LAIETANA	4,50	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	3,25	19,75	-	19,75	-
MANRESA	6,25	22,50	20,47	22,50	20,47
MEDITERRÁNEO	4,75	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	5,00	18,75	17,56	-	(6,00)
NAVARRA	5,00	21,00	20,00	21,55	20,00
ONTINYENT	5,88	19,50	17,95	19,50	18,22
PENEDÉS	3,82	27,44	-	-	(14,75)
PENSIONES DE BARCELONA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
RIOJA	5,00	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	5,75	17,94	16,85	17,94	16,85
SALAMANCA Y SORIA	3,90	18,00	-	18,00	-
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ	7,25	22,50	-	-	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA	5,00	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	5,38	16,65	-	16,65	-
UNICAJA	5,75	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	3,79	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA	4,00	21,35	20,31	21,35	19,83
VITORIA Y ÁLAVA	5,50	15,75	15,17	15,75	14,90
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA ...	5,87	19,00	-	24,00	-
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>5,03</i>	<i>21,41</i>	<i>19,98</i>	<i>21,42</i>	<i>19,60</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»
3/2002, de 25 de junio	Entidades de Crédito. Modificación de la Circular 3/1995, de 25 de septiembre, sobre Central de Información de Riesgos.	2 de julio de 2002
4/2002, de 25 de junio	Entidades de Crédito. Estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras. Anexos I y II.	2 de julio de 2002

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 20 de junio y el 18 de julio de 2002

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0073	PATAGON INTERNET BANK, S.A.	15.07.2002	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR PATAGÓN BANK, S.A.
0088	BANK OF AMERICA, S.A.	17.07.2002	BAJA POR DISOLUCIÓN Y CESIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS A BANK OF AMERICA, NATIONAL ASSOCIATION, S.E. (1485).
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3082	CAJA RURAL VALENCIA, S. COOP. DE CRÉDITO	21.06.2002	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA RURAL DEL MEDITERRÁNEO, RURALCAJA, S. COOP. DE CRÉDITO.
3029	CAJA DE CRÉDITO DE PETREL, CAJA RURAL, COOPERATIVA DE CRÉDITO VALENCIANA	12.07.2002	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE SAN BARTOLOMÉ, 2.- 03610 PETRER (ALICANTE).
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8797	SERVICIOS FINANCIEROS CONTINENTE, E.F.C., S.A.	09.07.2002	BAJA POR DISOLUCIÓN CON CESIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS A SU ACCIONISTA ÚNICO.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
1484	MBNA EUROPE BANK LIMITED, SUCURSAL EN ESPAÑA	11.07.2002	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE PINAR, 5.- 28006 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS EXTRACOMUNITARIAS			
1485	BANK OF AMERICA, NATIONAL ASSOCIATION, SUCURSAL EN ESPAÑA	17.07.2002	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PASEO DE LA CASTELLANA, 35.- 28046 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA.
	<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 21, DIRECTIVA 2000/12/CE)			
	BANQUE BRUXELLES LAMBERT	27.06.2002	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: BÉLGICA.
	ING BANK (LUXEMBOURG) S.A.	28.06.2002	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
	KBC BANK N.V.	04.07.2002	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: BÉLGICA.
<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
TITULARES DE ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1727	OFICINA DE REMESAS Y SERVICIOS AFINES, S.A.	01.07.2002	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR UNIGIROS INTERNACIONAL, S.A.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Sebastián Coll y José I. Fortea

GUÍA DE FUENTES CUANTITATIVAS PARA LA HISTORIA ECONÓMICA DE ESPAÑA. VOL. II: FINANZAS Y RENTA NACIONAL
ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA, N° 42

Este volumen constituye la segunda parte del estudio de Sebastián Coll y José Ignacio Fortea sobre las fuentes, impresas o manuscritas, que contienen datos cuantitativos para la economía española desde el siglo XVI hasta la actualidad.

En él se describen el contenido, localización y rendimiento de la documentación capaz de producir series temporales para variables relacionadas con el comercio, transporte, comunicaciones, finanzas, ingresos y gastos públicos, sector exterior, precios, salarios, magnitudes agregadas e indicadores de la actividad y de las condiciones de vida. Asimismo, se contienen referencias bibliográficas a fuentes secundarias y a aquellas monografías que, en época reciente, han hecho uso de las fuentes comentadas.

Con la publicación de este segundo volumen, el Banco de España y los autores completan la panorámica que ofrecían en el primero (n° 32 de esta colección) sobre población, mano de obra, clima y recursos hídricos, uso del suelo, producción agrícola, ganadera y pesquera, producción industrial, construcción y patentes.

La obra resultará útil a los historiadores del pasado económico español, así como a aquellos economistas que necesiten orientación acerca de dónde encontrar series largas sobre variables económicas, o de las posibilidades que existen de construirlas

Enrique Alberola, Ana Buisán and Santiago Fernández de Lis

THE QUEST FOR NOMINAL AND REAL CONVERGENCE THROUGH INTEGRATION IN EUROPE AND LATIN AMERICA
DOCUMENTO DE TRABAJO N° 0213

En la última década, la integración económica ha avanzado significativamente en Europa y

Latinoamérica, lo que se ha venido considerando como una oportunidad de convergencia real en ambas áreas. Sin embargo, este documento muestra que para que este proceso de convergencia real adquiera mayor relevancia, la integración debe complementarse con la estabilidad macroeconómica y con reformas estructurales. Centrándose en estos aspectos, el presente trabajo compara ambas experiencias, dedicando especial atención a los países de la periferia europea. Aun siendo ambas experiencias muy distintas en cuanto a su naturaleza, profundidad y alcance, no dejan de ofrecer indicaciones interesantes, especialmente para América Latina, dado que el grado de integración es mucho más avanzado en Europa. Las conclusiones señalan la necesidad de incrementar los esfuerzos en América Latina para recoger los frutos de políticas acertadas de forma que sustituya el fuerte respaldo institucional del que se ha beneficiado la periferia europea. Por lo tanto, en un momento en el que América Latina contempla la última década con sentimientos ambiguos, son necesarias una gran perseverancia y determinación para llevar a cabo las reformas necesarias.

Ignacio Hernando and André Tiomo

FINANCIAL CONSTRAINTS AND INVESTMENT IN FRANCE AND SPAIN: A COMPARISON USING FIRM LEVEL DATA

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 0214

En este trabajo se analizan las decisiones de inversión empresarial en Francia y España, prestando especial atención al papel desempeñado por la existencia de restricciones de liquidez en la explicación del comportamiento inversor. Con este objetivo, se emplean dos bases de datos cuidadosamente armonizadas que facilitan la utilización de variables definidas homogéneamente en ambos países. La información utilizada consiste en dos paneles de datos de empresas industriales seleccionadas de entre aquellas que han colaborado con las Centrales de Balances del Banco de Francia y del Banco de España durante el período 1991-1999. Con el fin de verificar la existencia de restriccio-

nes de liquidez, se lleva a cabo un contraste de exceso de sensibilidad de la inversión al *cash-flow* utilizando un modelo estándar de ecuación de Euler. En concreto, tanto el modelo teórico como la estrategia de contraste utilizados en este trabajo se basan en el artículo de Bond y Meghir (1994), en el que se presenta un modelo empírico de inversión basado en la ecuación de Euler de una versión ampliada del modelo de inversión neoclásico. El modelo utilizado supone que la empresa se enfrenta a una jerarquía de costes para las distintas fuentes de financia-

ción, y su resolución genera diferentes caracterizaciones del comportamiento inversor en función de las políticas de financiación seguidas por las empresas. En general, nuestros resultados sugieren que hay diferencias significativas en el comportamiento inversor que están ligadas a la situación financiera de las empresas. En particular, la evidencia obtenida es consecuente con la hipótesis de que el gasto en inversión de las empresas que no distribuyen dividendos está condicionado por la disponibilidad de recursos generados internamente.

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/htmls/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. Deflatores 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.	Índice de costes laborales	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 (1)	36*
6.3.	Estado. Pasivos en circulación. España (1)	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 (1)	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 (1)	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 (1)	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 (1)	44*
7.8.	Activos de reserva de España (1)	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.	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España	47*
8.3.	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España	48*
8.4.	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España	49*
8.5.	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España	50*
8.6.	Financiación a las sociedades no financieras y hogares e ISFLSH, residentes en España	51*
8.8.	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España	52*
8.9.	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades	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 (1)	58*
9.3.	Tipos de interés: bancos y cajas de ahorros, residentes en España (1)	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) Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

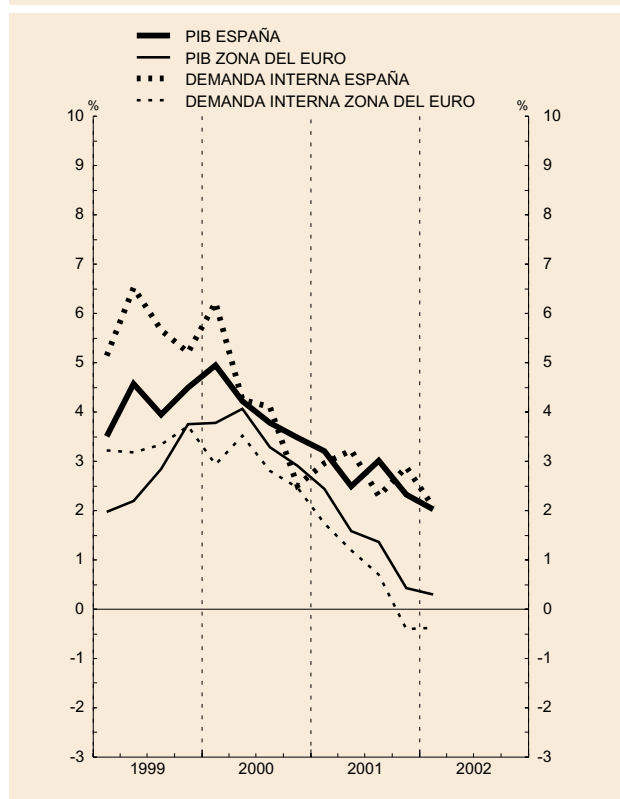
1.1. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

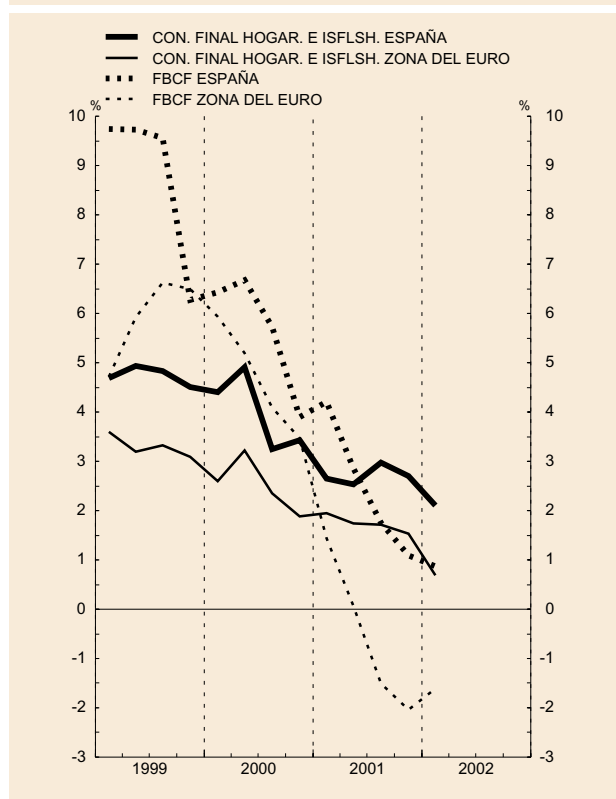
Tasas de variación interanual

	PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda interna		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIBpm precios corrientes (e)	
	España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro	España	Zona del Euro	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
99	4,1	2,7	4,7	3,3	4,2	2,1	8,8	5,9	5,6	3,4	7,6	5,3	12,8	7,5	565	6 145
00	4,1	3,5	4,0	2,5	4,0	1,9	5,7	4,7	4,2	2,9	9,6	12,2	9,8	10,9	609	6 440
01	2,8	1,5	2,7	1,7	3,1	2,2	2,5	-0,5	2,8	0,8	3,4	2,6	3,7	0,9	650	6 811
99 I	3,5	2,0	4,7	3,6	3,7	2,2	9,7	4,7	5,1	3,2	6,7	1,8	12,7	5,6	137	1 511
99 II	4,6	2,2	4,9	3,2	4,2	1,9	9,7	5,9	6,5	3,2	5,8	3,2	12,8	6,3	140	1 525
99 III	3,9	2,8	4,8	3,3	4,1	2,1	9,6	6,6	5,7	3,3	7,6	6,1	13,6	7,8	143	1 544
99 IV	4,5	3,8	4,5	3,1	4,6	2,4	6,3	6,5	5,2	3,7	10,1	10,1	12,2	10,2	145	1 565
00 I	4,9	3,8	4,4	2,6	4,5	2,0	6,4	5,9	6,2	2,9	6,8	12,8	11,0	10,6	148	1 585
00 II	4,2	4,1	4,9	3,2	4,5	2,2	6,7	5,2	4,3	3,5	9,8	12,1	9,6	10,9	151	1 604
00 III	3,8	3,3	3,3	2,3	3,9	1,6	5,7	4,1	4,1	2,8	9,9	12,1	10,6	11,2	153	1 618
00 IV	3,5	2,9	3,4	1,9	3,4	1,8	3,9	3,5	2,5	2,5	11,8	11,6	8,1	10,8	156	1 633
01 I	3,2	2,4	2,6	1,9	3,0	2,1	4,2	1,4	3,0	1,7	9,7	7,7	8,4	6,0	159	1 690
01 II	2,5	1,6	2,5	1,7	2,9	2,2	2,9	0,1	3,2	1,2	4,4	4,3	6,6	3,4	162	1 699
01 III	3,0	1,4	3,0	1,7	3,4	2,4	1,8	-1,5	2,3	0,7	2,2	1,0	0,1	-0,8	164	1 707
01 IV	2,3	0,4	2,7	1,5	3,2	2,2	1,1	-2,0	2,9	-0,4	-1,9	-2,7	0,0	-5,1	165	1 714
02 I	2,0	0,3	2,1	0,7	3,0	2,2	0,9	-1,6	2,1	-0,4	-1,6	-2,0	-1,2	-4,0	168	1 734

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



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



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

(a) España: elaborado según el SEC95, SERIES CORREGIDAS DE EFECTOS ESTACIONALES Y DE CALENDARIO (véase boletín económico de abril 2002); Zona del euro: elaborado según el SEC95.

(b) Zona del euro, consumo privado.

(c) Zona del euro, consumo público.

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

(e) Miles de millones de euros.

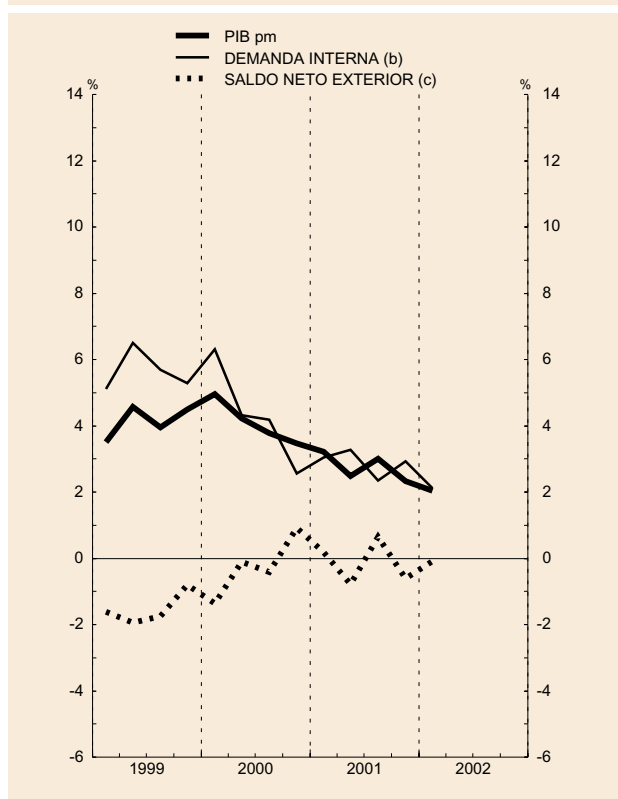
1.2. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle (a)

■ Serie representada gráficamente.

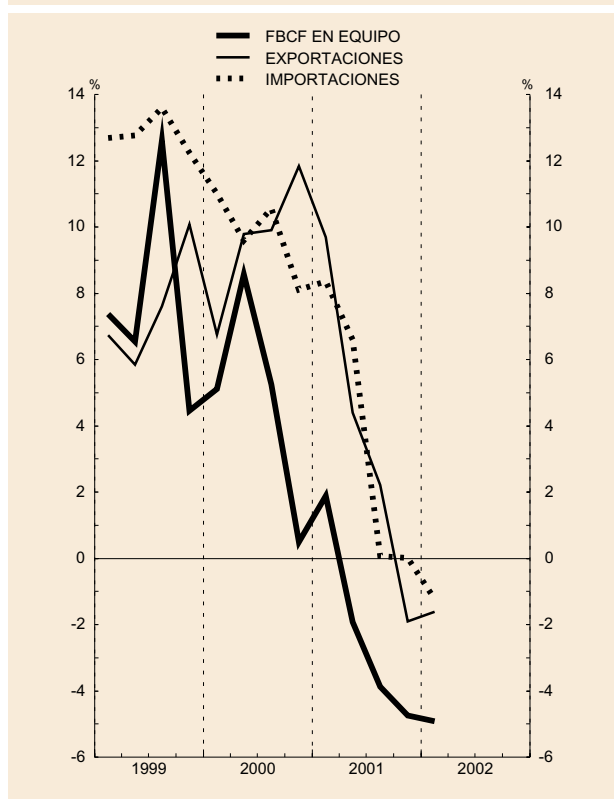
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria		
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Saldo de intercambios exteriores de bienes y servicios (b)	Demanda interna (b)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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	18,5	9,8	9,6	9,8	10,9	-0,2	4,3	4,1
01	P	2,5	-2,2	5,7	0,8	0,1	3,4	2,0	5,1	9,2	3,7	3,6	9,2	2,6	-0,1	2,9	2,8
99 I	P	9,7	7,4	10,7	11,3	-0,5	6,7	5,2	10,2	11,0	12,7	12,7	17,1	11,5	-1,6	5,1	3,5
II	P	9,7	6,5	11,3	11,0	0,6	5,8	3,9	10,1	11,9	12,8	12,8	7,3	13,8	-1,9	6,5	4,6
III	P	9,6	12,6	7,8	9,3	-0,1	7,6	6,6	9,2	11,5	13,6	13,2	12,2	16,3	-1,7	5,7	3,9
IV	P	6,3	4,5	6,6	9,1	0,3	10,1	9,4	8,8	16,2	12,2	11,4	15,6	16,7	-0,8	5,3	4,5
00 I	P	6,4	5,1	6,8	8,0	1,3	6,8	6,2	3,4	15,6	11,0	10,5	5,0	15,3	-1,4	6,3	4,9
II	P	6,7	8,6	5,6	6,6	-1,0	9,8	9,5	4,6	19,7	9,6	9,2	16,7	10,5	-0,1	4,3	4,2
III	P	5,7	5,3	6,2	4,9	0,2	9,9	9,4	6,9	17,7	10,6	10,8	10,4	9,0	-0,4	4,2	3,8
IV	P	3,9	0,5	6,1	3,5	-1,0	11,8	11,5	7,6	20,5	8,1	8,0	7,6	9,1	0,9	2,6	3,5
01 I	P	4,2	1,9	6,2	1,9	-0,1	9,7	8,7	9,7	15,1	8,4	8,7	16,8	4,5	0,2	3,0	3,2
II	P	2,9	-1,9	6,2	1,3	0,5	4,4	3,5	5,6	7,5	6,6	6,7	4,8	6,4	-0,8	3,3	2,5
III	P	1,8	-3,9	5,6	0,5	-0,4	2,2	0,9	3,2	8,0	0,1	-0,1	6,3	-0,1	0,7	2,4	3,0
IV	P	1,1	-4,7	4,9	-0,5	0,5	-1,9	-4,5	2,3	6,7	0,0	-0,3	9,6	-0,1	-0,6	2,9	2,3
02 I	P	0,9	-4,9	4,4	-0,1	0,1	-1,6	-4,3	1,9	7,5	-1,2	-2,1	7,3	2,5	-0,1	2,1	2,0

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

(b) Aportación al crecimiento del PIBpm.

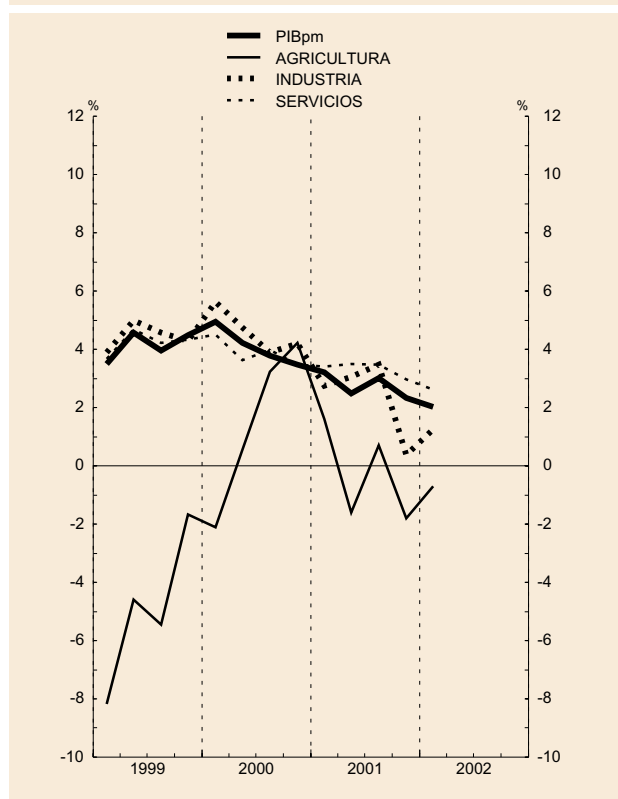
1.3. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

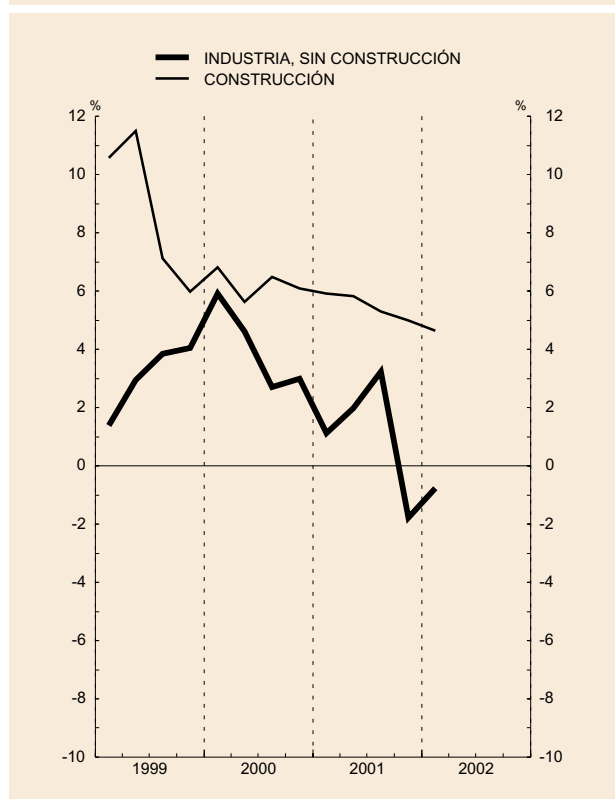
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
99	P	4,1	-5,0	2,9	3,1	8,7	4,2	4,6	3,1	7,8	6,6	6,6
00	P	4,1	1,5	4,0	4,0	6,2	3,9	4,2	2,7	5,1	7,6	5,0
01	P	2,8	-0,3	2,2	1,1	5,5	3,3	3,5	2,9	2,6	-4,7	-0,2
99 /	P	3,5	-8,2	3,6	1,4	10,6	3,7	4,0	2,7	7,9	9,6	7,5
II	P	4,6	-4,6	2,7	2,9	11,5	4,7	5,1	3,2	7,9	7,3	6,3
III	P	3,9	-5,5	3,3	3,8	7,1	4,2	4,6	3,1	4,4	4,9	5,8
IV	P	4,5	-1,7	2,2	4,0	6,0	4,3	4,6	3,6	11,0	4,8	6,6
00 /	P	4,9	-2,1	2,0	5,9	6,8	4,5	4,9	3,1	10,8	7,0	6,8
II	P	4,2	0,5	3,7	4,6	5,6	3,6	3,9	2,9	9,4	7,3	6,1
III	P	3,8	3,2	4,4	2,7	6,5	4,0	4,4	2,5	1,2	10,3	4,3
IV	P	3,5	4,2	6,1	3,0	6,1	3,5	3,8	2,3	-0,4	5,8	2,8
01 /	P	3,2	1,6	4,1	1,1	5,9	3,4	3,6	2,6	5,9	-0,4	1,2
II	P	2,5	-1,6	2,6	2,0	5,8	3,5	3,6	3,0	-5,6	-3,6	-0,7
III	P	3,0	0,7	0,9	3,2	5,3	3,5	3,6	3,2	-0,4	-8,5	-0,2
IV	P	2,3	-1,8	1,1	-1,8	5,0	3,0	3,0	3,0	10,7	-5,9	-1,1
02 /	P	2,0	-0,7	3,7	-0,8	4,6	2,6	2,8	2,0	2,1	-1,6	1,8

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

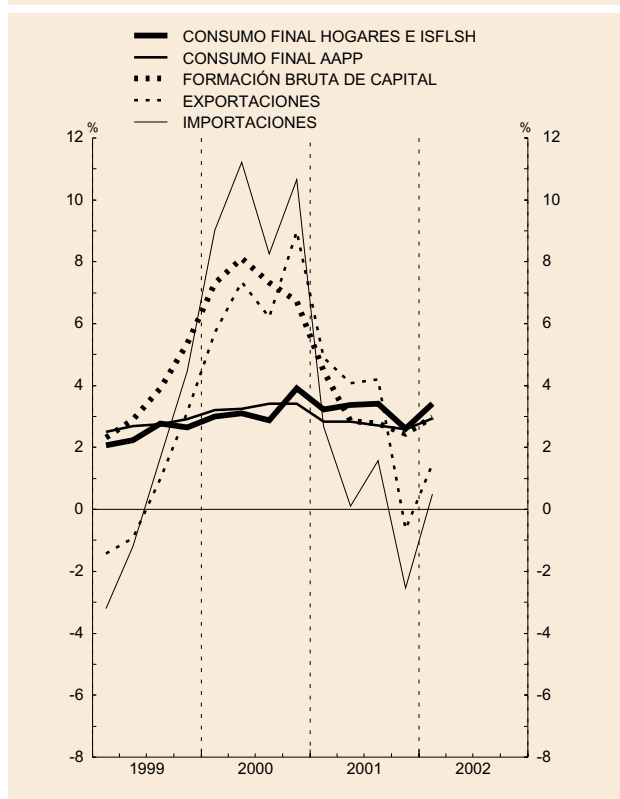
1.4. Producto interior bruto. Deflatores implícitos. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

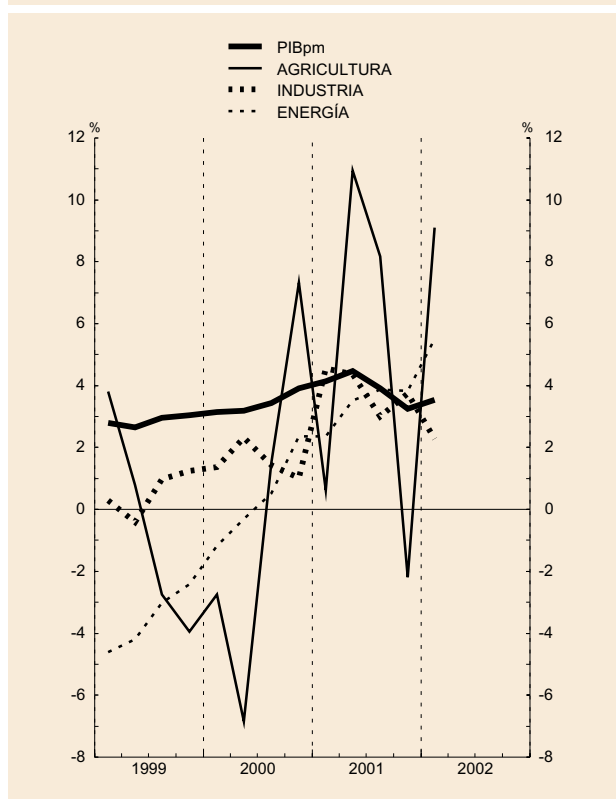
Tasas de variación interanual

		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 agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	De los que		
				Total	Del cual									Ramas de los servicios	Servicios de mercado	
					Bienes de equipo	Construcción										Otros productos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
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
01	P	3,2	2,7	3,1	1,4	5,5	-3,0	3,0	0,4	3,9	4,2	3,4	3,9	5,6	4,1	4,5
99 I	P	2,1	2,5	2,3	0,6	2,7	4,7	-1,4	-3,2	2,8	3,8	-4,6	0,3	2,8	3,1	3,1
II	P	2,2	2,7	2,9	1,0	3,3	4,6	-0,9	-1,2	2,6	0,8	-4,2	-0,4	3,1	3,1	3,1
III	P	2,8	2,7	3,9	1,7	5,0	5,0	1,0	1,7	3,0	-2,8	-3,0	1,0	4,4	3,2	3,2
IV	P	2,6	2,9	5,4	2,7	6,7	6,6	3,1	4,5	3,0	-4,0	-2,4	1,2	6,1	3,2	3,2
00 I	P	3,0	3,2	7,3	4,2	9,1	8,6	5,7	9,0	3,2	-2,7	-1,2	1,4	8,6	3,1	3,0
II	P	3,1	3,3	8,1	4,9	9,6	8,5	7,3	11,2	3,2	-6,8	-0,3	2,3	9,2	3,2	3,2
III	P	2,9	3,4	7,3	4,8	9,1	6,5	6,2	8,3	3,4	1,5	0,5	1,4	8,9	3,6	3,7
IV	P	3,9	3,4	6,7	4,2	8,5	3,7	9,0	10,7	3,9	7,3	2,4	1,0	8,6	4,3	4,6
01 I	P	3,2	2,8	4,5	2,5	5,9	-1,8	4,9	2,7	4,1	0,6	2,4	4,5	6,1	4,5	5,0
II	P	3,4	2,8	2,8	1,5	5,1	-3,4	4,1	0,1	4,5	10,9	3,5	4,4	5,6	4,6	5,2
III	P	3,4	2,7	2,8	0,9	5,5	-4,3	4,2	1,6	3,9	8,2	3,9	3,0	5,6	4,1	4,6
IV	P	2,6	2,6	2,4	0,7	5,6	-2,4	-0,6	-2,5	3,3	-2,2	3,8	3,7	5,3	3,2	3,5
02 I	P	3,4	2,9	3,0	1,0	7,1	0,0	1,5	0,5	3,5	9,1	5,5	2,3	6,4	3,1	3,4

PIB. DEFLATORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLATORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

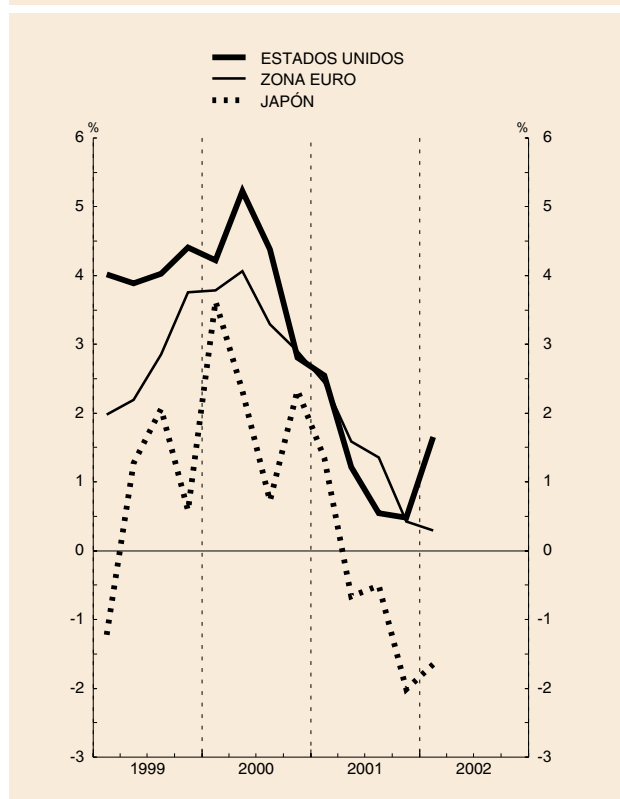
2.1. Producto interior bruto a precios constantes. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

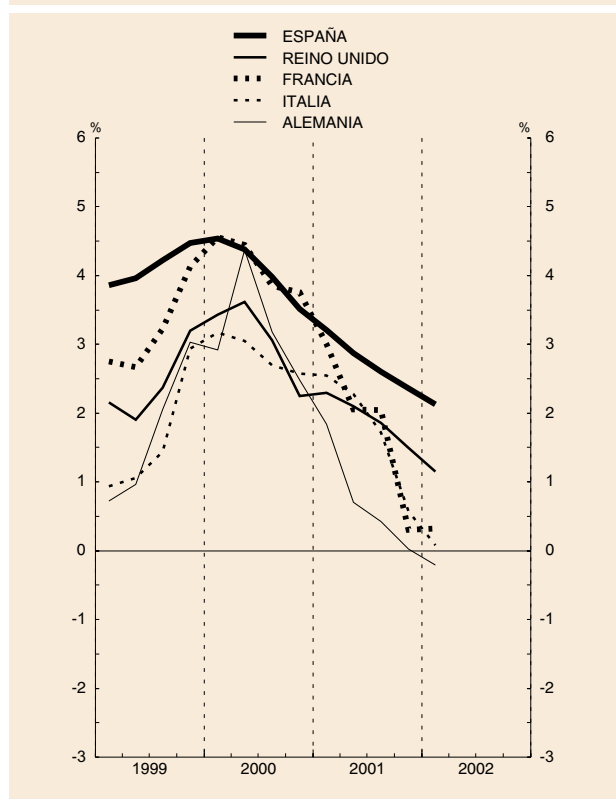
Tasas de variación interanual

	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
99	3,1	2,7	2,7	1,7	4,1	4,1	3,2	1,6	0,7	2,4
00	3,9	3,4	3,5	3,2	4,1	4,1	4,1	2,9	2,2	3,1
01	1,1	1,5	1,4	0,7	2,8	1,2	1,8	1,8	-0,5	1,9
99 /	2,5	2,1	2,0	0,7	3,5	4,0	2,8	0,9	-1,2	2,2
II	2,9	2,2	2,2	1,0	4,6	3,9	2,7	1,1	1,3	1,9
III	3,4	2,8	2,8	2,1	3,9	4,0	3,2	1,4	2,1	2,4
IV	3,8	3,7	3,8	3,0	4,5	4,4	4,1	2,9	0,6	3,2
00 /	4,3	3,7	3,8	2,9	4,9	4,2	4,6	3,2	3,6	3,4
II	4,7	4,0	4,1	4,4	4,2	5,2	4,4	3,0	2,3	3,6
III	3,9	3,3	3,3	3,2	3,8	4,4	3,9	2,7	0,7	3,1
IV	2,9	2,8	2,9	2,5	3,5	2,8	3,8	2,6	2,3	2,2
01 /	2,3	2,4	2,4	1,8	3,2	2,5	3,0	2,5	1,4	2,3
II	1,1	1,6	1,6	0,7	2,5	1,2	2,1	2,3	-0,7	2,1
III	0,6	1,4	1,4	0,4	3,0	0,5	2,0	1,7	-0,5	1,9
IV	0,3	0,6	0,4	0,0	2,3	0,5	0,3	0,6	-2,0	1,5
02 /	...	0,4	0,3	-0,2	2,0	1,7	0,3	0,1	-1,6	1,1

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



Fuentes: BCE, INE y OCDE.

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

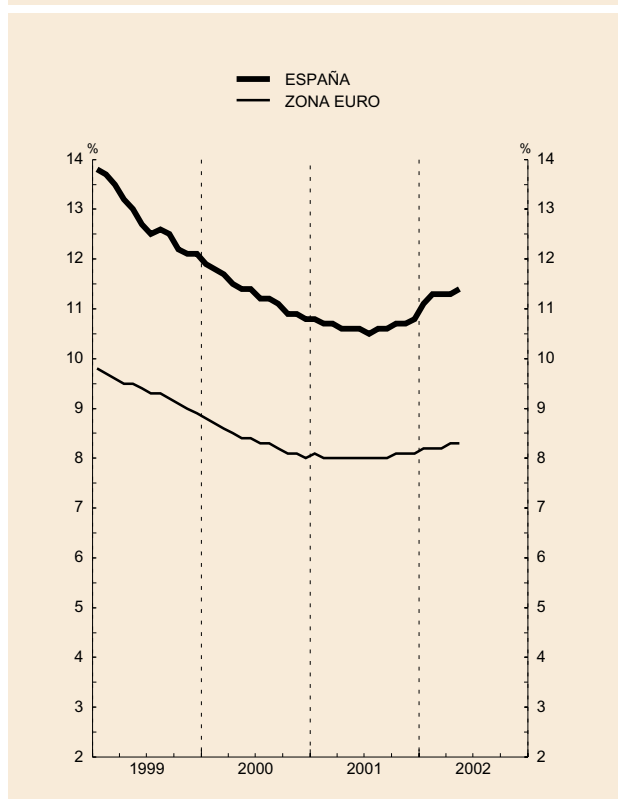
2.2. Tasas de paro. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

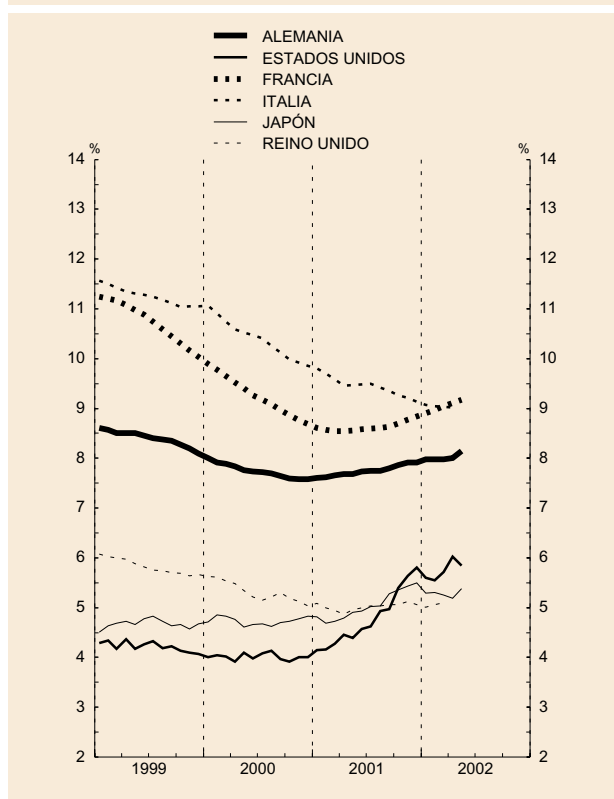
Porcentajes

	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
99	6,6	8,7	9,4	8,4	12,8	4,2	10,7	11,3	4,7	5,8
00	6,2	7,8	8,4	7,7	11,3	4,0	9,3	10,4	4,7	5,3
01	6,4	7,4	8,0	7,7	10,7	4,8	8,6	9,4	5,0	5,0
00 Dic	6,1	7,5	8,0	7,6	10,8	4,0	8,7	9,9	4,8	5,0
01 Ene	6,2	7,4	8,1	7,6	10,8	4,2	8,6	9,8	4,8	5,1
<i>Feb</i>	6,1	7,4	8,0	7,6	10,7	4,2	8,6	9,7	4,7	5,0
<i>Mar</i>	6,2	7,4	8,0	7,7	10,7	4,3	8,6	9,6	4,7	5,0
<i>Abr</i>	6,2	7,3	8,0	7,7	10,6	4,5	8,5	9,5	4,8	4,9
<i>May</i>	6,2	7,3	8,0	7,7	10,6	4,4	8,6	9,5	4,9	5,0
<i>Jun</i>	6,3	7,4	8,0	7,7	10,6	4,6	8,6	9,5	4,9	5,0
<i>Jul</i>	6,4	7,4	8,0	7,8	10,5	4,6	8,6	9,5	5,0	5,0
<i>Ago</i>	6,5	7,4	8,0	7,8	10,6	4,9	8,6	9,4	5,0	5,0
<i>Sep</i>	6,5	7,4	8,0	7,8	10,6	5,0	8,6	9,4	5,3	5,1
<i>Oct</i>	6,7	7,4	8,1	7,9	10,7	5,4	8,7	9,3	5,4	5,1
<i>Nov</i>	6,8	7,4	8,1	7,9	10,7	5,6	8,8	9,2	5,4	5,1
<i>Dic</i>	6,8	7,4	8,1	7,9	10,8	5,8	8,8	9,1	5,5	5,1
02 Ene	6,7	7,5	8,2	8,0	11,1	5,6	8,9	9,1	5,3	5,0
<i>Feb</i>	6,7	7,5	8,2	8,0	11,3	5,6	9,0	9,1	5,3	5,1
<i>Mar</i>	6,7	7,5	8,2	8,0	11,3	5,7	9,0	9,0	5,3	5,1
<i>Abr</i>	6,8	7,5	8,3	8,0	11,3	6,0	9,1	9,0	5,2	...
<i>May</i>	6,9	7,6	8,3	8,2	11,4	5,9	9,2	...	5,4	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



Fuentes: BCE y OCDE.

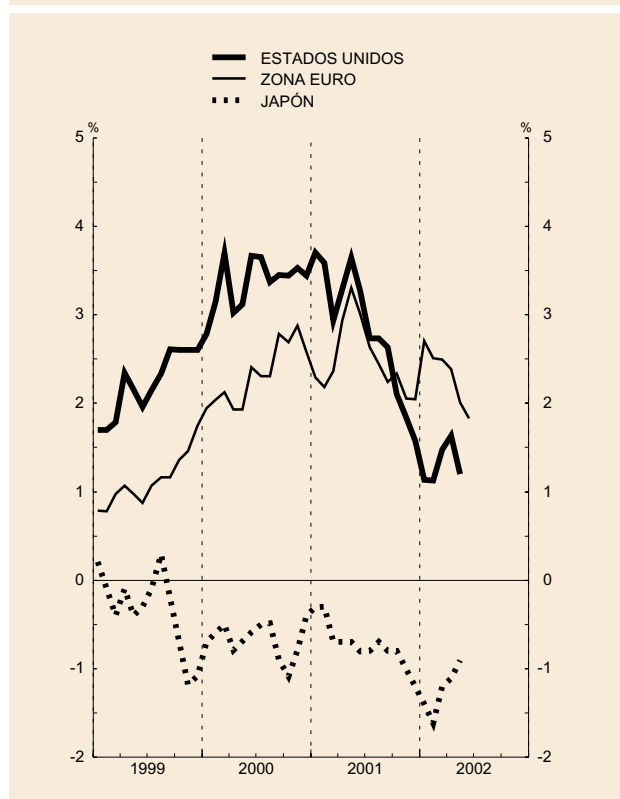
2.3. Precios de consumo. Comparación internacional (a)

■ Serie representada gráficamente.

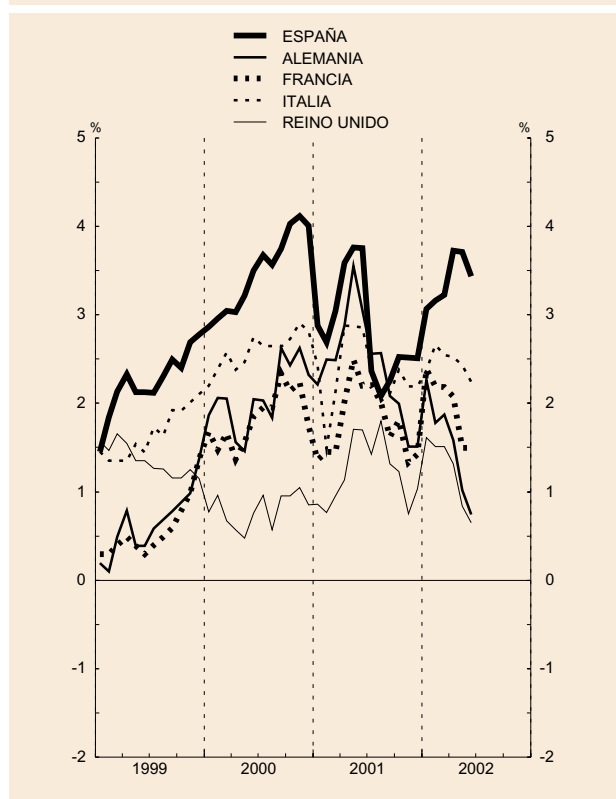
Tasas de variación interanual

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

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



Fuentes: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

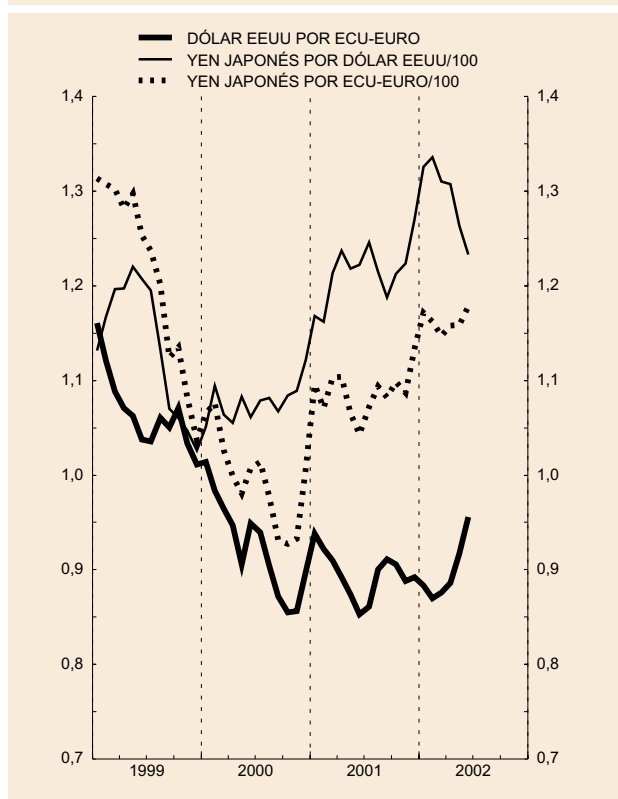
2.4. Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I=100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I=100 (b)					
	Dólar estadounidense por 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		
							Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
99	1,0666	121,39	113,75	95,7	100,7	105,0	95,7	101,2	104,1	95,8	101,2	103,3
00	0,9239	99,52	107,76	85,7	105,0	118,0	86,5	107,6	113,1	87,1	106,0	111,4
01	0,8955	108,76	121,50	87,3	111,8	106,9	89,0	116,0	99,2	89,2	112,4	99,8
01 E-J	0,8980	108,05	120,39	87,3	111,1	107,7	88,9	115,2	100,5	89,1	112,4	100,1
02 E-J	0,8981	116,25	129,57	88,0	114,1	100,0	90,1	119,8	90,3	90,0	114,7	93,3
01 Abr	0,8920	110,36	123,72	87,6	112,8	105,3	89,2	116,9	98,0	89,4	114,2	97,7
May	0,8742	106,50	121,81	85,9	112,8	107,7	87,6	116,8	99,8	87,8	114,7	99,5
Jun	0,8532	104,30	122,24	84,7	113,7	108,5	86,4	118,0	100,2	86,4	115,0	100,4
Jul	0,8607	107,21	124,57	85,4	114,0	106,1	87,3	118,4	97,9	87,2	114,3	98,9
Ago	0,9005	109,34	121,45	87,7	111,4	106,6	89,6	115,5	98,8	89,5	112,0	99,3
Sep	0,9111	108,20	118,78	88,0	110,6	108,6	89,9	115,0	100,0	89,9	111,8	100,8
Oct	0,9059	109,86	121,28	88,0	111,6	106,6	90,0	115,9	98,4	90,0	111,4	99,9
Nov	0,8883	108,68	122,35	86,8	113,1	106,5	88,8	117,7	98,0	88,9	112,4	100,4
Dic	0,8924	113,38	127,06	87,7	113,9	102,4	89,9	118,0	94,2	90,2	112,1	97,1
02 Ene	0,8833	117,12	132,60	87,6	116,2	98,5	90,2	120,4	90,2	90,3	114,3	93,2
Feb	0,8700	116,23	133,59	86,8	117,0	98,5	89,3	121,7	89,4	89,2	115,4	93,0
Mar	0,8758	114,75	131,02	86,8	115,8	100,0	89,5	120,5	90,5	89,0	114,7	93,9
Abr	0,8858	115,81	130,75	87,2	115,0	99,6	90,1	119,9	90,0	89,9	114,3	93,0
May	0,9170	115,86	126,36	88,6	111,8	101,3	91,5	116,6	91,4	91,4	...	...
Jun	0,9554	117,80	123,33	90,6	108,8	101,8	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



Fuentes: BCE y BE.

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

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

(c) La metodología utilizada en la elaboración de estos índices aparece en el recuadro 5 del Boletín mensual del BCE de octubre de 1999.

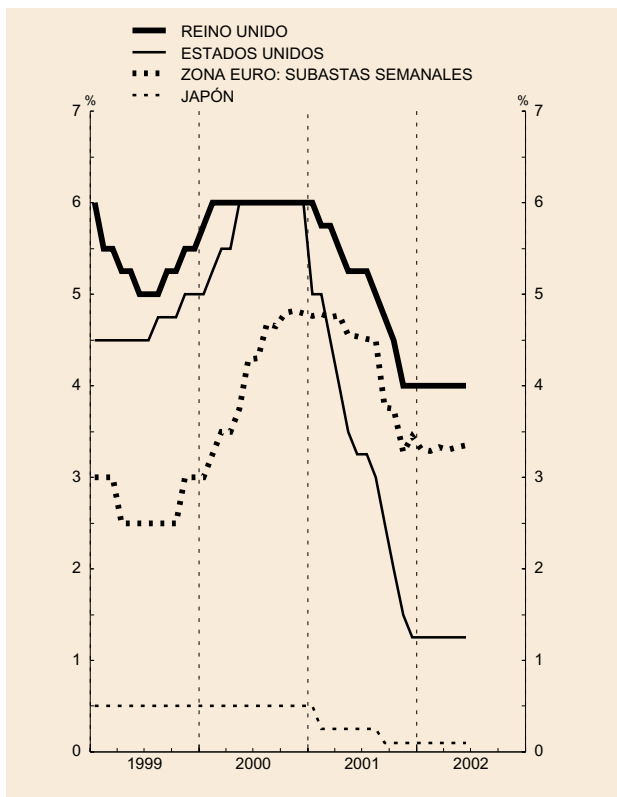
2.5. Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales

■ Serie representada gráficamente.

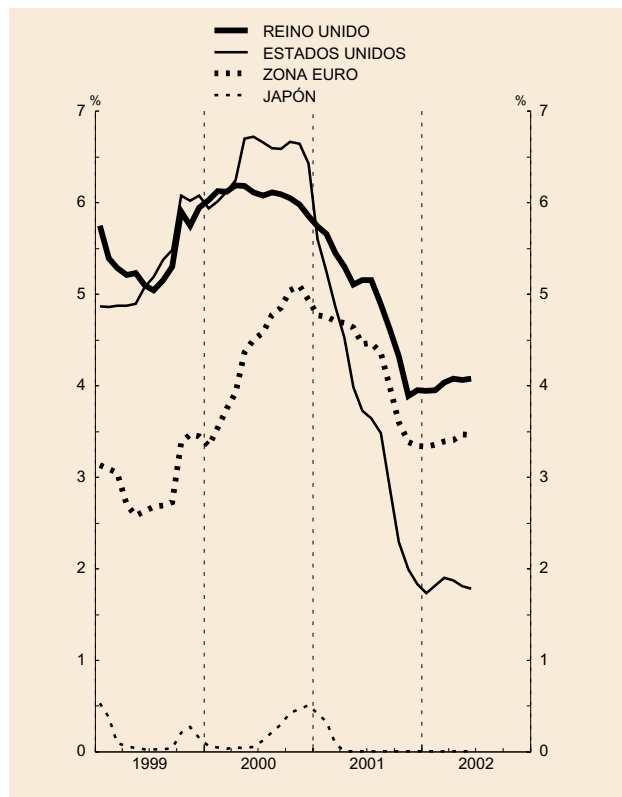
Porcentajes

	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
99	3,00	5,00	0,50	5,50	3,69	3,42	2,96	-	-	5,31	-	-	0,16	5,42
00	4,75	6,00	0,50	6,00	4,71	4,65	4,39	-	-	6,44	-	-	0,19	6,08
01	3,25	1,25	0,10	4,00	3,39	4,30	4,26	-	-	3,66	-	-	0,08	4,93
01 Ene	4,75	5,00	0,50	6,00	4,49	4,85	4,77	-	-	5,60	-	-	0,42	5,74
01 Feb	4,75	5,00	0,25	5,75	4,31	4,82	4,76	-	-	5,24	-	-	0,33	5,65
01 Mar	4,75	4,50	0,25	5,75	4,07	4,75	4,71	-	-	4,86	-	-	0,09	5,45
01 Abr	4,75	4,00	0,25	5,50	3,90	4,71	4,68	-	-	4,53	-	-	0,01	5,30
01 May	4,50	3,50	0,25	5,25	3,65	4,64	4,64	-	-	3,99	-	-	0,01	5,11
01 Jun	4,50	3,25	0,25	5,25	3,50	4,50	4,45	-	-	3,73	-	-	0,01	5,15
01 Jul	4,50	3,25	0,25	5,25	3,46	4,49	4,47	-	-	3,65	-	-	0,01	5,15
01 Ago	4,50	3,00	0,25	5,00	3,34	4,37	4,35	-	-	3,48	-	-	0,01	4,89
01 Sep	3,75	2,50	0,10	4,75	2,94	4,02	3,98	-	-	2,88	-	-	0,01	4,62
01 Oct	3,75	2,00	0,10	4,50	2,54	3,67	3,60	-	-	2,29	-	-	0,01	4,32
01 Nov	3,25	1,50	0,10	4,00	2,31	3,43	3,39	-	-	1,99	-	-	0,01	3,89
01 Dic	3,25	1,25	0,10	4,00	2,23	3,40	3,35	-	-	1,83	-	-	0,01	3,95
02 Ene	3,25	1,25	0,10	4,00	2,18	3,39	3,34	-	-	1,74	-	-	0,01	3,95
02 Feb	3,25	1,25	0,10	4,00	2,22	3,42	3,36	-	-	1,82	-	-	0,01	3,95
02 Mar	3,25	1,25	0,10	4,00	2,28	3,45	3,39	-	-	1,90	-	-	0,01	4,04
02 Abr	3,25	1,25	0,10	4,00	2,30	3,53	3,41	-	-	1,87	-	-	0,01	4,08
02 May	3,25	1,25	0,10	4,00	2,31	3,58	3,47	-	-	1,81	-	-	0,01	4,06
02 Jun	3,25	1,25	0,10	4,00	2,31	3,58	3,46	-	-	1,78	-	-	0,01	4,08

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).

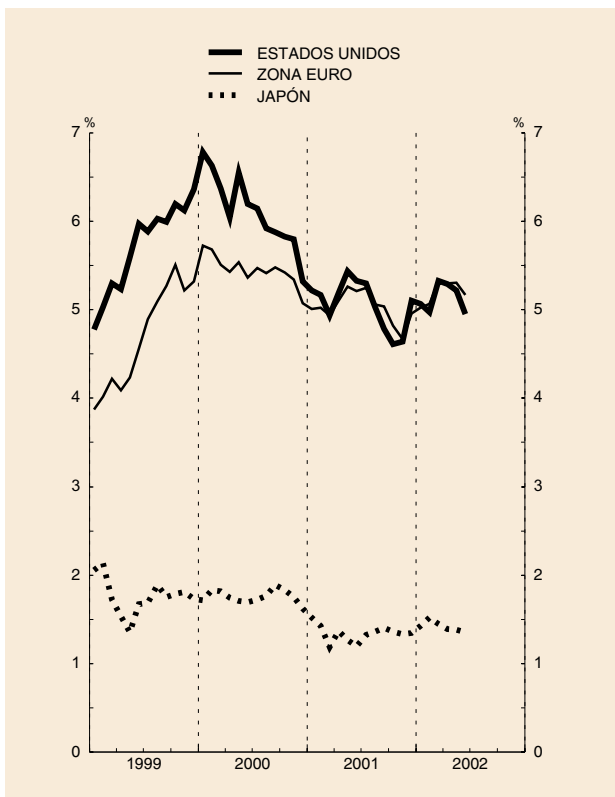
2.6. Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales

■ Serie representada gráficamente.

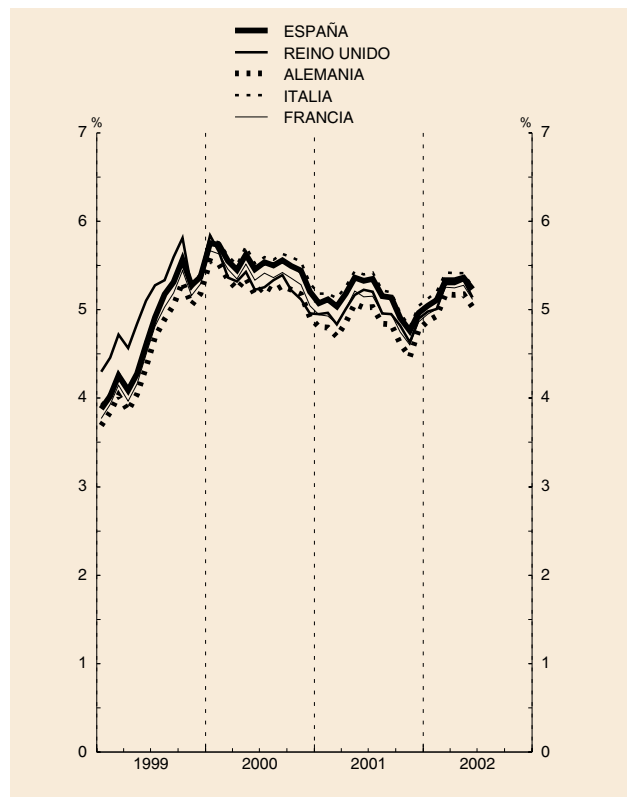
Porcentajes

	OCDE 1	Unión Europea 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
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
01	4,47	4,98	5,03	4,82	5,12	5,06	4,95	5,19	1,34	4,97
01 Ene	4,55	4,97	5,01	4,81	5,08	5,22	4,94	5,18	1,52	4,95
<i>Feb</i>	4,52	4,97	5,02	4,80	5,12	5,17	4,93	5,18	1,43	4,96
<i>Mar</i>	4,34	4,88	4,94	4,70	5,04	4,94	4,84	5,13	1,19	4,84
<i>Abr</i>	4,55	5,04	5,10	4,86	5,18	5,19	5,01	5,26	1,37	5,01
<i>May</i>	4,72	5,22	5,26	5,06	5,36	5,44	5,21	5,43	1,27	5,17
<i>Jun</i>	4,65	5,19	5,21	5,02	5,33	5,33	5,15	5,40	1,19	5,23
<i>Jul</i>	4,67	5,20	5,25	5,03	5,35	5,29	5,16	5,42	1,33	5,21
<i>Ago</i>	4,47	4,99	5,06	4,84	5,16	5,03	4,96	5,22	1,36	4,96
<i>Sep</i>	4,36	4,98	5,04	4,83	5,14	4,78	4,95	5,20	1,40	4,95
<i>Oct</i>	4,20	4,77	4,82	4,62	4,91	4,61	4,75	4,96	1,36	4,82
<i>Nov</i>	4,15	4,62	4,67	4,47	4,76	4,64	4,60	4,81	1,33	4,63
<i>Dic</i>	4,45	4,88	4,96	4,77	4,97	5,10	4,87	5,05	1,35	4,90
02 Ene	4,48	4,96	5,02	4,87	5,05	5,07	4,95	5,12	1,43	4,98
<i>Feb</i>	4,49	5,03	5,07	4,93	5,11	4,97	5,01	5,21	1,52	5,01
<i>Mar</i>	4,73	5,27	5,32	5,18	5,34	5,33	5,25	5,42	1,45	5,29
<i>Abr</i>	4,72	5,30	5,30	5,17	5,34	5,29	5,25	5,41	1,39	5,29
<i>May</i>	4,69	5,32	5,30	5,18	5,36	5,22	5,27	5,41	1,38	5,33
<i>Jun</i>	4,51	5,16	5,16	5,03	5,23	4,95	5,11	5,26	1,36	5,14

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

2.7 Mercados internacionales: Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro

■ Serie representada gráficamente.

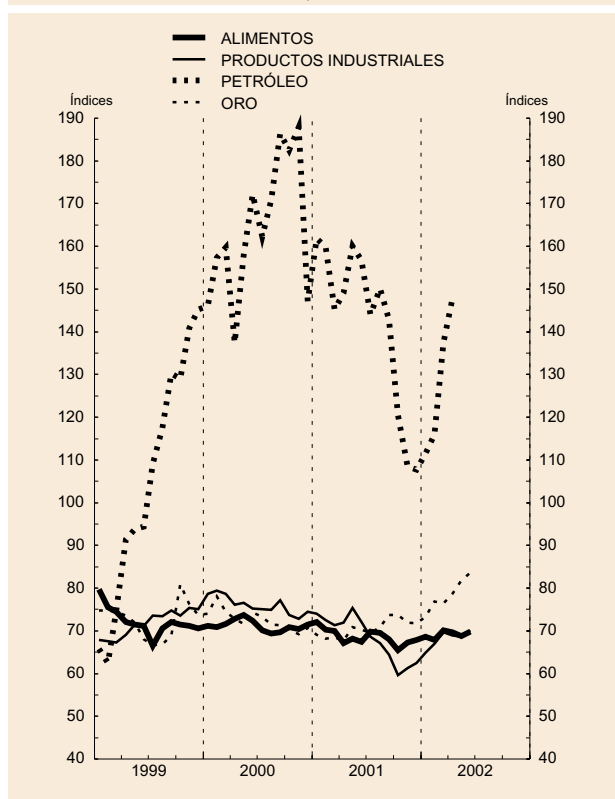
Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo (d)
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
99	88,7	72,0	72,2	71,7	73,0	70,6	104,8	18,1	72,6	278,8	8,41
00	104,4	73,3	71,2	76,1	70,3	80,9	163,9	28,5	72,6	279,0	9,72
01	100,7	68,5	68,6	68,4	65,4	70,9	142,1	24,6	70,5	271,1	9,74
01 E-J	103,7	70,7	69,2	72,9	68,8	76,4	155,4	26,9	69,1	265,7	9,52
02 E-J	100,8	68,7	69,2	68,2	67,7	68,6	...	23,2	78,5	301,5	10,79
01 Mar	101,9	70,6	70,0	71,4	65,6	76,3	145,3	25,8	68,5	263,1	9,30
Abr	102,4	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	150,1	25,8	70,9	272,4	9,73
Sep	96,1	66,5	68,0	64,5	64,0	64,9	142,8	25,7	73,8	283,4	10,00
Oct	91,2	63,0	65,4	59,7	56,6	62,2	120,5	20,4	73,7	283,1	10,05
Nov	96,1	64,8	67,3	61,3	57,3	64,7	108,5	18,9	71,9	276,2	10,00
Dic	96,7	65,6	67,8	62,5	59,1	65,5	107,7	18,7	71,8	275,9	9,94
02 Ene	99,7	67,0	68,6	64,8	61,9	67,3	111,5	19,5	73,3	281,6	10,25
Feb	101,8	67,5	67,9	66,9	66,0	67,6	116,0	20,4	76,9	295,5	10,92
Mar	105,0	69,9	70,2	69,6	69,2	70,0	137,4	23,7	76,4	293,7	10,78
Abr	102,9	69,3	69,6	68,9	68,7	69,1	147,8	25,7	78,7	302,4	10,98
May	98,7	68,7	68,8	68,6	69,2	68,0	...	25,4	81,9	314,5	11,03
Jun	96,8	70,0	69,9	70,2	71,3	69,2	...	24,1	83,6	321,3	10,81

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.

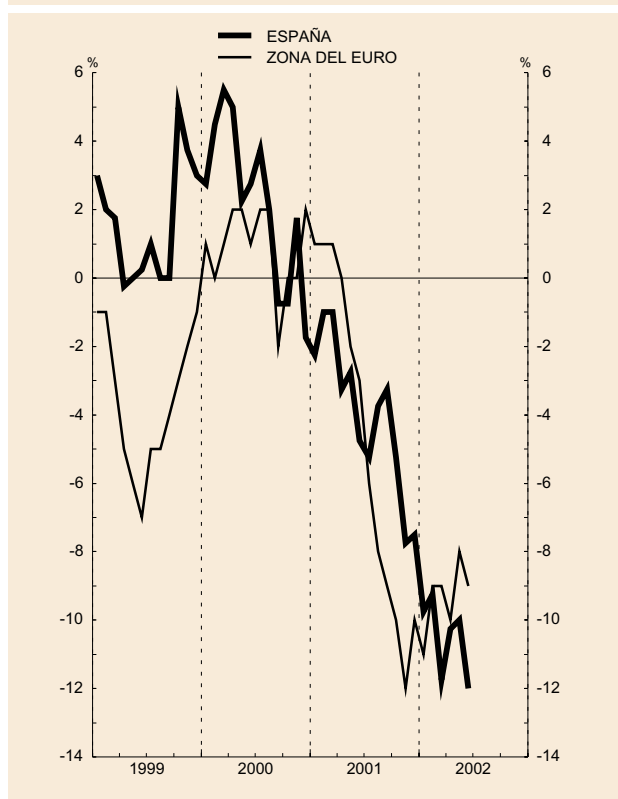
3.1. Indicadores de consumo privado. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

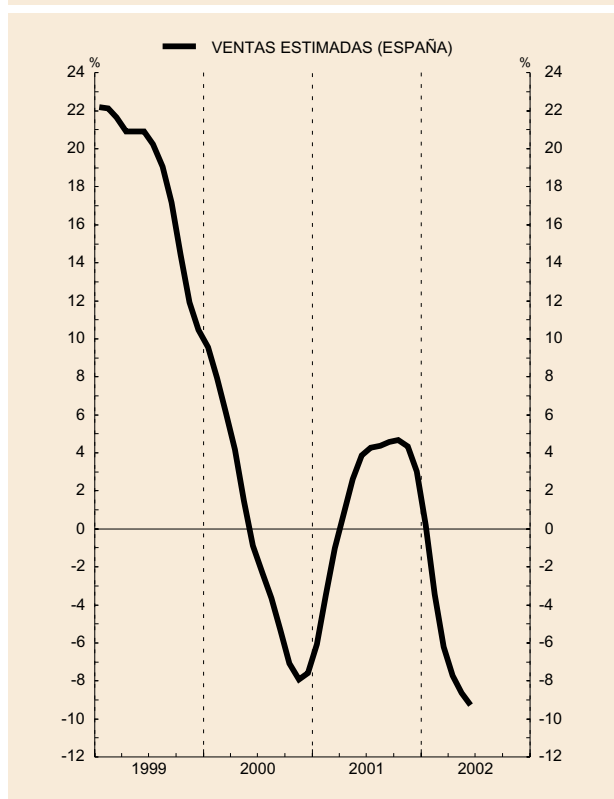
Tasas de variación interanual

	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		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Matriculaciones	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		Uso privado	Ventas estimadas			Nominal	Del cual		Alimentación (b)		Resto (c)
				Deflactado (a)			Grandes superficies (a)										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
99		2	6	7	3	-4	-5	17,1	18,1	17,9	5,4	5,2	2,8	9,4	0,9	4,8	2,6
00		2	5	7	3	1	-0	-2,4	-3,6	-1,8	-2,1	6,2	3,0	5,3	2,9	3,9	2,3
01	P	-4	-3	4	-0	-5	-6	2,2	1,9	4,1	-0,6	7,1	3,4	3,5	5,1	1,5	1,6
01 E-J	P	-3	-2	5	0	-0	-4	-0,1	-1,7	1,4	...	7,5	3,3	3,6	4,9	1,8	1,7
02 E-J	A	-11	-6	-	-3	-9	-15	-24,7	-26,5	-9,2	...	...	...	...	...	...	...
01 Jul	P	-5	-5	3	2	-6	-4	6,3	5,5	8,8	-1,5	6,9	2,9	-0,4	5,2	0,5	1,7
Ago	P	-4	-2	3	1	-8	-8	3,2	2,4	5,7	-0,5	10,6	6,7	3,8	9,0	3,7	1,7
Sep	P	-3	-5	5	3	-9	-6	-3,7	-2,1	-0,6	-1,3	4,0	0,6	-1,0	4,0	-3,0	1,6
Oct	P	-5	-4	5	-3	-10	-9	11,0	11,0	13,0	3,2	7,6	4,5	7,2	6,4	2,3	0,2
Nov	P	-8	-5	3	-6	-12	-9	2,5	3,9	3,9	3,3	5,4	2,7	6,4	4,0	0,7	2,1
Dic	P	-8	-5	1	-1	-10	-10	8,3	14,5	11,7	0,8	6,1	3,3	4,3	2,9	2,8	1,8
02 Ene	P	-10	-6	-1	-3	-11	-11	1,7	1,6	4,9	-2,4	3,7	0,7	3,6	4,4	-2,1	0,3
Feb	P	-9	-6	1	-2	-9	-15	-10,3	-17,1	-9,1	-3,2	5,8	2,6	7,8	4,7	1,0	1,5
Mar	P	-12	-6	-2	-3	-9	-15	-23,6	-33,2	-14,0	-6,1	4,0	0,8	7,2	3,8	-1,3	1,7
Abr	P	-10	-6	-	-2	-10	-15	-6,6	-0,5	-7,6	-8,0	9,7	5,9	9,8	2,8	8,6	0,1
May	A	-10	-5	2	-2	-8	-15	-4,7	-6,7	-6,2	-6,7	7,6	3,8	9,8	1,6	5,8	...
Jun	A	-12	-8	-	-3	-9	-16	-86,4	-86,9	-17,4	...	...	...	...	...	...	...

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 IPC general.

(b) Deflactada por el IPC de alimentación y bebidas.

(c) Deflactada por el IPC general excepto alimentación bebidas y tabaco.

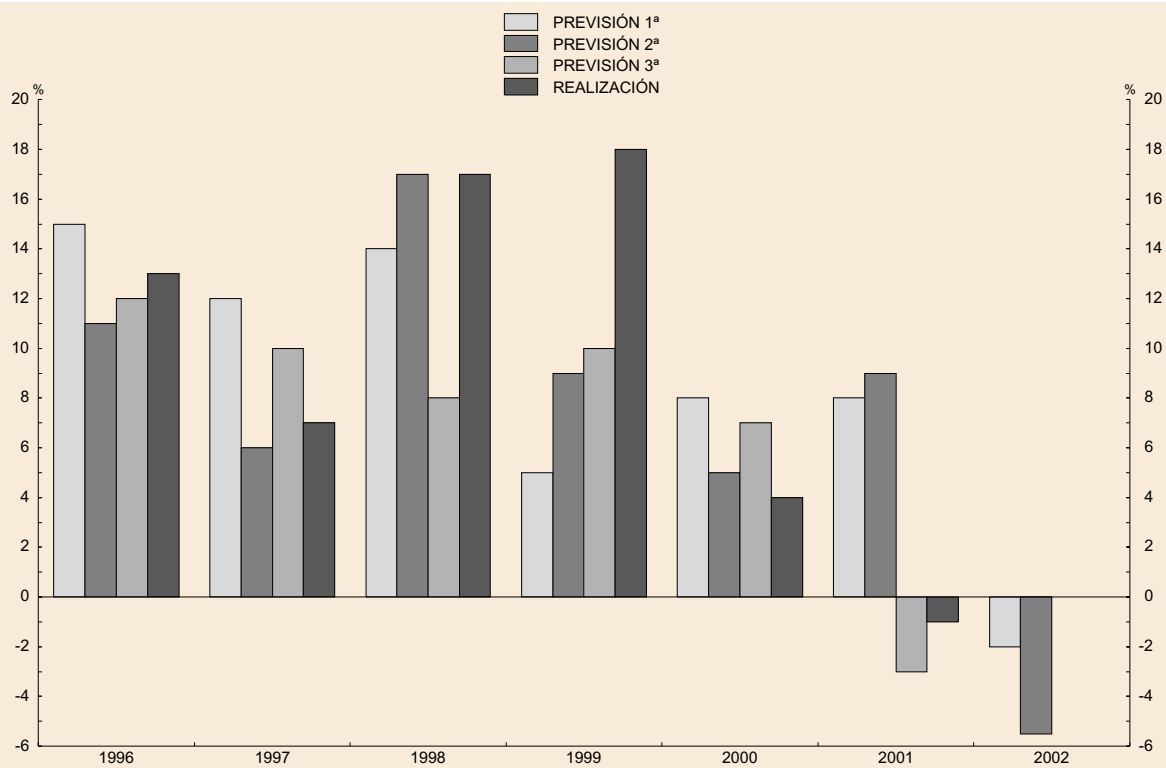
3.2. Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1ª	Previsión 2ª	Previsión 3ª
	1	2	3	4
96		13	15	11
97		7	12	6
98		17	14	17
99		18	5	9
00		4	8	5
01		-1	8	9
02		...	-2	-6

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



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.

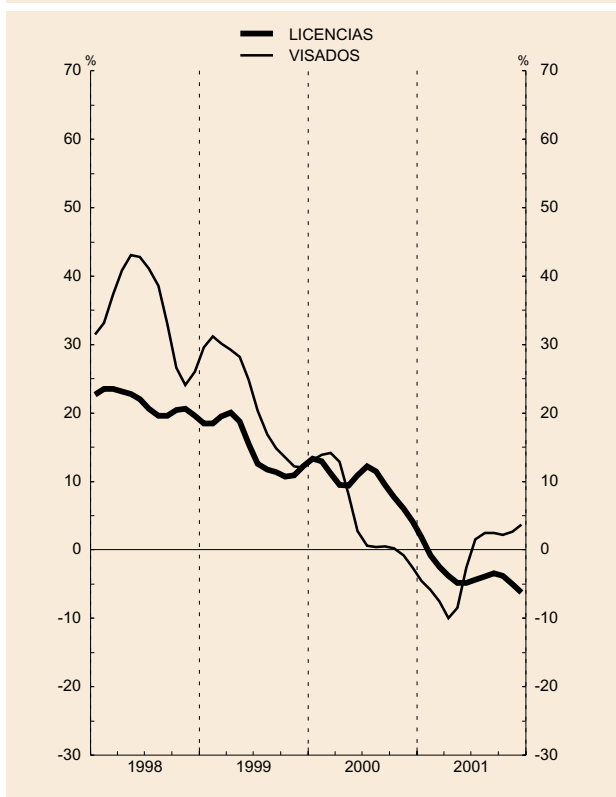
3.3. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España

■ Serie representada gráficamente.

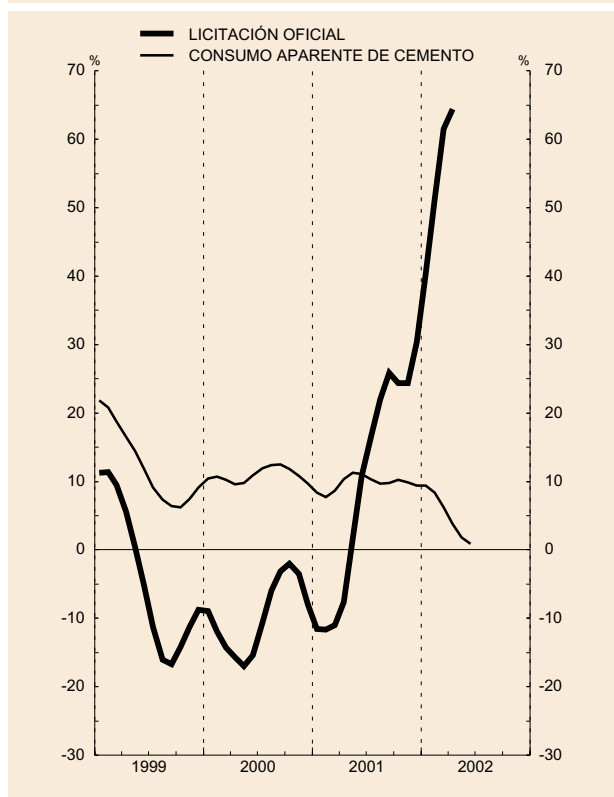
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
		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	
99	12,8	13,1	12,8	11,2	22,0	20,0	-9,7	-9,7	-1,2	15,4	-26,0	-6,6	-13,0	11,7
00	10,6	10,1	10,0	13,1	5,1	3,9	-7,7	-7,7	-3,0	-23,7	-9,8	5,3	-9,8	11,0
01	-3,7	-7,7	-8,3	14,6	-2,2	-5,5	43,6	43,6	62,6	137,3	108,0	41,1	34,8	9,7
01 E-J	-7,3	-9,6	-11,6	2,8	-8,0	-13,4	10,7	10,7	40,9	146,1	33,9	6,9	-2,8	9,6
02 E-J	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4,4
01 Mar	-8,2	-10,9	-10,9	4,7	-4,3	-9,9	-32,2	-30,4	1,4	73,8	23,7	-8,3	-44,0	0,0
Abr	1,9	-5,6	-5,5	41,6	-15,1	-27,7	48,6	-14,0	4,6	49,3	24,3	-5,7	73,0	20,4
May	-19,2	-25,6	-29,0	10,0	-23,4	-27,7	-9,7	-12,9	20,0	98,8	193,8	2,9	-20,6	14,2
Jun	-11,3	-9,2	-10,4	-19,5	5,4	2,9	118,5	10,7	122,9	222,4	15,2	34,9	114,5	8,1
Jul	5,7	-0,9	-1,6	31,4	13,8	7,7	106,3	25,9	53,1	172,9	194,0	28,1	139,5	12,9
Ago	-11,6	-15,6	-15,4	10,5	1,8	-1,5	124,2	37,4	143,2	50,3	31,2	171,8	114,7	7,6
Sep	9,8	8,2	7,5	18,3	0,2	1,6	29,3	36,7	49,3	140,0	287,5	21,4	18,9	1,9
Oct	4,4	-1,5	0,4	32,8	3,1	14,5	115,3	45,3	46,1	-6,1	82,6	62,6	150,4	24,3
Nov	-2,1	-6,8	-6,2	19,6	3,4	2,5	26,0	43,2	77,4	124,0	176,8	63,0	1,7	7,9
Dic	-9,7	-18,9	-16,0	41,7	3,6	0,6	47,3	43,6	141,0	574,3	655,1	89,6	16,9	2,8
02 Ene	...	...	...	...	...	...	205,2	205,2	166,9	421,8	347,6	126,5	221,6	15,6
Feb	...	...	...	...	...	...	327,5	254,9	402,7	1 314,6	130,6	193,1	255,7	11,6
Mar	...	...	...	...	...	...	372,1	307,2	204,0	580,0	1 745,8	107,8	479,5	-6,7
Abr	...	...	...	...	...	...	263,3	291,5	250,6	439,3	977,5	181,3	267,6	17,7
May	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,6
Jun	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-6,5

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

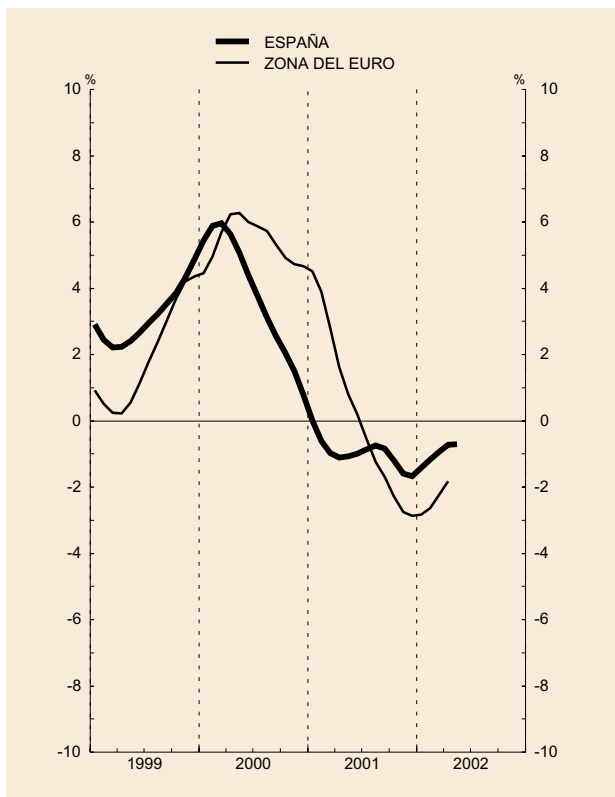
3.4. Índice de producción industrial. España y zona del euro

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Índice general			Por destino económico de los bienes			Por ramas de actividad				Pro memoria: zona del euro					
		Del cual			Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Minerales	Transformados	Otras	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Total	1 T 12	Manufac-turas								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios	
		Serie original															
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	1,6	2,5	1,9	
00	MP	122,8	4,0	3,3	1,2	6,1	5,5	7,0	3,7	6,2	0,7	5,5	5,9	2,2	9,3	6,0	
	MP	121,4	-1,2	-2,0	-1,6	-3,4	-0,1	3,0	-0,1	-3,8	-1,3	0,2	0,1	0,1	1,3	-0,9	
01	E-M	MP	124,6	-0,8	-1,0	-1,2	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-0,6	-2,0	2,7	3,1	...	5,6	2,1
02	E-M	MP	123,7	-0,7	-1,3	1,9	-10,2	0,7	3,3	1,8	-6,5	1,4	...	...	...	...	...
01	Feb	P	120,9	-3,4	-3,9	-2,9	-4,6	-3,4	-1,7	-3,7	-4,2	-3,3	4,8	5,5	3,4	9,4	4,1
	Mar	P	131,4	-3,6	-4,2	-4,6	-3,6	-2,8	0,2	-3,1	-4,9	-4,3	3,4	4,0	2,9	7,2	2,6
	Abr	P	114,4	-0,3	-	-1,4	3,9	-1,0	-3,3	0,8	0,5	-0,5	0,8	0,8	0,1	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	-0,0	-0,4	-0,3	0,9	-1,1
	Jun	P	129,4	-2,5	-3,5	-3,8	-4,4	-0,7	3,8	-0,1	-5,0	-4,1	1,8	2,1	1,5	3,2	1,3
	Jul	P	128,0	-0,4	-0,9	-1,2	-4,1	1,7	3,6	1,2	-3,3	-0,3	-1,3	-1,6	-0,7	-1,9	-1,8
	Ago	P	89,7	3,2	2,5	2,5	1,9	4,1	6,0	1,6	3,9	2,1	1,2	1,1	1,8	2,8	-0,6
	Sep	P	121,5	-2,9	-3,7	-5,4	-2,3	-0,9	2,5	-0,9	-5,4	-4,0	-0,4	-0,7	-0,2	0,1	-1,8
	Oct	P	130,6	3,0	2,4	2,6	1,2	3,9	6,0	3,3	0,1	4,2	-2,6	-2,9	-2,2	-2,7	-3,5
	Nov	P	127,0	-4,7	-6,3	-3,4	-13,6	-2,7	3,8	-1,0	-13,2	-2,8	-4,1	-5,0	-2,9	-5,2	-6,2
	Dic	P	107,4	-4,4	-7,6	-3,0	-14,8	-1,6	11,4	-7,7	-15,6	-	-4,7	-6,5	-3,6	-6,7	-8,7
02	Ene	P	123,8	-0,3	-1,6	2,5	-9,4	0,5	6,2	0,3	-6,7	1,8	-2,8	-3,9	-0,9	-6,6	-3,4
	Feb	P	120,3	-0,5	-0,8	3,0	-9,8	0,1	1,7	2,6	-6,4	2,3	-3,3	-4,0	-1,4	-7,8	-2,8
	Mar	P	118,3	-10,0	-11,6	-10,2	-21,3	-5,7	-0,5	-5,2	-18,5	-9,2	-2,3	-3,3	-1,7	-6,7	-0,5
	Abr	P	126,7	10,8	10,8	15,6	0,4	10,6	10,8	12,6	7,9	12,0	-1,1	-1,3	-1,6	-3,3	-0,5
	May	P	129,6	-1,7	-1,6	0,6	-9,3	-0,8	-1,1	0,1	-6,3	1,4	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuentes: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

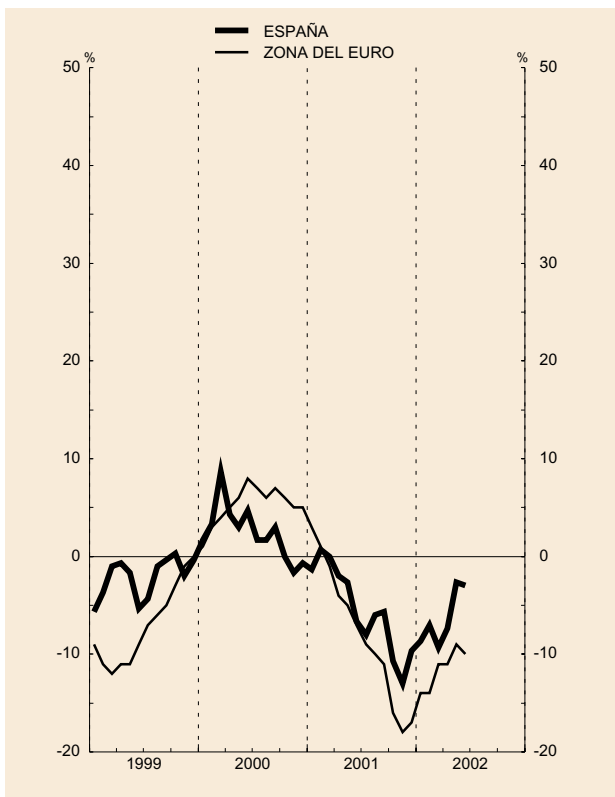
3.5. Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

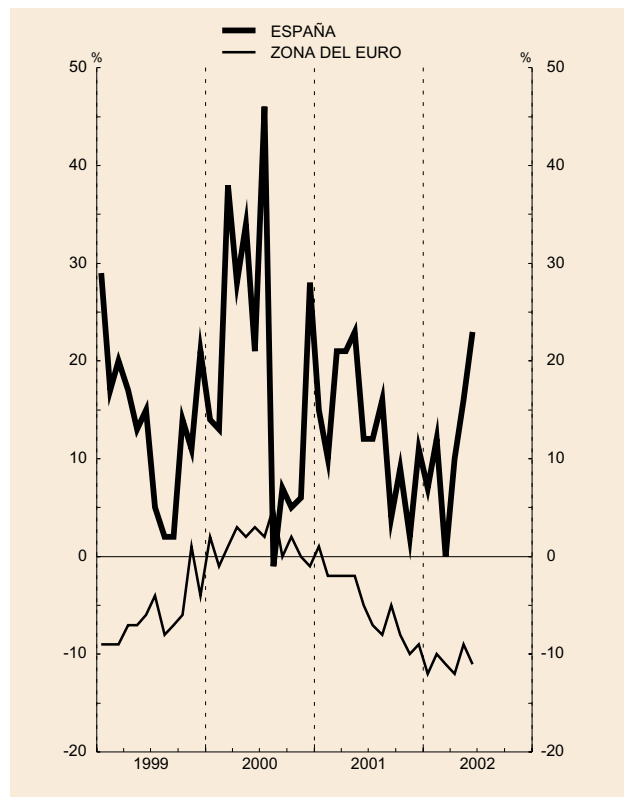
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro (b)					
		Indicador del clima industrial (a)	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	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
99	M	-2	6	6	-4	-16	9	-0	-2	-4	14	20	18	40	26	-7	-17	-6	
00	M	2	9	11	3	-4	7	2	1	4	20	9	20	41	37	5	3	2	
01	M	-5	-0	3	-9	-13	11	-4	-4	-7	13	10	21	37	38	-8	-13	-5	
01	E-J	M	-2	3	11	-6	-10	11	-2	2	-3	17	20	18	33	39	-2	-5	-2
02	E-J	M	-6	-5	4	-14	-19	9	-10	-7	-3	11	6	14	16	62	-12	-25	-11
01	Mar	-	7	12	-4	-7	8	-1	4	-1	21	35	18	9	4	-1	-3	-2	
	Abr	-2	3	14	-9	-13	11	-1	-1	-4	21	53	9	54	43	-4	-6	-2	
	May	-3	2	9	-3	-7	14	-1	-	-5	23	42	20	44	32	-5	-9	-2	
	Jun	-7	5	1	-7	-13	14	-5	-6	-8	12	11	30	62	58	-7	-10	-5	
	Jul	-8	1	-4	-7	-13	13	-5	-9	-10	12	16	30	16	50	-9	-16	-7	
	Ago	-6	-1	-	-9	-14	9	-7	-6	-5	16	4	24	33	32	-10	-16	-8	
	Sep	-6	1	1	-10	-13	8	-4	-8	-7	4	2	26	54	50	-11	-18	-5	
	Oct	-11	-4	-9	-12	-16	11	-9	-12	-12	9	4	35	49	52	-16	-25	-8	
	Nov	-13	-8	-13	-15	-22	11	-9	-13	-16	2	-18	12	36	2	-18	-28	-10	
	Dic	-10	-9	-3	-17	-22	9	-7	-6	-13	11	-8	15	56	38	-17	-28	-9	
02	Ene	-9	-14	6	-22	-28	10	-12	-12	-6	7	-20	-2	14	34	-14	-28	-12	
	Feb	-7	-11	7	-16	-17	12	-7	-5	-7	12	1	18	12	66	-14	-25	-10	
	Mar	-9	-7	-2	-17	-19	9	-13	-13	-4	-	6	14	41	77	-11	-24	-11	
	Abr	-7	-3	-	-14	-20	8	-13	-5	-4	10	18	20	-3	62	-11	-25	-12	
	May	-3	3	7	-9	-15	6	-9	-5	3	16	20	11	20	71	-9	-22	-9	
	Jun	-3	4	5	-6	-16	8	-2	-4	-3	23	10	22	14	62	-10	-23	-11	

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) Hasta noviembre de 2001, 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.

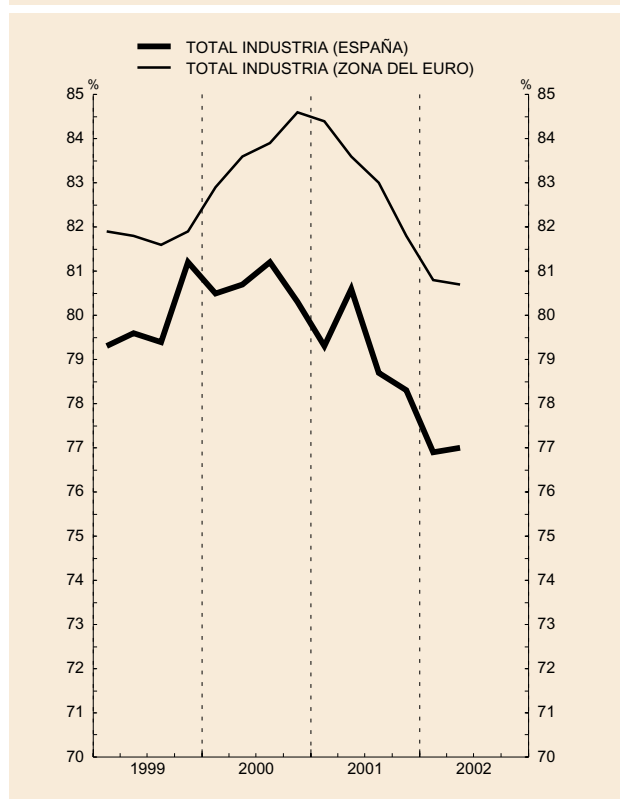
3.6. Encuesta de coyuntura industrial. Utilización de capacidad productiva. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

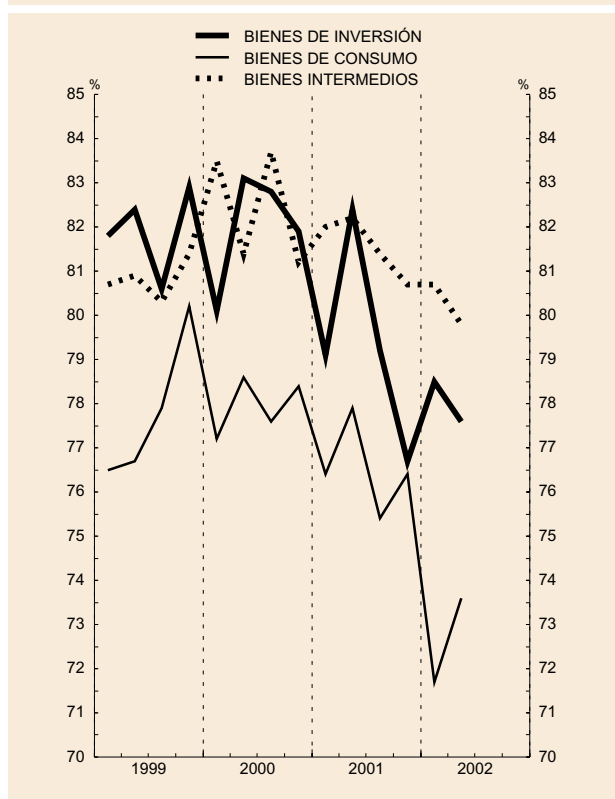
Porcentajes y saldos

	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)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	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	
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
01	79,2	80,3	3	76,5	78,0	3	79,4	81,1	2	81,6	82,0	2	83,2
01 I-II	80,0	81,2	2	77,2	78,8	3	80,8	82,6	-	82,1	82,7	1	84,0
02 I-II	77,0	79,6	7	72,6	75,8	8	78,1	80,6	5	80,3	82,4	6	80,8
99 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
III	78,7	80,2	2	75,4	78,2	1	79,2	80,4	3	81,4	81,9	3	83,0
IV	78,3	78,6	6	76,4	76,0	7	76,7	79,0	5	80,7	80,6	5	81,8
02 I	76,9	78,5	5	71,7	73,5	6	78,5	80,0	5	80,7	82,1	5	80,8
II	77,0	80,7	8	73,6	78,0	10	77,6	81,2	5	79,8	82,7	6	80,7

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

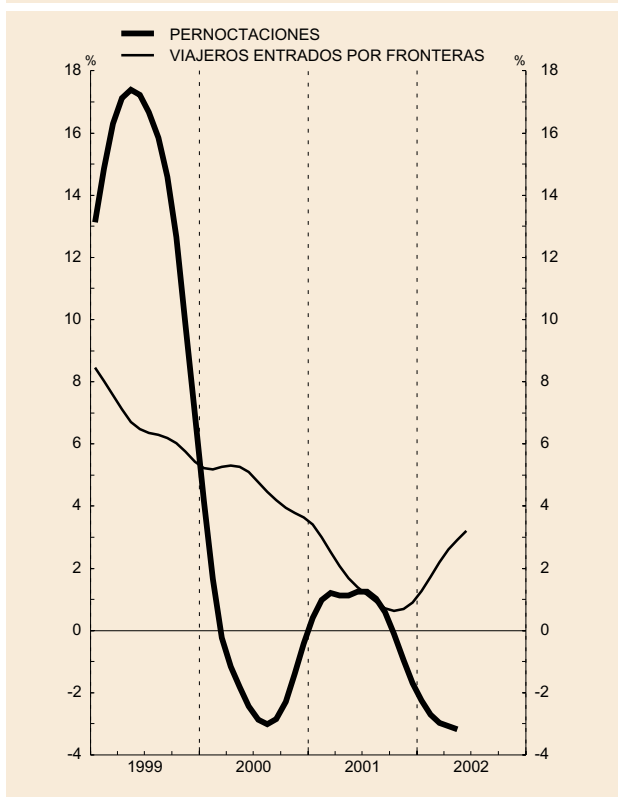
3.7. Diversas estadísticas de turismo y transporte. España

■ Serie representada gráficamente.

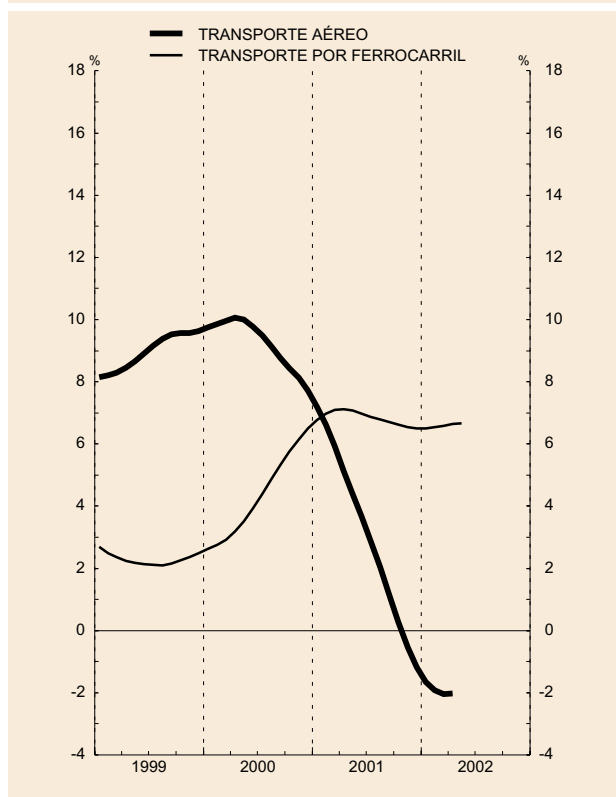
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
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	1,2	1,3	-1,5	-3,5	3,3	2,4	5,1	9,4	12,8	7,1	4,2	7,2	6,8	4,5	1,8	
01	P	1,0	-0,5	0,7	-0,1	1,7	3,7	-1,8	3,0	0,8	4,5	-4,9	0,2	3,4	-0,6	
01 E-J		2,3	1,1	0,5	-0,9	3,7	5,4	0,8	5,8	2,3	8,5	-0,5	-0,6	1,2	7,8	0,4
02 E-J	P	...	...	...	...	2,9	-0,0	8,6	...	...	...	...	...	...	...
01 Mar		2,1	-1,4	-0,1	-2,3	4,1	8,7	-3,9	4,4	-2,5	10,3	-0,9	-6,4	2,9	11,5	7,9
Abr		0,9	-1,2	0,4	-3,3	-2,9	-3,8	-1,1	5,2	4,8	5,4	-0,7	-3,8	1,4	7,2	-5,8
May		1,4	2,5	0,3	0,7	5,4	6,1	3,7	4,3	0,4	6,9	1,8	1,2	0,3	5,6	4,1
Jun		1,6	0,6	-0,9	-2,2	5,3	7,0	1,2	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	1,0	-0,4	7,0	1,1
Ago	P	2,7	2,4	2,5	2,1	3,9	8,8	-3,3	6,2	7,3	5,5	-6,2	5,1	6,6	4,1	-12,7
Sep	P	-0,5	-1,8	1,5	1,6	-0,6	2,7	-7,7	3,2	1,7	4,1	-10,2	-1,5	8,9	1,4	17,2
Oct	P	-1,2	-4,7	-1,6	-1,8	-4,2	-4,2	-4,0	-4,0	-1,7	-5,4	-7,5	1,1	7,8	5,0	-8,2
Nov	P	-0,7	-6,3	0,4	-3,2	-0,7	1,8	-4,6	-3,2	-2,8	-3,5	-11,9	-6,4	7,6	13,1	1,4
Dic	P	-4,0	-5,9	-3,0	-3,4	-0,3	-2,1	1,7	-5,4	-9,4	-1,4	-10,6	-0,9	3,9	0,8	-6,7
02 Ene	P	-4,1	-6,5	-3,7	-3,2	-0,1	-2,8	3,8	-4,5	-5,3	-3,7	-5,9	-1,5	8,4	4,0	1,3
Feb	P	-0,7	-0,1	-2,6	-4,3	6,1	3,9	9,3	-1,3	-2,3	-0,4	-7,1	2,0	5,9	3,9	0,4
Mar	P	8,9	4,2	7,5	-0,3	13,0	12,2	14,6	1,9	-1,8	4,7	-13,4	19,0	5,4	-4,0	-7,2
Abr	P	-9,5	-5,0	-13,1	-9,3	-6,0	-11,1	3,4	-9,0	-7,2	-10,2	-1,9	-6,6	8,9	16,1	19,4
May	P	0,8	-3,6	-2,8	-7,3	3,6	1,1	8,9	...	...	...	...	...	...	0,3	...
Jun	P	...	...	...	...	2,9	-0,8	12,1	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuentes: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

(a) 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.

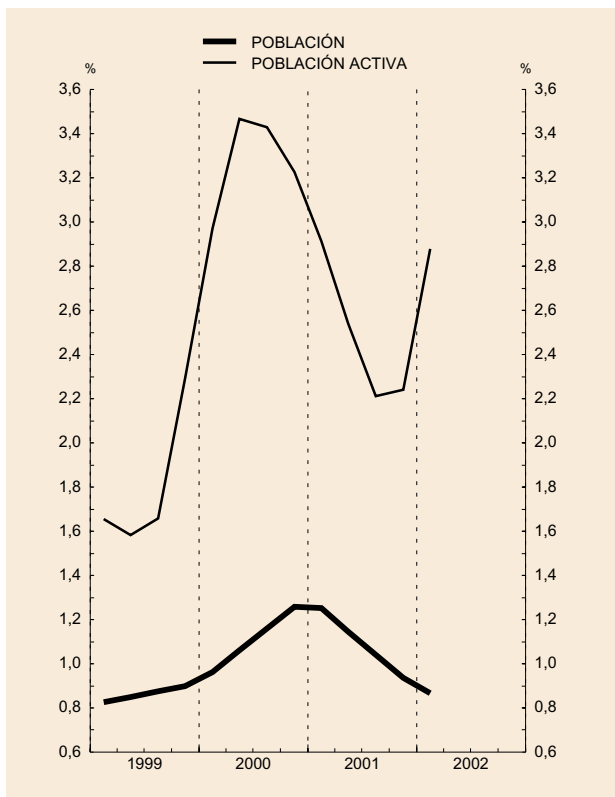
4.1. Población activa. España

■ Serie representada gráficamente.

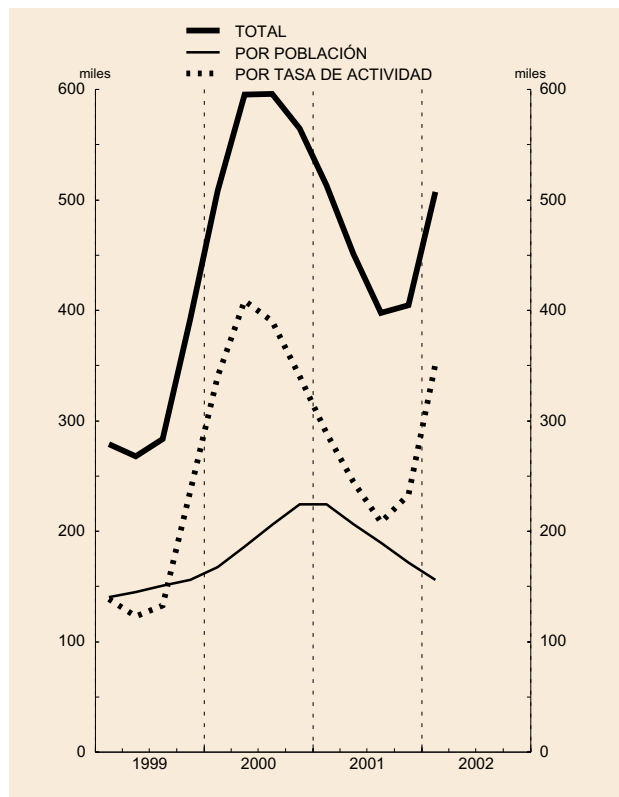
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años			Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Variación interanual (b) (c)			1 T 4 (b)	
						Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
99	M	32 958	282	0,9	52,46	17 290	306	148	158	1,8
00	M	33 324	366	1,1	53,58	17 857	566	196	370	3,3
01	M	33 689	364	1,1	52,88	17 815	442	198	244	2,5
01 I-I	M	33 577	415	1,3	52,50	17 629	513	224	289	2,9
02 I-I	M	33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9
99 III		32 996	286	0,9	52,69	17 385	284	151	133	1,7
IV		33 071	295	0,9	52,94	17 506	392	156	236	2,3
00 I		33 162	316	1,0	53,10	17 610	508	168	341	3,0
II		33 270	349	1,1	53,39	17 764	595	186	409	3,5
III		33 378	382	1,2	53,87	17 981	596	206	390	3,4
IV		33 486	416	1,3	53,97	18 071	565	224	341	3,2
01 I		33 577	415	1,3	52,50	17 629	513	224	289	2,9
II		33 652	381	1,1	52,63	17 710	451	206	245	2,5
III		33 726	348	1,0	53,09	17 907	398	189	208	2,2
IV		33 800	314	0,9	53,29	18 013	405	171	233	2,2
02 I		33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002).

(a) Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado.

(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie de la columna 5. Por esta razón las tasas y variaciones interanuales del 2001 no se pueden reconstruir con la serie de la columna 5. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es).

(c) Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1.

Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

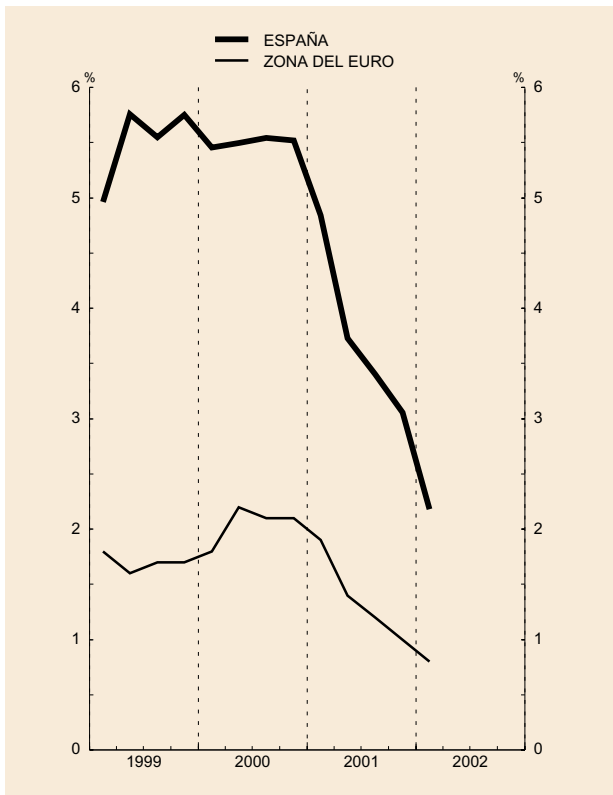
4.2. Ocupados y asalariados. España y zona del euro

■ Serie representada gráficamente.

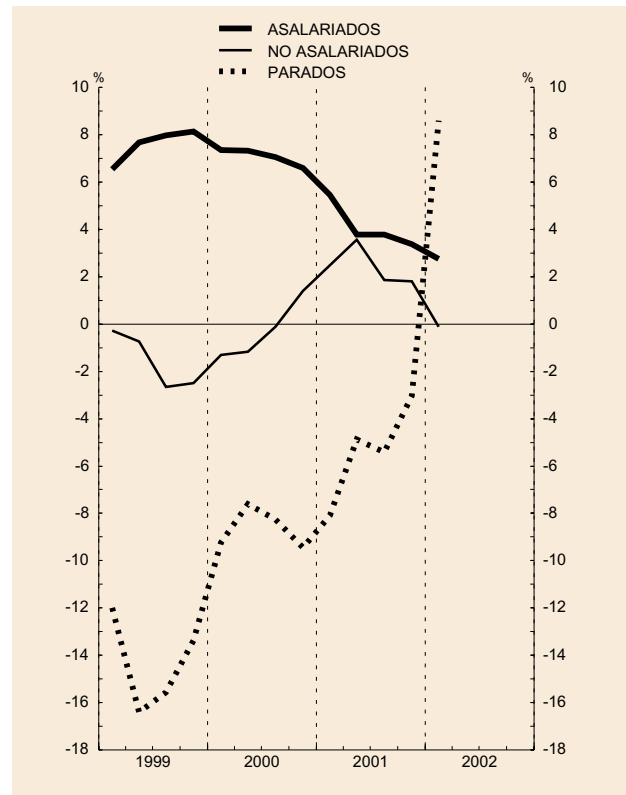
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas) (b)	1 T 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4 3	Miles de personas 4	Variación interanual (Miles de personas) 5	1 T 4 6	Miles de personas 7	Variación interanual (Miles de personas) 8	1 T 4 9						
99	M	14 568	760	5,5	11 474	809	7,6	3 094	-49	-1,5	2 722	-455	-14,3	15,75	1,7	9,36
00	M	15 370	802	5,5	12 286	811	7,1	3 084	-10	-0,3	2 487	-235	-8,6	13,93	2,1	8,37
01	M	15 946	576	3,7	12 787	501	4,1	3 159	75	2,4	1 869	-134	-5,4	10,49	1,4	8,03
01 I-I	M	15 713	725	4,8	12 563	649	5,4	3 150	76	2,5	1 916	-212	-8,1	10,87	1,9	8,03
02 I-I	M	16 055	342	2,2	12 909	347	2,8	3 146	-4	-0,1	2 081	165	8,6	11,47	0,8	8,20
99 III		14 726	774	5,5	11 636	858	8,0	3 090	-84	-2,7	2 659	-490	-15,6	15,29	1,7	9,27
IV		14 825	806	5,7	11 767	884	8,1	3 058	-78	-2,5	2 682	-414	-13,4	15,32	1,7	9,00
00 I		14 988	775	5,5	11 913	816	7,4	3 074	-41	-1,3	2 622	-267	-9,2	14,89	1,8	8,70
II		15 306	798	5,5	12 231	834	7,3	3 075	-36	-1,2	2 457	-202	-7,6	13,83	2,2	8,43
III		15 542	816	5,5	12 456	820	7,0	3 086	-4	-0,1	2 439	-220	-8,3	13,57	2,1	8,27
IV		15 643	818	5,5	12 542	775	6,6	3 101	43	1,4	2 428	-253	-9,4	13,44	2,1	8,07
01 I		15 713	725	4,8	12 563	649	5,4	3 150	76	2,5	1 916	-212	-8,1	10,87	1,9	8,03
II		15 877	571	3,7	12 692	461	3,8	3 184	109	3,6	1 833	-120	-4,9	10,35	1,4	8,00
III		16 072	529	3,4	12 928	472	3,8	3 144	58	1,9	1 835	-132	-5,4	10,25	1,2	8,00
IV		16 121	478	3,1	12 964	422	3,4	3 157	56	1,8	1 892	-74	-3,0	10,50	1,0	8,10
02 I		16 055	342	2,2	12 909	347	2,8	3 146	-4	-0,1	2 081	165	8,6	11,47	0,8	8,20

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002) y BCE.

(a) Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de paro.

(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie de la columna 10. Por esta razón las tasas y variaciones interanuales del 2001 no se pueden reconstruir con la serie de la columna 10. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es).

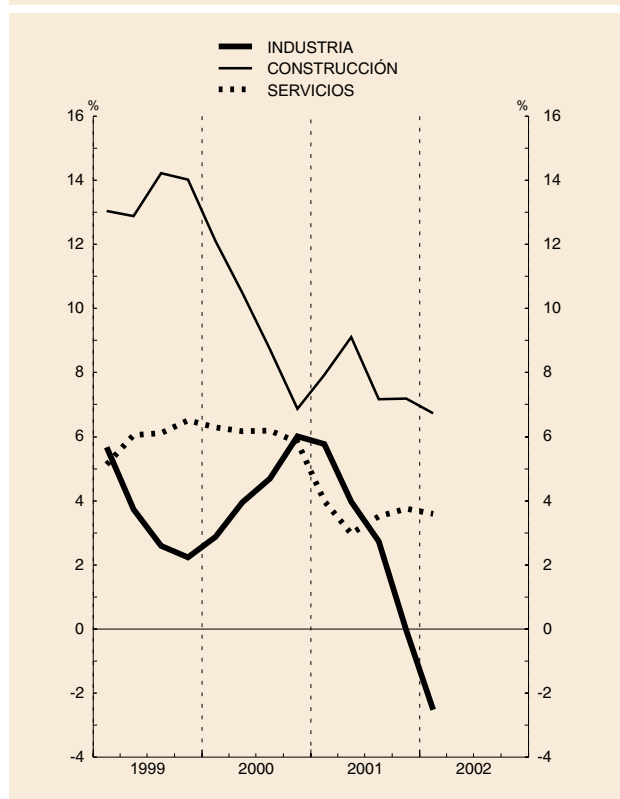
4.3. Empleo por ramas de actividad. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

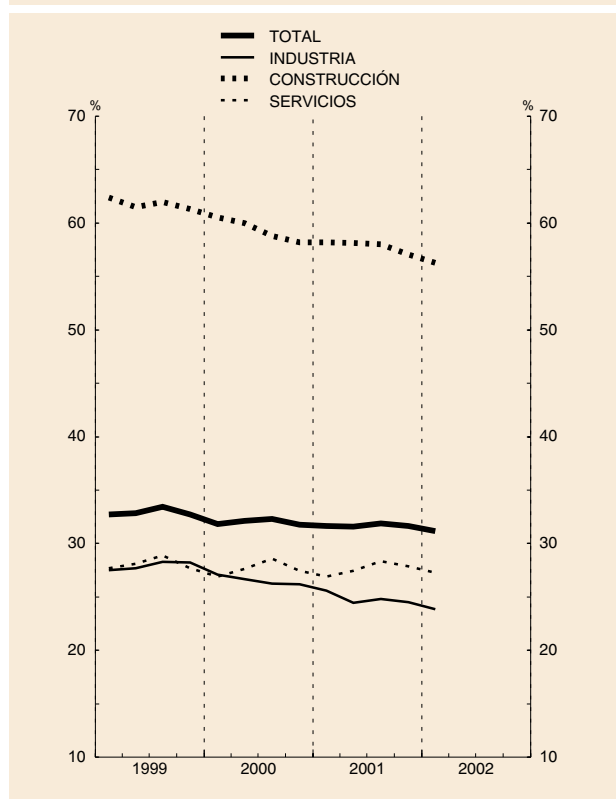
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
99	M	5,5	7,6	32,9	-3,2	0,5	61,1	3,5	4,3	27,9	13,6	15,7	61,8	6,0	8,0	28,1	6,2	7,0	7,1
00	M	5,5	7,1	32,0	-2,6	-1,6	59,0	4,4	5,0	26,5	9,5	10,0	59,4	6,1	7,8	27,6	6,1	6,5	6,7
01	M	3,7	4,1	31,7	0,7	5,0	61,6	3,1	2,8	24,8	7,8	8,3	57,8	3,6	3,7	27,6	4,0	3,8	3,1
01 I-I	M	4,8	5,4	-0,6	4,8	13,0	10,4	5,8	5,5	-5,4	7,9	8,3	-3,9	4,0	4,5	-0,1	4,8	4,8	3,7
02 I-I	M	2,2	2,8	-1,4	-4,3	-4,7	-5,6	-2,5	-2,3	-6,8	6,7	6,6	-3,2	3,6	4,3	1,5	2,7	2,2	3,0
99 III		5,5	8,0	33,4	-2,7	1,8	59,5	2,6	3,9	28,3	14,2	16,1	62,0	6,1	8,5	28,9	6,2	6,7	6,8
IV		5,7	8,1	32,7	-2,2	2,4	59,7	2,2	3,1	28,2	14,0	15,8	61,3	6,5	9,1	27,7	6,4	7,1	7,7
00 I		5,5	7,4	31,8	-3,6	-3,9	59,4	2,9	4,0	27,1	12,1	12,8	60,5	6,3	8,4	26,9	6,2	6,8	7,4
II		5,5	7,3	32,1	-3,2	-1,8	60,2	3,9	4,5	26,7	10,5	11,9	60,0	6,2	8,1	27,6	6,2	6,7	7,1
III		5,5	7,0	32,3	-2,9	-2,6	56,0	4,7	4,9	26,3	8,7	9,3	58,8	6,2	7,9	28,6	6,2	6,6	7,0
IV		5,5	6,6	31,7	-0,8	2,0	60,5	6,0	6,5	26,2	6,9	6,5	58,2	5,8	6,9	27,5	6,0	5,8	5,4
01 I		4,8	5,4	31,6	4,8	13,0	65,5	5,8	5,5	25,6	7,9	8,3	58,2	4,0	4,5	26,9	4,8	4,8	3,7
II		3,7	3,8	31,6	1,2	4,2	61,8	4,0	3,7	24,5	9,1	9,3	58,1	3,0	2,8	27,5	3,9	3,9	2,6
III		3,4	3,8	31,9	-2,3	1,1	57,5	2,7	2,6	24,8	7,2	7,5	58,0	3,5	3,7	28,3	3,8	3,4	2,8
IV		3,1	3,4	31,7	-1,1	1,2	61,4	-0,0	-0,3	24,5	7,2	8,1	57,0	3,7	4,0	27,8	3,3	3,1	3,4
02 I		2,2	2,8	31,2	-4,3	-4,7	61,8	-2,5	-2,3	23,9	6,7	6,6	56,3	3,6	4,3	27,3	2,7	2,2	3,0

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

(a) Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

4.4. Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

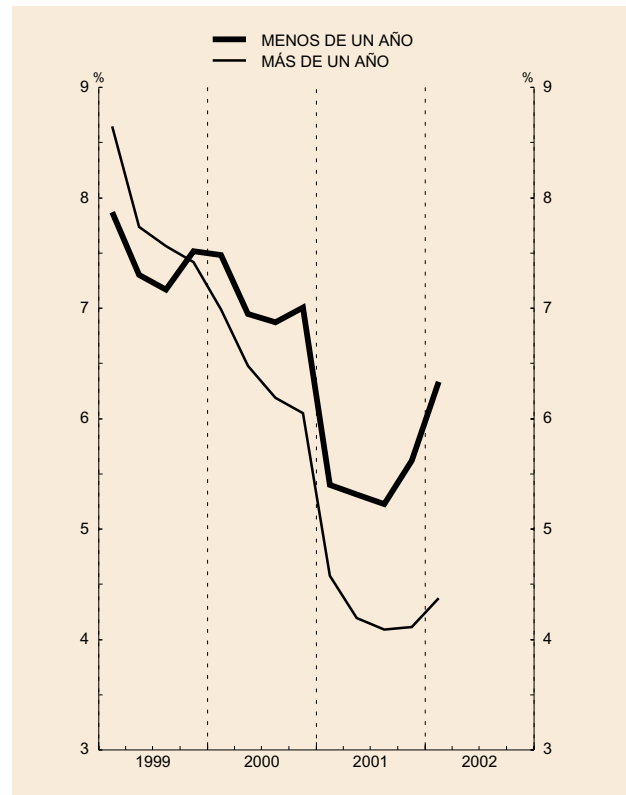
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados							
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año					
		Variación interanual (Miles de personas)	T 1/4	Variación interanual (Miles de personas)	T 1/4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 1/4	Variación interanual (Miles de personas)	T 1/4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 1/4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	T 1/4 (b)	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
99	M	558	7,8	251	7,1	32,91	719	7,3	90	10,7	8,10	7,46	-9,6	7,84	-20,1	23,26	54,53	60,45
00	M	657	8,5	154	4,1	32,00	753	7,1	58	6,3	8,04	7,08	-2,1	6,43	-15,4	23,04	52,44	58,49
01	M	381	4,6	120	3,1	31,68	451	4,0	50	5,1	8,11	5,39	-5,6	4,24	-12,9	20,88	45,87	51,01
01 I-I	M	465	5,7	184	4,8	31,62	609	5,6	40	4,1	8,14	5,40	-10,7	4,57	-13,3	21,13	45,78	50,81
02 I-I	M	293	3,4	54	1,3	31,18	293	2,5	54	5,2	8,34	6,34	20,6	4,38	-1,6	20,91	43,48	49,45
99 III		565	7,9	293	8,2	33,42	763	7,7	95	11,7	7,80	7,17	-10,3	7,57	-21,9	23,21	54,64	60,71
00 IV		587	8,0	297	8,4	32,70	805	8,0	80	9,4	7,88	7,52	-8,1	7,42	-19,4	23,02	54,60	60,85
00 I		658	8,8	158	4,4	31,80	748	7,3	68	7,4	8,25	7,48	-2,1	6,99	-16,7	23,02	52,42	58,57
00 II		644	8,4	190	5,1	32,14	795	7,6	39	4,0	8,19	6,95	-1,5	6,48	-13,4	22,47	54,48	61,07
00 III		684	8,8	136	3,5	32,31	745	6,9	75	8,3	7,90	6,88	-0,8	6,19	-15,4	23,57	52,22	57,99
00 IV		641	8,1	134	3,5	31,74	725	6,7	51	5,5	7,80	7,00	-3,8	6,05	-15,8	23,11	50,66	56,33
01 I		465	5,7	184	4,8	31,62	609	5,6	40	4,1	8,14	5,40	-10,7	4,57	-13,3	21,13	45,78	50,81
01 II		386	4,6	76	1,9	31,56	410	3,6	52	5,1	8,30	5,31	-4,3	4,20	-13,3	20,65	45,80	51,25
01 III		373	4,4	99	2,5	31,89	444	3,9	28	2,8	7,82	5,23	-5,7	4,09	-13,0	21,21	44,58	49,44
01 IV		299	3,5	123	3,1	31,66	341	2,9	81	8,3	8,17	5,62	-1,4	4,11	-12,0	20,52	47,31	52,55
02 I		293	3,4	54	1,3	31,18	293	2,5	54	5,2	8,34	6,34	20,6	4,38	-1,6	20,91	43,48	49,45

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002).

(a) Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado.

(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie con la nueva definición de parado. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es).

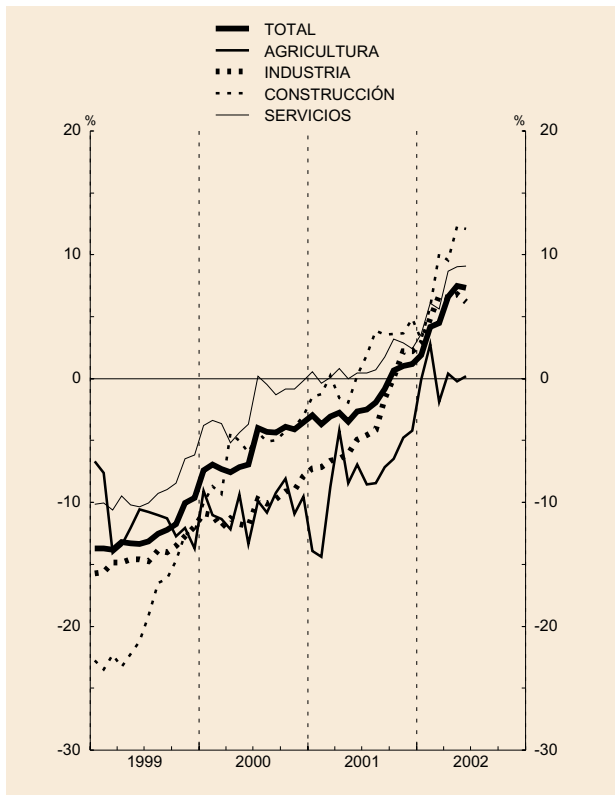
4.5. Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España

■ Serie representada gráficamente.

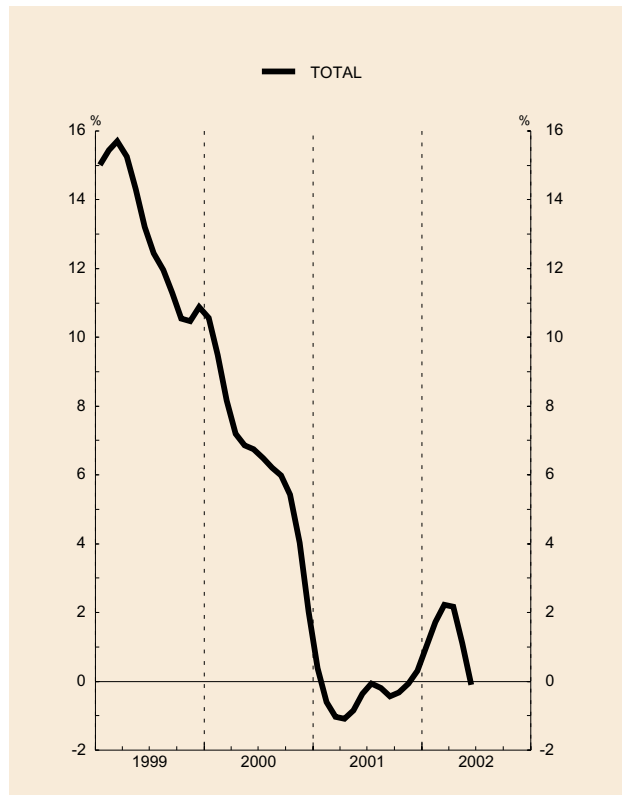
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratados					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12					Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	A tiempo parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17	
						Total	Agricultura	No agrícola										Total	Industria	Construcción	Servicios
		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
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
01	M	1 530	-28	-1,8	-9,6	-0,2	-8,2	0,1	-3,8	1,3	1,1	1 171	1,6	9,26	18,40	90,74	1 133	-0,2
01 E-J	M	1 545	-50	-3,1	-10,6	-1,6	-9,5	-1,3	-6,4	-1,0	0,2	1 141	0,3	9,62	16,94	90,38	1 108	-1,1
02 E-J	MP	1 627	81	5,3	-2,3	6,7	0,2	6,9	5,6	8,7	6,9	1 162	1,8	9,62	18,23	90,38	1 121	1,2
01 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		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
Oct		1 540	10	0,6	-7,7	2,3	-6,5	2,6	0,1	3,6	3,2	1 477	8,7	9,78	21,59	90,22	1 421	6,1
Nov		1 573	16	1,0	-6,8	2,6	-4,8	2,8	2,2	3,7	2,9	1 324	4,6	9,52	20,19	90,48	1 272	2,3
Dic		1 575	18	1,2	-5,7	2,5	-4,2	2,7	2,2	4,9	2,4	960	-1,8	9,17	19,53	90,83	921	-4,3
02 Ene		1 652	31	1,9	-5,7	3,3	-0,1	3,4	2,8	3,2	3,6	1 270	6,0	8,69	17,43	91,31	1 227	3,9
Feb		1 666	67	4,2	-4,0	5,7	2,8	5,8	4,8	5,8	6,1	1 140	4,2	10,02	17,80	89,98	1 108	2,5
Mar	P	1 649	71	4,5	-4,3	6,1	-1,9	6,4	6,7	10,1	5,6	1 000	-10,4	10,64	18,00	89,36	964	-12,5
Abr	P	1 636	101	6,6	-1,3	8,1	0,4	8,3	6,5	9,6	8,7	1 247	23,3	10,14	18,29	89,86	1 200	22,6
May	P	1 589	111	7,5	1,1	8,7	-0,2	9,0	6,8	12,3	9,0	1 238	0,2	9,40	18,86	90,60	1 190	2,0
Jun	P	1 567	107	7,3	0,8	8,6	0,2	8,9	6,2	12,1	9,1	1 074	-9,6	8,86	18,98	91,14	1 037	-8,9

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

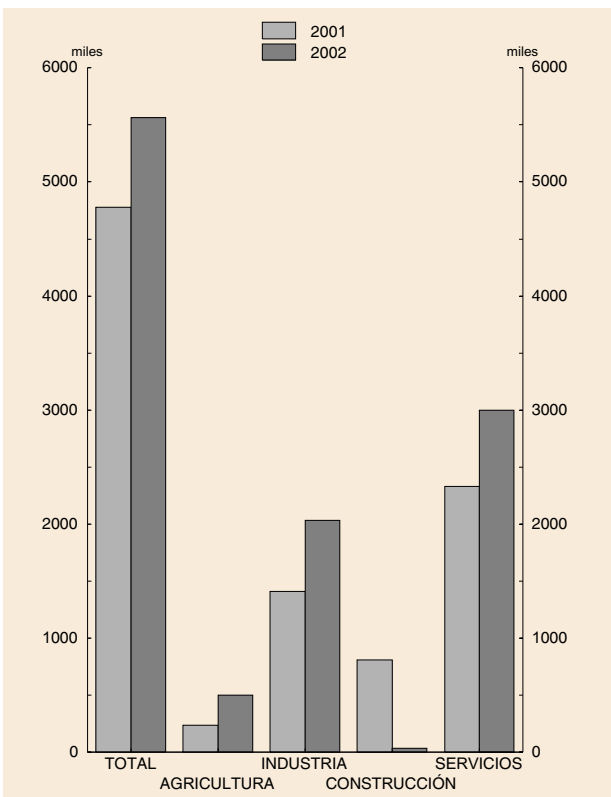
4.6. Convenios colectivos. España

■ Serie representada gráficamente.

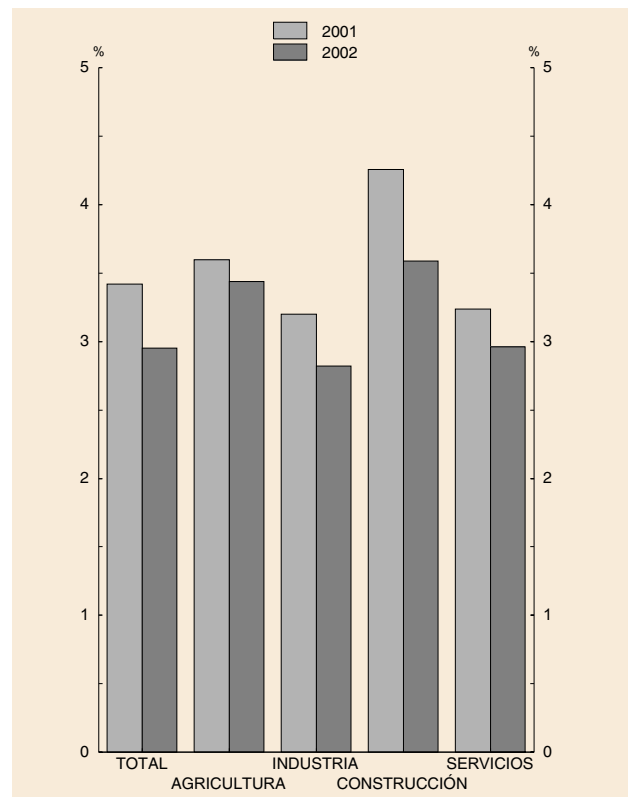
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	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	
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	9 230	3,72	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	8 934	3,68	4 909	2 697	7 606	-257	473	2 298	928	3 907	3,35	3,73	3,48	4,04	3,40	4,12	3,31
01 Ene	8 199	3,63	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	8 238	3,63	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	8 310	3,63	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
Abr	8 578	3,64	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	8 773	3,67	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	8 820	3,68	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	8 840	3,68	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	8 842	3,68	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
Sep	8 908	3,68	4 644	1 735	6 379	-806	318	2 017	885	3 158	3,37	3,60	3,44	3,77	3,36	4,15	3,25
Oct	8 920	3,68	4 681	2 111	6 792	-744	328	2 102	912	3 451	3,38	3,60	3,45	3,78	3,37	4,15	3,27
Nov	8 921	3,68	4 733	2 495	7 228	-480	448	2 168	912	3 699	3,36	3,66	3,47	4,03	3,39	4,15	3,27
Dic	8 934	3,68	4 909	2 697	7 606	-257	473	2 298	928	3 907	3,35	3,73	3,48	4,04	3,40	4,12	3,31
02 Ene	5 291	2,95	2 269	1	2 270	643	260	658	5	1 348	2,72	3,18	2,72	3,48	2,90	2,43	2,48
Feb	5 299	2,95	2 480	4	2 484	-783	260	746	25	1 453	2,71	3,36	2,71	3,48	2,87	3,74	2,47
Mar	5 311	2,95	3 784	117	3 901	3	318	1 332	27	2 224	2,74	2,82	2,74	3,28	2,88	3,68	2,57
Abr	5 393	2,95	4 768	222	4 990	445	425	1 775	28	2 763	2,78	7,15	2,98	3,59	2,81	3,64	2,98
May	5 551	2,96	4 869	285	5 154	583	498	1 804	28	2 824	2,78	6,17	2,97	3,44	2,82	3,64	2,97
Jun	5 555	2,96	5 157	405	5 562	784	498	2 031	32	3 000	2,78	5,13	2,95	3,44	2,82	3,59	2,96

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-junio



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-junio



Fuente: MTAS (Encuesta de Convenios Colectivos. Avance mensual).
(a) Datos acumulados.

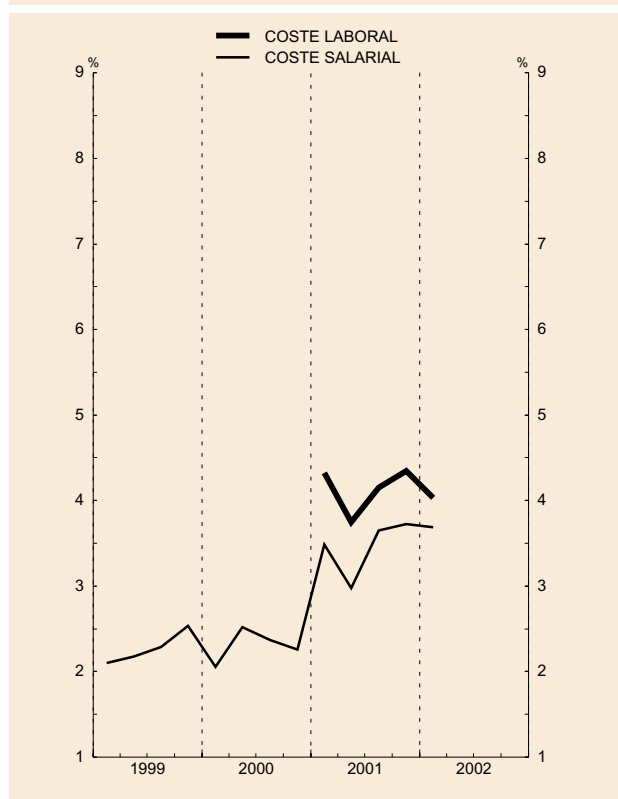
4.7. Índice de costes laborales

■ Serie representada gráficamente.

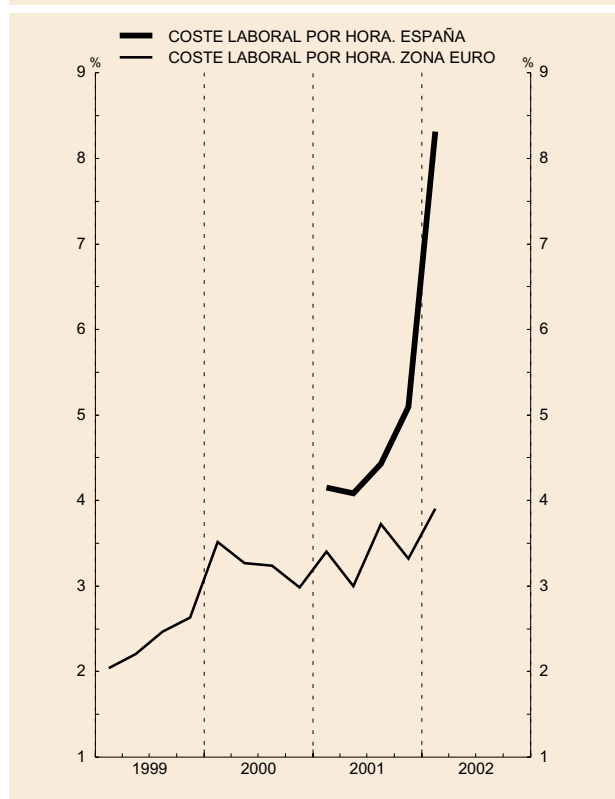
Tasas de variación interanual

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

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Índice de Costes Laborales) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

(a) Total economía, excluyendo agricultura, Administración pública, educación y sanidad.

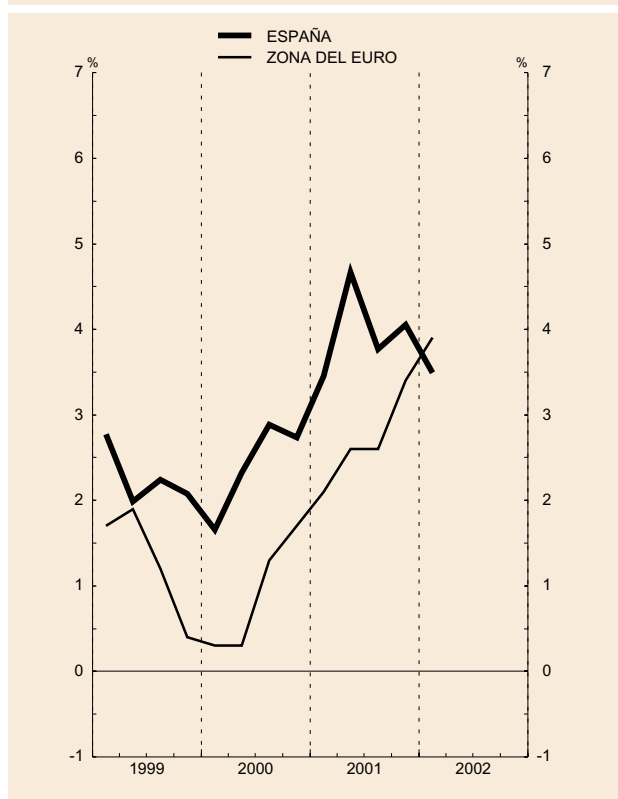
4.8. Costes laborales unitarios. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

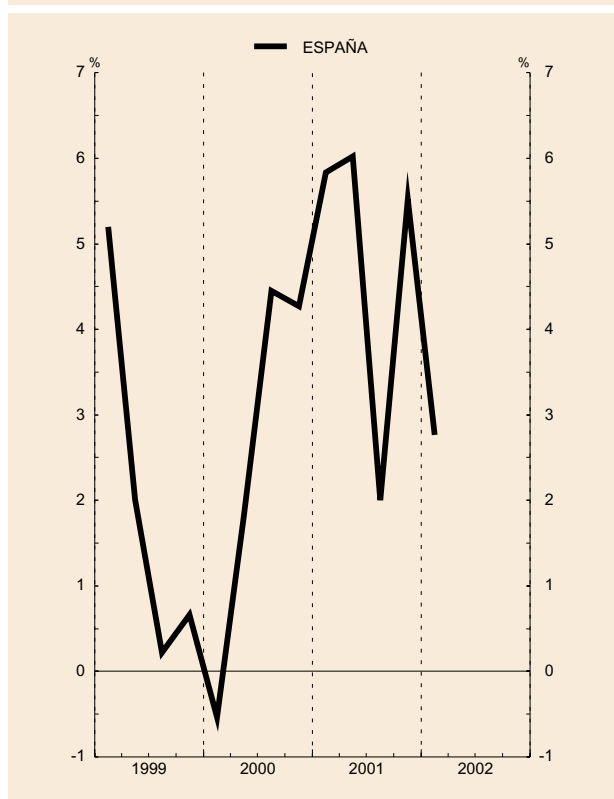
Tasas de variación interanual

	Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria : costes laborales unitarios manufacturas	
	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
							España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
99	2,3	1,3	2,7	2,2	0,5	0,9	4,1	2,7	3,7	1,7	2,0	...
00	2,4	0,9	3,4	2,4	1,0	1,4	4,1	3,5	3,1	2,1	2,5	...
01	4,0	2,7	4,3	2,7	0,3	0,1	2,8	1,4	2,4	1,4	4,8	...
99 I	2,8	1,7	2,3	1,7	-0,4	-	3,5	2,0	4,0	1,8	5,2	...
II	2,0	1,9	2,3	2,4	0,3	0,5	4,6	2,2	4,2	1,6	2,0	...
III	2,2	1,2	2,7	2,2	0,4	1,0	3,9	2,9	3,5	1,7	0,2	...
IV	2,1	0,4	3,6	2,3	1,5	1,9	4,5	3,7	2,9	1,7	0,7	...
00 I	1,7	0,3	4,0	2,6	2,3	2,2	4,9	3,8	2,5	1,8	-0,5	...
II	2,3	0,3	3,5	2,2	1,1	1,8	4,2	4,1	3,0	2,2	1,8	...
III	2,9	1,3	3,3	2,4	0,4	1,1	3,8	3,3	3,3	2,1	4,4	...
IV	2,7	1,7	2,8	2,3	0,0	0,6	3,5	2,9	3,4	2,1	4,3	...
01 I	3,5	2,1	3,0	2,5	-0,4	0,5	3,2	2,4	3,7	1,9	5,8	...
II	4,7	2,6	4,6	2,8	-0,1	0,2	2,5	1,6	2,6	1,4	6,0	...
III	3,8	2,6	4,9	2,7	1,1	0,2	3,0	1,4	1,9	1,2	2,0	...
IV	4,1	3,4	4,8	2,9	0,7	-0,5	2,3	0,4	1,6	1,0	5,5	...
02 I	3,5	3,9	4,2	2,9	0,7	-1,0	2,0	0,3	1,4	0,8	2,8	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

(a) España: elaborado según el SEC 95, SERIES CORREGIDAS DE EFECTOS ESTACIONALES Y DE CALENDARIO (véase boletín económico de abril 2002).

(b) Empleo equivalente a tiempo completo.

(c) Ramas industriales.

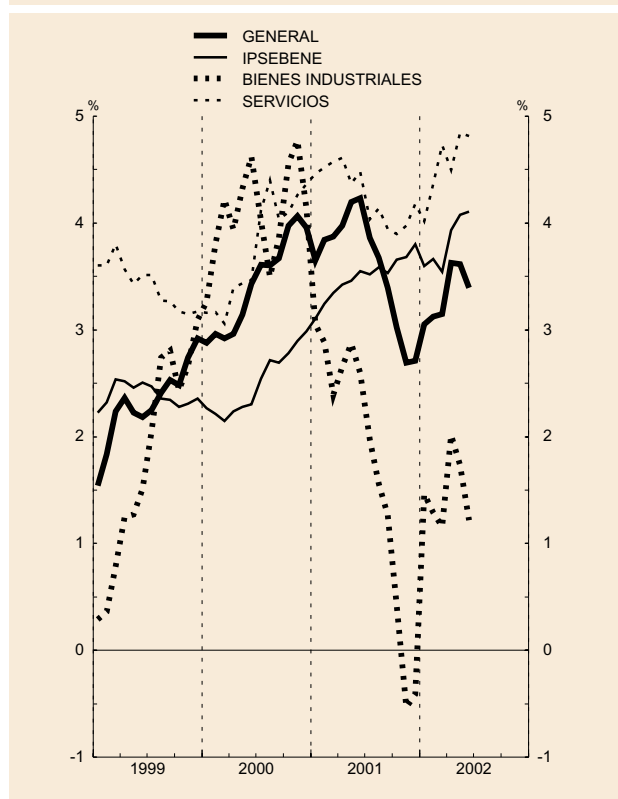
5.1. Índice de precios de consumo. España. Base 2001=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

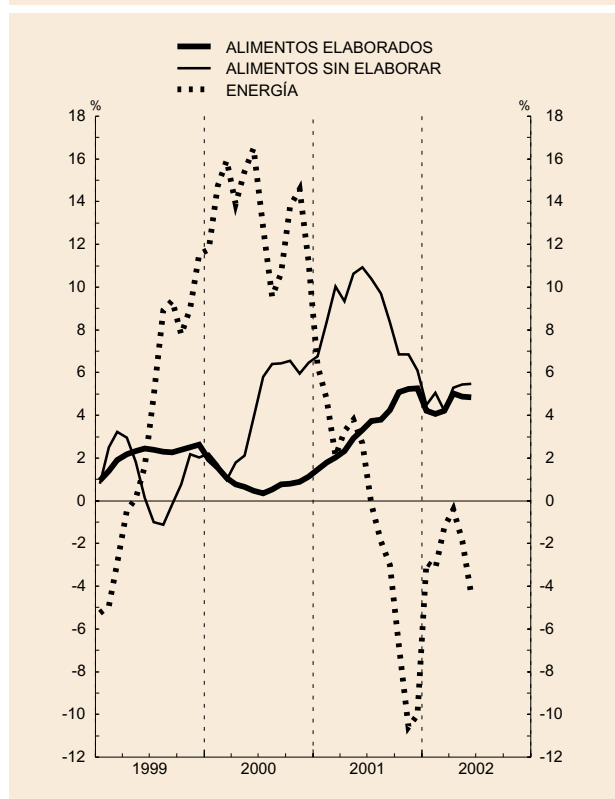
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100 %)				Tasa de variación interanual (T ₁₂ ¹)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 1990)	
		Serie original	m ₋₁ (b)	T ₁₂ ¹ (c)	s/ T _{dic} (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales del cual:		Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂ ¹
		1	2	3	4	5	6	Total	Energía	9	10	11	12
99	M	93,8	—	2,3	2,9	1,2	2,1	1,8	3,3	3,4	2,4	111,9	-1,1
00	M	97,0	—	3,4	4,0	4,2	0,9	4,1	13,4	3,7	2,5	115,1	2,9
01	M R	100,5	—	3,6	2,7	8,7	3,4	1,7	-0,8	4,3	3,5	118,2	2,7
01	E-J	M	99,8	0,3	4,0	1,0	9,4	2,7	3,8	4,5	3,4	125,7	4,0
02	E-J	M	102,7	0,4	3,3	1,3	5,0	1,5	-2,3	4,5	3,8	...	...
01	Mar	99,5	0,4	3,9	0,8	10,0	2,0	2,4	2,1	4,6	3,3	126,8	-4,3
	Abr	100,0	0,5	4,0	1,3	9,4	2,3	2,7	3,3	4,6	3,4	128,0	3,1
	May	100,4	0,4	4,2	1,7	10,6	2,9	2,9	3,8	4,4	3,5	130,1	17,3
	Jun	100,7	0,3	4,2	2,0	10,9	3,3	2,6	2,7	4,5	3,5	124,4	12,7
	Jul	101,0	0,2	3,9	2,3	10,4	3,7	2,0	-0,2	4,0	3,5	112,8	5,5
	Ago	101,2	0,2	3,7	2,5	9,7	3,8	1,6	-1,9	4,1	3,6	102,2	8,2
	Sep	101,2	—	3,4	2,5	8,4	4,3	1,3	-3,0	3,9	3,5	104,0	4,2
	Oct	101,1	-0,1	3,0	2,4	6,9	5,1	0,4	-6,8	3,9	3,7	112,9	-1,3
	Nov	101,0	-0,1	2,7	2,3	6,9	5,2	-0,5	-10,6	4,0	3,7	118,0	-4,9
	Dic	R	101,4	0,4	2,7	2,7	6,1	-0,4	-10,0	4,2	3,8	128,5	-0,5
02	Ene	101,3	-0,1	3,1	-0,1	4,5	4,2	1,5	-2,9	4,0	3,6	...	...
	Feb	101,3	0,1	3,1	-0,1	5,0	4,1	1,3	-3,2	4,4	3,7	...	...
	Mar	102,2	0,8	3,1	0,8	4,2	4,2	1,2	-1,2	4,7	3,5	...	...
	Abr	103,6	1,4	3,6	2,1	5,3	5,0	2,0	-0,4	4,5	3,9	...	...
	May	103,9	0,4	3,6	2,5	5,4	4,9	1,7	-1,9	4,8	4,1	...	...
	Jun	104,0	0,0	3,4	2,5	5,5	4,8	1,2	-4,4	4,8	4,1	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE, MAPA y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

(a) En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001, que no tiene solución a través de los enlaces legales habituales. Por ello, para el año 2002, las tasas oficiales de variación no pueden obtenerse a partir de los índices. Las notas metodológicas detalladas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es)

(b) Tasa de variación intermensual no anualizada.

(c) Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

(d) Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

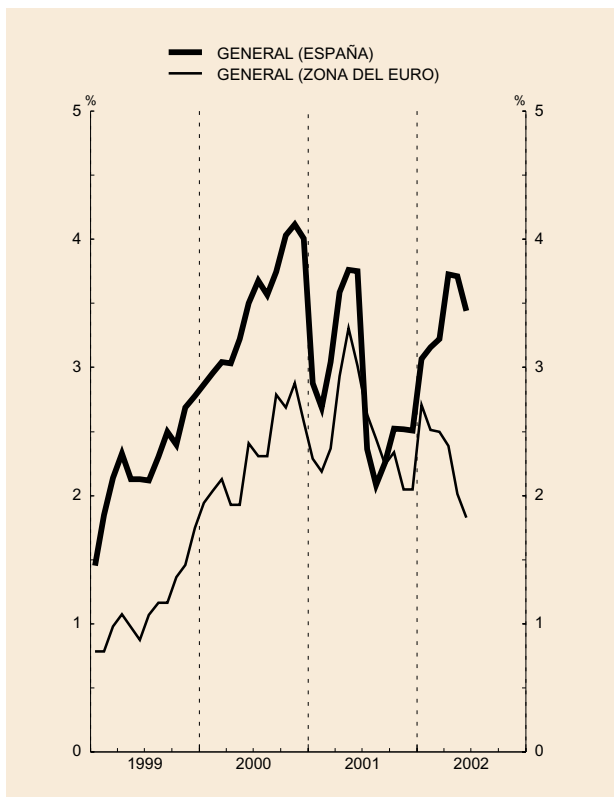
5.2. Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 1996=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

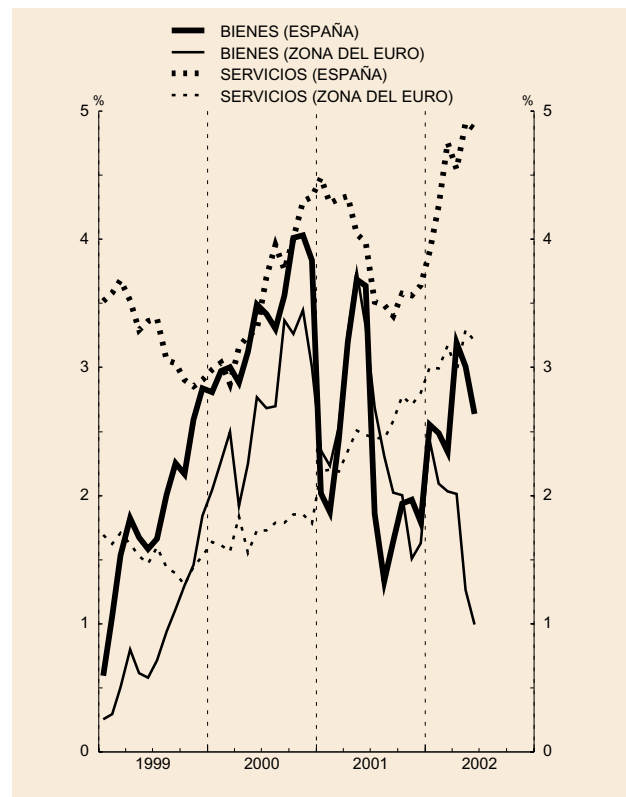
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios			
		1	2	3	4	Alimentos						Industriales								17	18
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
						5	6	7	8	9	10			11	12	13	14	15	16		
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	0,7	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		
01	M	2,8	2,5	2,3	2,5	5,1	4,5	2,7	2,8	7,2	7,0	0,6	1,5	1,0	1,1	-0,7	2,7	3,9	2,5		
01	E-J	M	3,3	2,7	2,8	2,9	4,9	4,1	1,7	2,3	7,7	6,8	1,5	2,4	1,0	1,0	4,0	7,2	4,2	2,3	
02	E-J	M	3,4	2,3	2,7	1,8	4,7	3,8	5,0	3,3	4,3	4,7	1,5	0,8	2,7	1,7	-2,3	-2,2	4,5	3,1	
01	Mar	3,0	2,4	2,4	2,5	4,9	3,8	1,3	2,1	8,0	6,6	0,9	1,9	0,7	0,9	2,4	5,5	4,3	2,2		
	Abr	3,6	2,9	3,2	3,3	4,7	4,3	1,5	2,5	7,7	7,2	2,2	2,8	2,0	1,3	3,5	7,8	4,3	2,3		
	May	3,8	3,3	3,7	3,7	5,5	5,2	2,1	2,7	8,6	9,0	2,5	3,1	2,2	1,5	3,8	8,5	4,0	2,5		
	Jun	3,8	3,0	3,6	3,3	5,9	5,3	2,6	3,0	8,9	8,9	2,1	2,4	2,0	1,4	2,6	5,4	4,0	2,5		
	Jul	2,4	2,6	1,9	2,7	5,8	5,3	3,1	3,2	8,3	8,5	-0,6	1,4	-0,7	1,0	-0,1	2,9	3,5	2,5		
	Ago	2,1	2,4	1,3	2,3	5,6	5,0	3,0	3,4	7,9	7,6	-1,2	1,0	-1,0	0,7	-1,7	2,0	3,5	2,4		
	Sep	2,3	2,2	1,6	2,0	5,3	5,0	3,3	3,4	7,2	7,6	-0,6	0,6	0,1	1,2	-2,8	-1,4	3,4	2,6		
	Oct	2,5	2,3	1,9	2,0	5,1	5,0	4,1	3,5	5,9	7,5	-	0,5	2,0	1,5	-6,4	-2,7	3,6	2,8		
	Nov	2,5	2,1	2,0	1,5	5,2	4,5	4,4	3,4	5,8	6,2	-	-	3,0	1,6	-9,9	-5,0	3,6	2,7		
	Dic	2,5	2,0	1,8	1,6	4,8	4,6	4,6	3,5	5,0	6,3	-	0,2	2,9	1,6	-9,2	-4,6	3,6	2,8		
02	Ene	3,1	2,7	2,6	2,4	4,3	5,6	4,2	3,8	4,4	8,4	1,5	0,9	2,8	1,7	-2,9	-1,9	3,9	3,0		
	Feb	3,2	2,5	2,5	2,1	4,4	4,8	4,2	3,3	4,6	7,1	1,3	0,7	2,7	1,9	-3,1	-2,9	4,3	3,0		
	Mar	3,2	2,5	2,3	2,0	4,2	4,2	4,4	3,3	4,0	5,5	1,2	1,0	1,9	1,8	-1,2	-1,6	4,8	3,2		
	Abr	3,7	2,4	3,2	2,0	5,1	3,6	5,8	3,2	4,4	4,1	2,0	1,2	2,7	1,8	-0,4	-0,5	4,5	3,0		
	May	3,7	2,0	3,0	1,3	5,1	2,7	5,7	3,1	4,4	2,1	1,8	0,6	2,9	1,7	-1,8	-2,9	4,9	3,3		
	Jun	3,4	1,8	2,6	1,0	5,0	2,3	5,7	3,1	4,3	1,1	1,2	0,3	2,9	1,6	-4,4	-3,6	4,9	3,2		

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuente: Eurostat.

(a) Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (europa.eu.int)

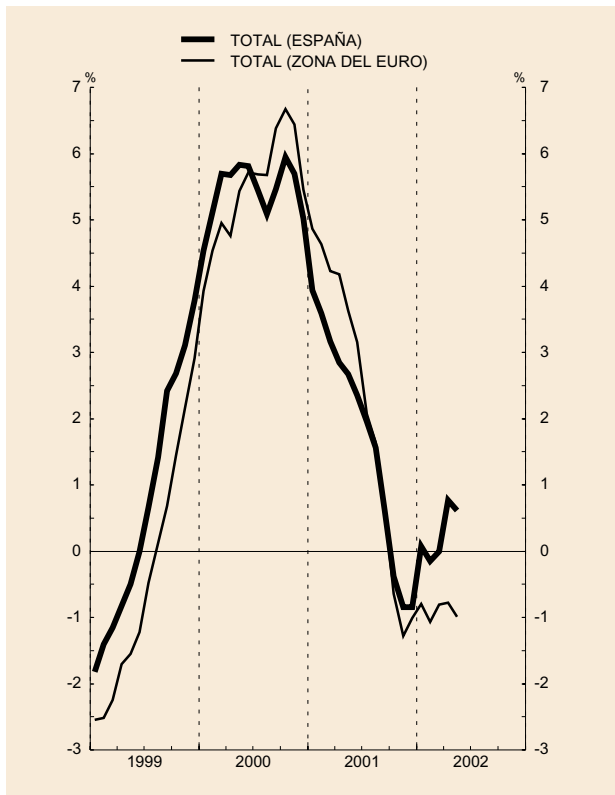
5.3. Índice de precios industriales. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

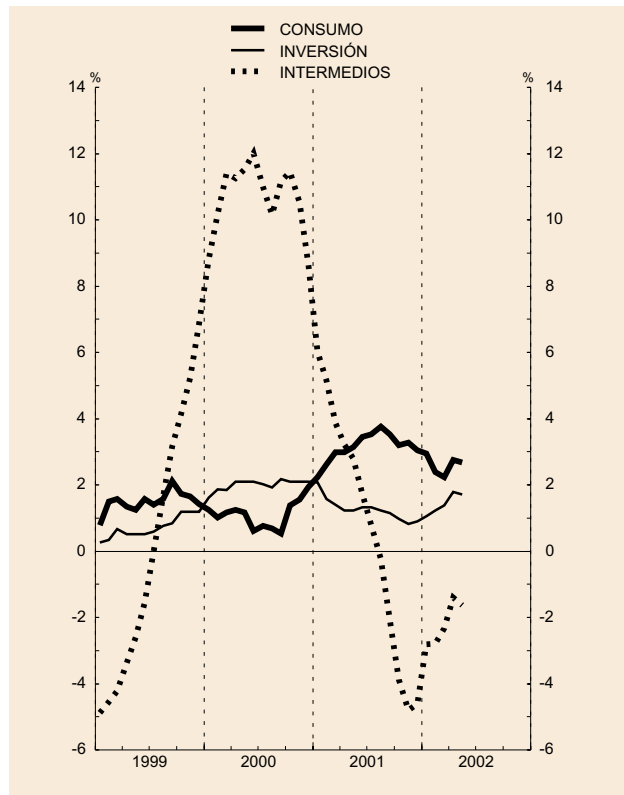
Tasas de variación interanual

		General (100 %)			Consumo (39,6 %)		Inversión (13,8 %)		Intermedios (46,5 %)			Pro memoria: zona del euro					
		Seire original	m ¹ _(b)	T ¹ ₁₂	m ¹ _(b)	T ¹ ₁₂	m ¹ _(b)	T ¹ ₁₂	Total		No energéticos	Energía	Total	Consumo	Inversión	Intermedios no energéticos	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	m ¹ _(b)	T ¹ ₁₂	T ¹ ₁₂	T ¹ ₁₂	T ¹ ₁₂	T ¹ ₁₂	T ¹ ₁₂	T ¹ ₁₂	T ¹ ₁₂
99	MP	121,0	-	0,7	-	1,5	-	0,7	-	-0,1	-0,9	2,7	-0,4	-0,1	0,2	-1,5	0,6
00	MP	127,6	-	5,4	-	1,1	-	2,0	-	10,7	6,9	22,8	5,5	1,5	0,6	5,0	19,0
01	MP	129,8	-	1,7	-	3,1	-	1,3	-	0,6	1,5	-2,0	2,2	2,9	1,0	1,2	3,1
01 E-M	MP	129,9	-	3,2	-	2,8	-	1,5	-	4,2	2,4	4,9	4,3	3,2	0,9	3,2	10,5
02 E-M	MP	130,3	-	0,3	-	2,6	-	1,4	-	-2,2	-1,4	-3,5	-0,9	1,2	1,2	-1,4	-4,8
01 Feb	P	129,8	0,5	3,6	0,8	2,6	-	1,6	0,2	5,1	5,0	5,7	4,6	3,1	0,9	4,0	11,3
Mar	P	130,2	0,3	3,2	0,6	3,0	0,2	1,4	0,1	3,9	4,3	2,7	4,2	3,4	0,9	3,4	9,2
Abr	P	130,1	-0,1	2,8	-	3,0	-0,1	1,2	-0,2	3,2	3,1	3,6	4,2	3,4	1,0	2,5	10,6
May	P	130,4	0,2	2,7	0,1	3,1	0,1	1,2	0,5	2,8	2,4	4,0	3,6	3,3	1,0	1,8	9,1
Jun	P	130,4	-	2,4	0,1	3,5	0,1	1,3	-0,1	1,7	1,6	2,2	3,2	3,3	1,1	1,4	6,8
Jul	P	130,2	-0,2	2,0	0,2	3,5	-	1,3	-0,6	0,8	1,1	-0,1	2,1	3,1	1,1	0,6	2,8
Ago	P	130,0	-0,2	1,6	0,3	3,8	-	1,2	-0,5	-0,2	0,6	-2,4	1,6	3,0	1,2	0,2	1,4
Sep	P	130,1	0,1	0,6	-	3,5	0,2	1,1	0,1	-2,1	-0,2	-7,0	0,6	2,8	1,2	-0,4	-2,3
Oct	P	129,5	-0,5	-0,4	0,1	3,2	-	1,0	-1,1	-3,9	-1,0	-11,5	-0,6	2,5	1,1	-1,0	-7,3
Nov	P	128,8	-0,5	-0,8	0,1	3,3	-0,2	0,8	-1,1	-4,8	-1,5	-13,5	-1,3	2,2	1,0	-1,4	-9,5
Dic	P	128,5	-0,2	-0,8	0,1	3,0	0,1	0,9	-0,7	-4,6	-1,9	-11,9	-1,0	1,9	1,1	-1,5	-7,3
02 Ene	P	129,3	0,6	0,1	0,5	2,9	0,6	1,1	0,6	-2,8	-1,9	-5,4	-0,8	1,9	1,2	-1,6	-5,4
Feb	P	129,6	0,2	-0,2	0,3	2,4	0,2	1,2	0,2	-2,8	-2,1	-4,9	-1,1	1,4	1,2	-1,8	-5,6
Mar	P	130,2	0,5	-	0,4	2,2	0,4	1,4	0,6	-2,3	-2,0	-3,3	-0,8	1,1	1,2	-1,6	-3,9
Abr	P	131,1	0,7	0,8	0,5	2,8	0,3	1,8	0,8	-1,4	-1,4	-1,4	-0,8	0,9	1,0	-1,1	-3,9
May	P	131,2	0,1	0,6	-	2,7	-	1,7	0,2	-1,6	-1,4	-2,4	-1,0	0,7	1,1	-0,9	-5,1

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.

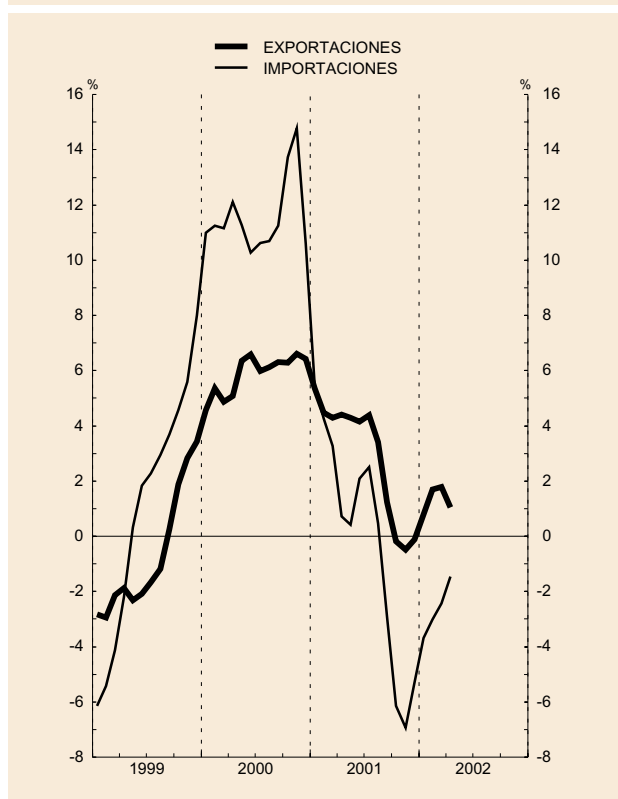
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España

■ Serie representada gráficamente.

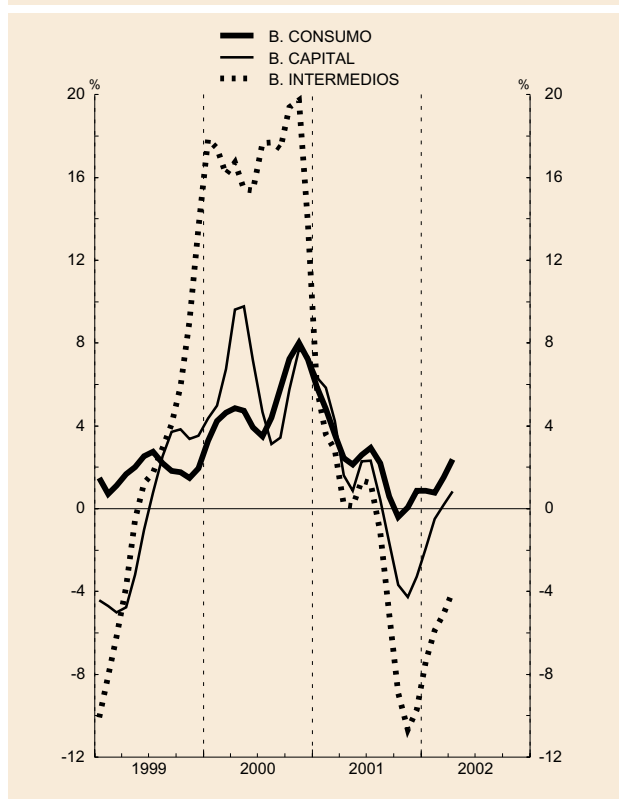
Tasas de variación interanual

	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	
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
01	2,7	4,1	6,2	-0,2	2,6	1,0	-0,4	1,7	0,9	-1,9	-7,9	0,1
01 E-A	4,3	6,9	-5,7	4,8	20,0	5,2	2,5	2,0	4,3	2,1	3,0	1,8
02 E-A	1,7	0,9	23,9	-4,1	-13,7	-2,9	-2,5	3,0	-1,0	-5,2	-13,5	-2,8
00 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	1,0	8,8	1,7	4,9	6,3	8,4	3,3	4,2	4,2
Ago	6,0	2,0	19,3	2,7	6,9	4,0	-0,2	3,3	-3,6	-1,6	-9,8	1,1
Sep	-1,2	-1,7	12,3	-4,4	-15,3	-2,2	-1,8	0,3	2,2	-4,5	-15,5	-2,9
Oct	-0,5	0,4	7,3	-5,5	-22,5	-4,0	-7,5	-4,1	-6,9	-9,5	-29,8	-4,1
Nov	-1,4	0,5	11,6	-8,6	-28,4	-5,6	-8,7	-0,4	-9,9	-11,8	-36,2	-4,1
Dic	-0,4	2,7	16,3	-8,3	-30,7	-5,7	-3,8	3,8	1,8	-9,4	-35,5	-2,4
02 Ene	0,6	-4,7	33,8	-5,6	-28,0	-3,3	-4,6	6,5	-8,0	-8,1	-21,8	-5,3
Feb	2,4	3,2	25,2	-4,5	-13,8	-3,4	-1,2	-0,8	7,2	-3,8	-20,3	0,8
Mar	3,3	4,1	20,1	-2,3	-11,3	-1,4	-4,9	0,4	-3,5	-7,6	-11,2	-5,7
Abr	0,3	1,4	16,4	-4,1	-1,3	-3,7	1,0	5,5	1,1	-1,0	-1,0	-0,8

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



Fuentes: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 6 y 7.

(a) Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

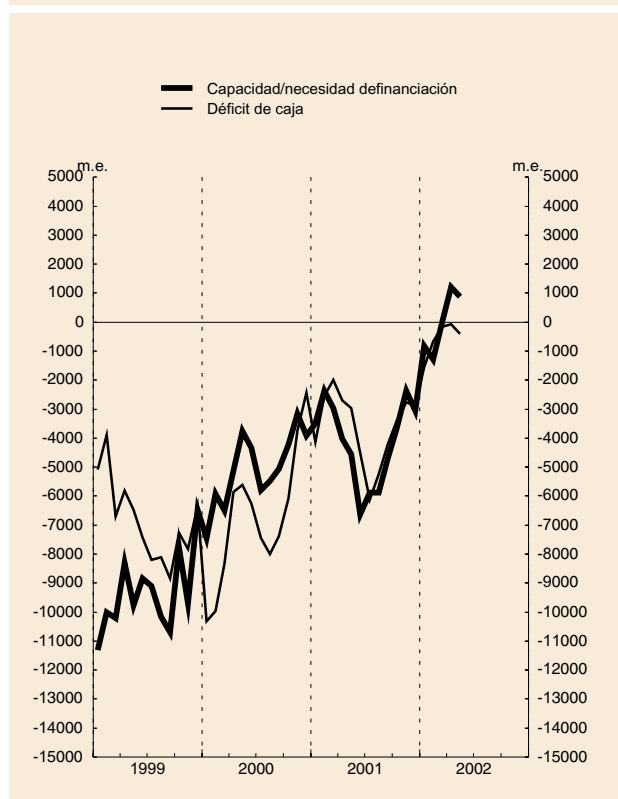
6.1. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional (SEC95). España

■ Serie representada gráficamente.

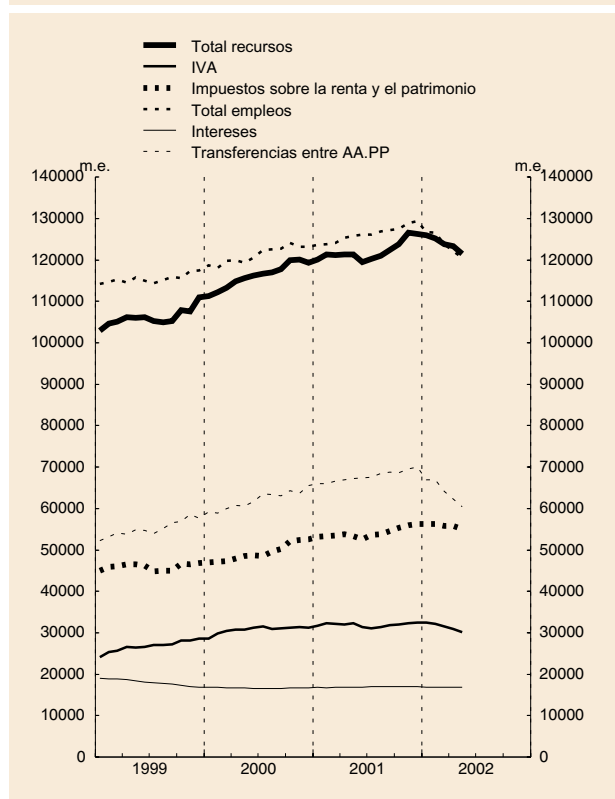
Millones de euros

		Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital					Pro memoria: Déficit de caja				
		Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
99	P	-6 482	111 009	28 574	16 408	5 877	46 887	13 263	117 491	17 363	16 912	57 722	4 978	20 516	-6 354	110 370	116 724
00	P	-3 917	119 298	31 269	17 171	5 199	52 531	13 129	123 215	15 808	16 732	65 526	4 282	20 867	-2 431	118 693	121 124
01	P	-3 042	126 338	32 432	17 836	6 712	56 252	13 106	129 381	16 082	16 940	69 982	4 197	22 179	-2 884	125 188	128 071
01 E-M	P	1 942	52 265	17 045	7 127	2 294	22 050	3 749	50 323	6 020	7 027	29 681	1 032	6 563	-3 507	51 843	55 350
02 E-M	A	5 853	47 444	14 817	4 947	2 611	20 769	4 300	41 591	6 286	6 938	20 103	1 019	7 245	-1 023	46 182	47 205
01 Jun	P	-5 801	5 879	277	1 462	344	2 606	1 190	11 680	1 958	1 391	6 133	229	1 969	-4 510	5 438	9 947
Jul	P	1 643	11 995	4 271	1 630	186	5 213	695	10 352	1 183	1 446	6 093	100	1 530	-1 082	12 060	13 142
Ago	P	-1 484	7 730	-713	1 509	496	5 878	560	9 214	1 192	1 434	5 357	163	1 068	-1 506	7 672	9 178
Sep	P	-366	9 393	3 316	1 612	145	3 265	1 055	9 760	1 201	1 393	5 552	277	1 337	692	9 069	8 377
Oct	P	8 356	18 748	5 398	1 562	201	10 298	1 289	10 392	1 221	1 439	5 624	227	1 881	8 660	18 143	9 484
Nov	P	-283	11 294	1 664	1 422	1 852	3 843	2 513	11 577	1 260	1 395	6 395	273	2 254	1 646	11 624	9 977
Dic	P	-7 050	9 034	1 174	1 512	1 194	3 099	2 055	16 084	2 047	1 415	5 149	1 896	5 577	-3 276	9 339	12 616
02 Ene	A	1 003	8 906	...	...	...	...	...	7 903	...	1 446	...	...	...	-4 717	9 426	14 143
Feb	A	6 563	15 279	...	...	...	...	...	8 716	...	1 294	...	...	...	5 692	15 275	9 584
Mar	A	-3 900	4 291	927	903	241	1 313	907	8 191	1 248	1 400	3 576	215	1 752	-3 820	3 247	7 067
Abr	A	6 721	14 989	4 192	1 173	417	8 359	848	8 268	1 263	1 369	3 753	229	1 654	5 633	14 606	8 973
May	A	-4 534	3 979	328	687	641	1 169	1 154	8 513	1 356	1 429	3 643	265	1 820	-3 810	3 629	7 438

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



Fuente: Ministerio de Hacienda (IGAE).

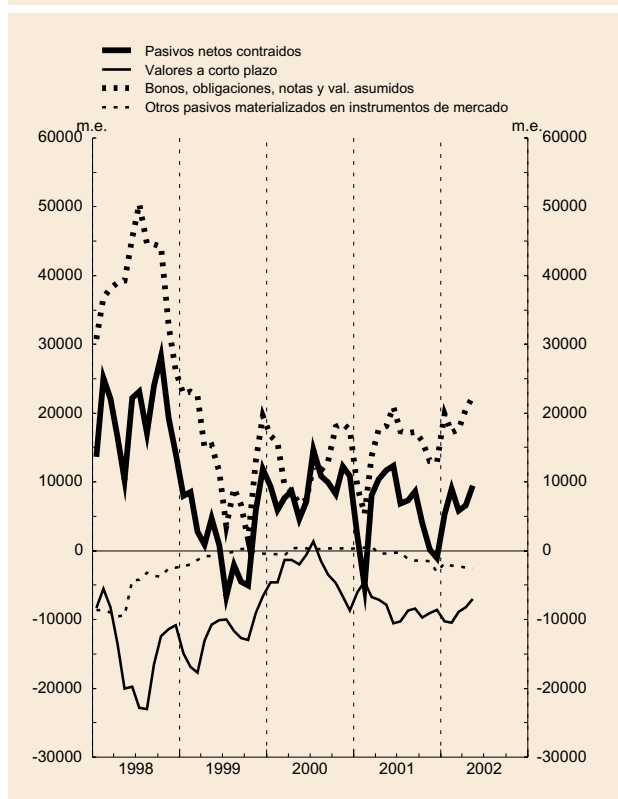
6.2. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España

■ Serie representada gráficamente.

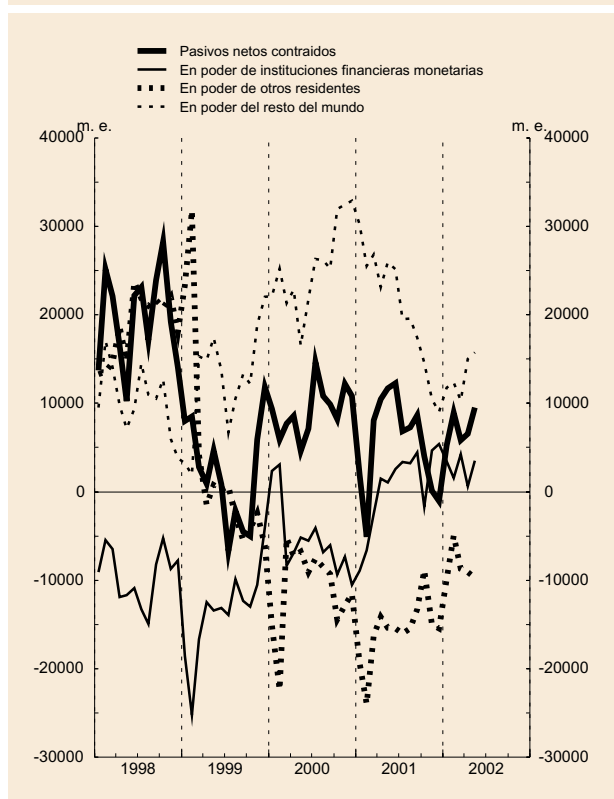
Millones de euros

		Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
		Del cual			Del cual						Por sectores de contrapartida					
					Por instrumentos		Por sectores de contrapartida		En poder de sectores residentes		Resto del mundo					
		Total	Depósitos en el Banco de España	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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
99	P	-6 482	5 378	4 574	11 860	-577	-6 629	19 581	-499	-446	-147	-10 165	-4 030	-6 135	22 026	12 008
00	P	-3 917	6 916	5 690	10 834	645	-8 683	17 506	-499	283	2 227	-22 096	-10 554	-11 542	32 930	8 607
01	P	-3 042	-4 062	-20 141	-1 020	452	-8 616	12 762	-499	-3 101	-1 566	-10 046	5 386	-15 432	9 027	547
01 E-M	P	1 942	-3 123	-20 228	-5 065	-202	-1 676	-3 656	-	-13	281	-2 468	5 830	-8 298	-2 597	-5 345
02 E-M	A	5 853	11 292	-95	5 439	-1 121	-76	5 999	-	580	-1 064	1 304	3 939	-2 635	4 135	6 504
01 Jun	P	-5 801	-712	-8	5 088	1 141	-2 507	6 167	-	-39	1 468	758	1 285	-527	4 330	3 621
Jul	P	1 643	-2 015	0	-3 658	-80	-833	-261	-	76	-2 640	-2 793	-1 348	-1 445	-865	-1 018
Ago	P	-1 484	-2 499	0	-1 015	37	-1 239	1 774	-	-1 001	-549	-3 008	-1 807	-1 201	1 993	-466
Sep	P	-366	2 798	0	3 164	-211	-981	3 406	-	-203	943	759	1 314	-555	2 406	2 222
Oct	P	8 356	6 324	-1	-2 032	-1	-1 620	1 721	-	-52	-2 082	-5 046	-6 713	1 668	3 014	50
Nov	P	-283	579	0	862	-38	-169	1 092	-	-120	58	2 951	6 472	-3 521	-2 090	803
Dic	P	-7 050	-5 414	95	1 636	-193	410	2 518	-499	-1 749	955	-1 200	354	-1 554	2 836	681
02 Ene	A	1 003	-3 239	64	-4 242	-36	-208	-3 468	-	1 256	-1 821	-3 932	-1 333	-2 599	-310	-2 420
Feb	A	6 563	2 930	-163	-3 633	-19	343	-4 926	-	-377	1 327	-2 023	-1 750	-273	-1 610	-4 960
Mar	A	-3 900	2 348	14	6 248	-1 138	-305	6 207	-	-182	528	2 807	3 210	-403	3 441	5 720
Abr	A	6 721	8 048	-10	1 327	36	147	2 672	-	-110	-1 382	1 304	786	518	23	2 709
May	A	-4 534	1 205	0	5 739	37	-52	5 515	-	-7	283	3 148	3 026	122	2 591	5 456

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



Fuente: BE.

(a) Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

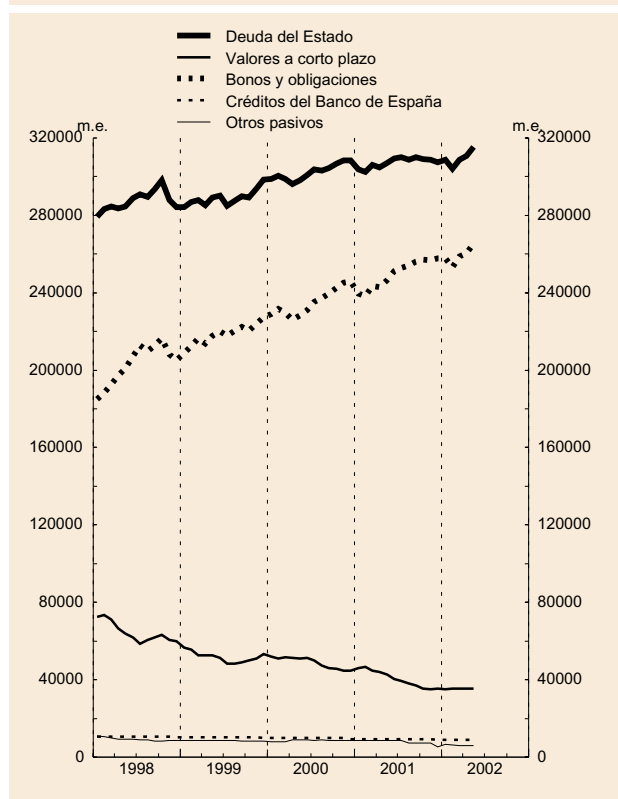
6.3. Estado. Pasivos en circulación. España

■ Serie representada gráficamente.

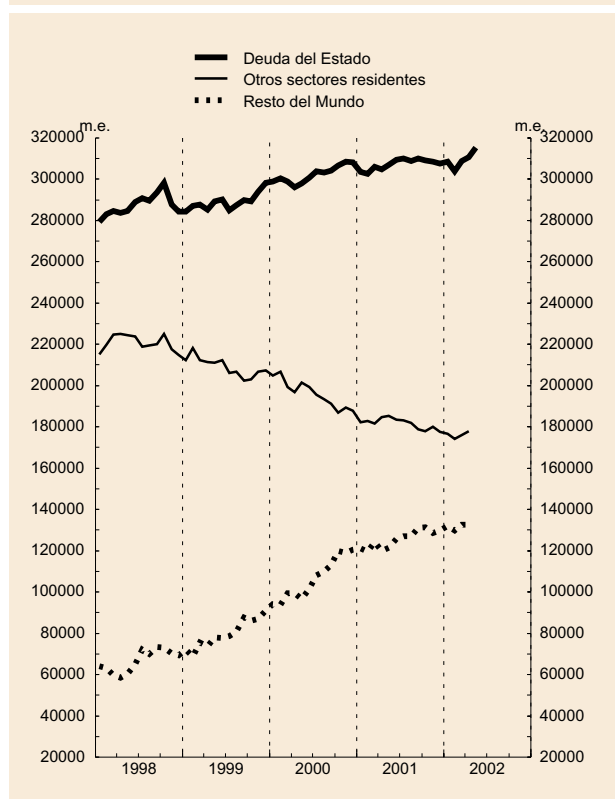
Millones de euros

	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: En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del Mundo		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
96	263 963	20 434	81 084	152 293	10 814	19 772	210 489	529	209 960	54 003	15 195	8 185
97	274 168	23 270	71 730	180 558	10 578	11 303	211 530	445	211 085	63 083	9 829	7 251
98	284 153	30 048	59 939	205 182	10 341	8 691	215 202	305	214 897	69 256	10 273	6 412
99	P 298 378	7 189	53 142	227 151	9 843	8 243	207 436	150	207 286	91 092	14 846	5 310
00	P 308 212	8 197	44 605	245 711	9 344	8 552	188 474	695	187 780	120 432	20 536	5 430
01 Mar	P 305 912	8 020	44 640	243 490	9 344	8 439	182 276	695	181 581	124 331	300	6 271
01 Abr	P 304 649	8 057	44 055	242 800	9 344	8 450	185 542	695	184 847	119 802	300	6 292
01 May	P 306 999	8 615	42 781	246 350	9 344	8 524	186 144	695	185 449	121 549	308	6 499
01 Jun	P 309 318	8 353	40 201	251 272	9 344	8 500	184 412	1 012	183 401	125 917	300	6 409
01 Jul	P 310 067	8 079	39 338	252 942	9 344	8 444	184 048	1 012	183 036	127 031	300	6 309
01 Ago	P 308 846	7 989	38 084	253 993	9 344	7 426	182 838	1 012	181 826	127 020	300	6 386
01 Sep	P 309 993	7 987	37 049	256 231	9 344	7 369	179 969	1 012	178 957	131 036	300	6 390
01 Oct	P 309 020	7 901	35 352	257 009	9 344	7 316	178 798	1 012	177 786	131 234	300	6 394
01 Nov	P 308 586	7 907	35 119	256 921	9 344	7 202	180 943	1 012	179 931	128 655	300	6 069
01 Dic	A 307 434	7 611	35 428	257 716	8 845	5 445	179 099	1 474	177 625	129 809	395	5 460
02 Ene	A 308 553	7 678	35 190	257 821	8 845	6 696	178 116	1 474	176 641	131 912	459	5 500
02 Feb	A 303 943	7 607	35 538	253 246	8 845	6 314	175 581	1 474	174 106	129 837	296	5 639
02 Mar	A 308 823	6 506	35 271	258 629	8 845	6 078	177 562	1 474	176 088	132 735	310	6 100
02 Abr	A 310 676	6 431	35 423	260 449	8 845	5 958	179 451	1 474	177 976	132 699	300	6 057
02 May	A 315 348	6 309	35 370	265 261	8 845	5 872	...	1 474	...	...	300	5 983

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



Fuente: BE.

(a) Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

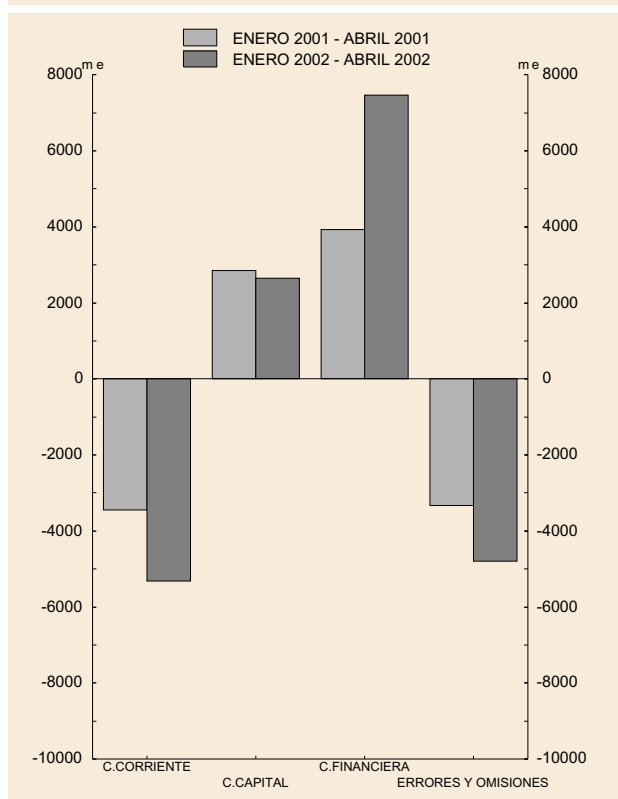
7.1. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo Resumen y detalle de la cuenta corriente

■ Serie representada gráficamente.

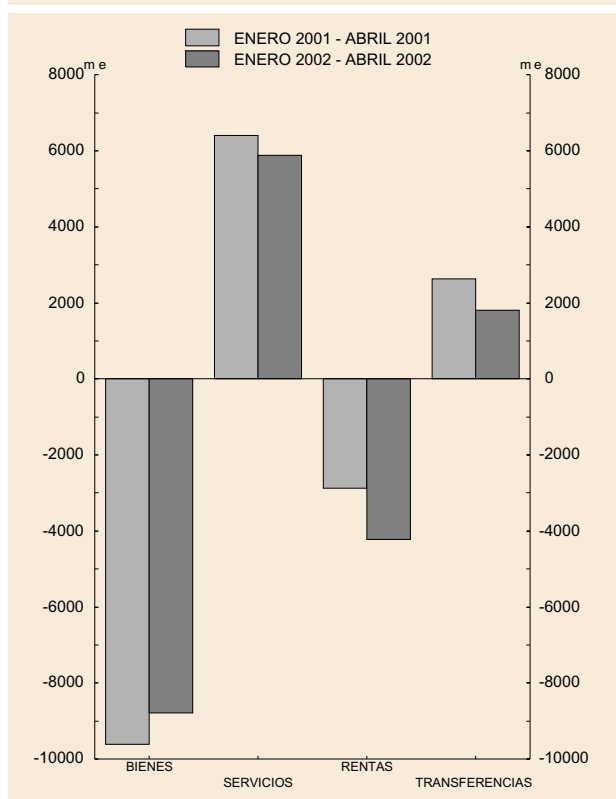
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones				
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transfe-rencias corrientes (saldo)	(a)					(b)	17=		
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos									Pagos	
						Del cual	Total	Turismo y viajes	Total												Turismo y viajes
1=2+5+10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=					
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	-20 992	-37 778	126 070	163 848	24 243	58 407	33 750	34 163	5 967	-8 985	16 321	25 307	1 528	5 181	-15 811	21 300	-5 488				
01	-16 947	-35 265	131 319	166 584	27 138	64 763	36 633	37 625	6 663	-10 655	22 117	32 773	1 836	5 556	-11 391	18 827	-7 436				
01 E-A	-3 454	-9 609	44 796	54 405	6 407	18 276	9 664	11 868	1 961	-2 877	7 960	10 837	2 624	2 847	-607	3 933	-3 326				
02 E-A	-5 316	-8 782	44 020	52 802	5 889	18 329	9 072	12 440	2 002	-4 226	6 304	10 529	1 804	2 649	-2 666	7 462	-4 796				
01 Ene	-1 283	-2 242	10 193	12 435	1 610	4 604	2 367	2 994	528	-1 068	2 083	3 152	417	403	-881	2 227	-1 346				
Feb	488	-2 101	11 314	13 416	1 261	4 098	2 109	2 837	447	-547	1 448	1 995	1 876	920	1 408	-574	-834				
Mar	-1 636	-2 454	12 326	14 780	1 782	4 839	2 564	3 057	516	-906	2 126	3 031	-58	211	-1 425	2 467	-1 043				
Abr	-1 023	-2 811	10 962	13 774	1 755	4 736	2 624	2 980	469	-356	2 303	2 659	389	1 313	291	-187	-103				
May	-672	-2 763	12 073	14 836	2 645	5 813	3 330	3 168	503	-455	1 978	2 433	-99	737	65	884	-950				
Jun	-2 858	-3 784	11 585	15 369	2 453	5 634	3 365	3 181	565	-1 330	1 573	2 903	-197	245	-2 613	2 323	290				
Jul	-1 972	-2 940	10 603	13 542	3 646	7 203	4 528	3 557	681	-2 354	1 713	4 066	-324	333	-1 639	2 522	-883				
Ago	-32	-3 247	8 482	11 729	3 425	6 435	4 052	3 010	670	-459	1 179	1 638	249	303	270	116	-387				
Sep	-1 382	-3 412	10 326	13 738	2 325	5 401	3 214	3 076	594	-190	2 332	2 522	-105	33	-1 349	1 880	-531				
Oct	-2 421	-2 972	11 998	14 970	2 506	6 037	3 496	3 531	655	-1 882	1 499	3 381	-74	51	-2 370	3 560	-1 190				
Nov	-963	-2 783	11 687	14 471	2 335	5 415	3 018	3 080	562	-412	1 431	1 843	-102	298	-665	1 984	-1 319				
Dic	-3 193	-3 755	9 769	13 525	1 396	4 550	1 966	3 154	472	-696	2 453	3 149	-137	709	-2 484	1 625	859				
02 Ene	P -1 381	-2 338	10 337	12 675	988	4 353	2 094	3 365	553	-1 241	1 958	3 198	1 211	1 555	174	1 088	-1 263				
Feb	P -332	-2 085	10 937	13 022	1 520	4 403	2 185	2 883	482	-838	1 344	2 182	1 071	102	-230	2 223	-1 994				
Mar	P -1 124	-1 861	11 203	13 064	1 803	4 770	2 358	2 967	508	-1 019	1 513	2 531	-47	84	-1 039	2 350	-1 310				
Abr	A -2 479	-2 498	11 543	14 042	1 577	4 803	2 435	3 225	459	-1 128	1 489	2 617	-431	908	-1 572	1 801	-229				

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



Fuente: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5ª edición, 1993).

(a) Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

(b) Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

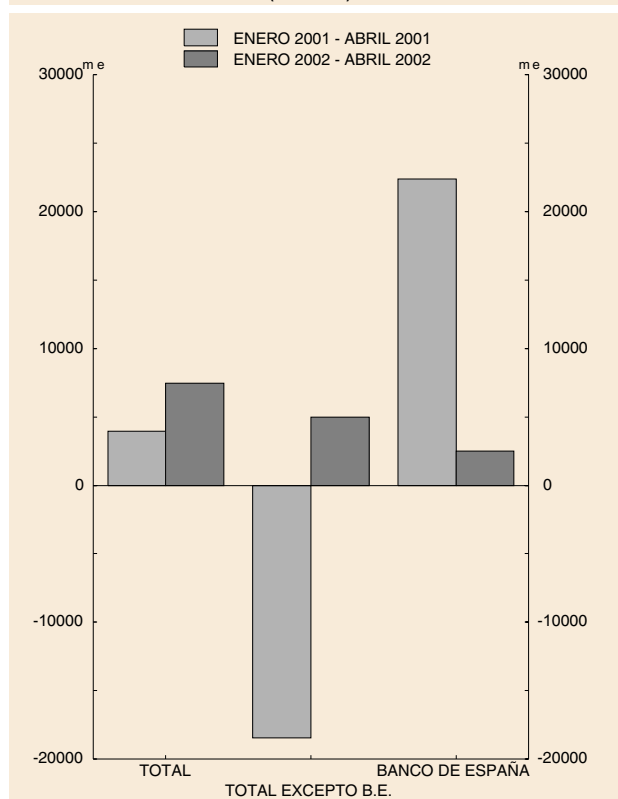
7.2. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo Detalle de la cuenta financiera (a)

■ Serie representada gráficamente.

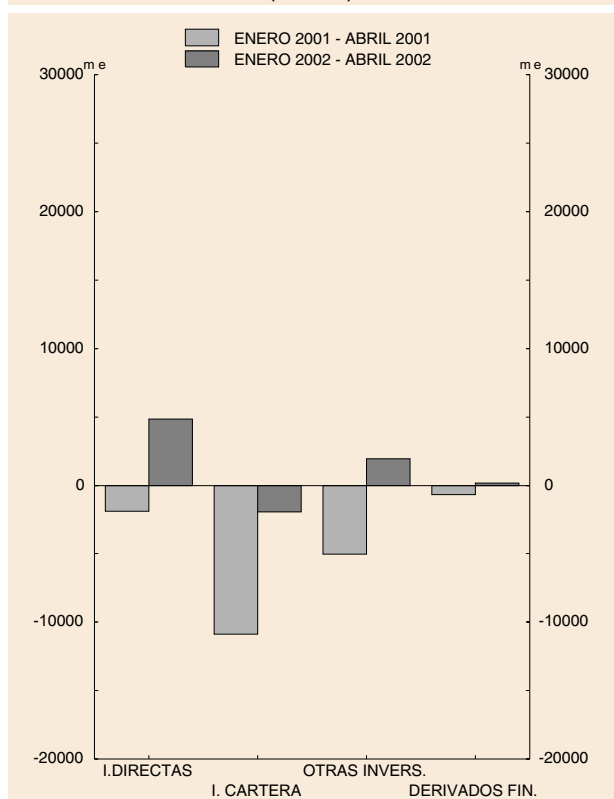
Millones de euros

Cuenta financiera (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)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	Otras inversiones incluido Banco de España (d)		
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						De España en el exterior	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
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	21 300	27 444	-18 616	59 344	40 728	-1 385	65 030	63 644	45 441	11 419	56 860	2 004	-6 144	3 302	-9 250	-196	20 665	56 659
01	18 827	1 352	-6 732	31 072	24 340	-17 758	48 596	30 838	26 431	4 235	30 666	-589	17 475	1 581	16 122	-228	-11 936	30 389
01 E-A	3 933	-18 450	-1 899	11 979	10 080	-10 875	15 217	4 342	-5 021	20 952	15 931	-654	22 382	-450	21 529	1 303	-632	17 179
02 E-A	7 462	4 962	4 826	4 898	9 724	-1 963	13 990	12 026	1 942	13 008	14 950	157	2 500	-834	2 733	601	10 286	15 561
01 Ene	2 227	-7 579	-393	2 466	2 074	-2 075	1 545	-529	-5 563	20 608	15 045	452	9 806	-798	9 791	813	10 790	15 830
Feb	-574	-5 185	-1 175	2 923	1 748	-6 787	7 243	456	2 593	-4 855	-2 262	184	4 611	-1 098	4 599	1 110	-9 473	-1 171
Mar	2 467	-1 385	-404	1 345	942	1 147	5 184	6 331	-2 908	10 142	7 234	779	3 853	619	3 534	-300	6 613	6 938
Abr	-187	-4 300	72	5 244	5 316	-3 160	1 244	-1 916	857	-4 943	-4 086	-2 070	4 113	826	3 606	-320	-8 561	-4 418
May	884	10 646	2 044	438	2 483	-1 374	5 766	4 392	9 609	-3 203	6 406	367	-9 761	954	-10 387	-329	7 214	6 107
Jun	2 323	-3 377	-1 471	5 649	4 178	-2 846	8 352	5 506	1 285	-4 314	-3 029	-345	5 700	331	5 760	-391	-10 085	-3 431
Jul	2 522	6 552	226	2 501	2 727	-2 561	3 570	1 009	8 727	-7 582	1 144	161	-4 030	-522	-3 943	435	-3 651	1 568
Ago	116	-3 366	-1 760	1 166	-594	1 127	1 040	2 167	-2 407	493	-1 914	-327	3 482	-256	3 566	172	-3 051	-1 720
Sep	1 880	941	-4 017	4 605	589	3 606	-933	2 673	1 751	4 601	6 351	-398	939	-94	991	42	3 607	6 390
Oct	3 560	7 843	1 417	-154	1 263	118	5 007	5 125	5 595	-4 466	5 129	713	-4 284	583	-4 331	-536	3 864	4 592
Nov	1 984	-914	169	1 404	1 573	-4 251	6 191	1 939	3 638	-1 110	2 528	-469	2 897	-1 196	2 920	1 173	-4 021	3 711
Dic	1 625	1 476	-1 442	3 484	2 042	-702	4 388	3 685	3 256	-5 136	-1 881	364	149	2 231	17	-2 099	-5 181	-4 007
02 Ene	P 1 088	2 950	3 837	864	4 701	-6 551	6 021	-530	5 225	480	5 706	438	-1 861	-1 748	-1 783	1 669	2 270	7 381
Feb	P 2 223	-3 870	802	561	1 363	-4 122	3 332	-790	-528	-4 506	-5 033	-22	6 093	544	6 152	-603	-10 642	-5 620
Mar	P 2 350	3 841	-325	1 205	880	6 447	2 666	9 113	-2 300	6 641	4 341	19	-1 492	-246	-1 386	140	8 032	4 486
Abr	A 1 801	2 041	512	2 268	2 781	2 262	1 970	4 232	-455	10 392	9 937	-278	-240	616	-250	-606	10 626	9 314

**CUENTA FINANCIERA
(VNP-VNA)**



**CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE
(VNP-VNA)**



Fuente: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5ª edición, 1993).

(a) Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. (b) No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. (c) Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. (d) Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. (e) Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

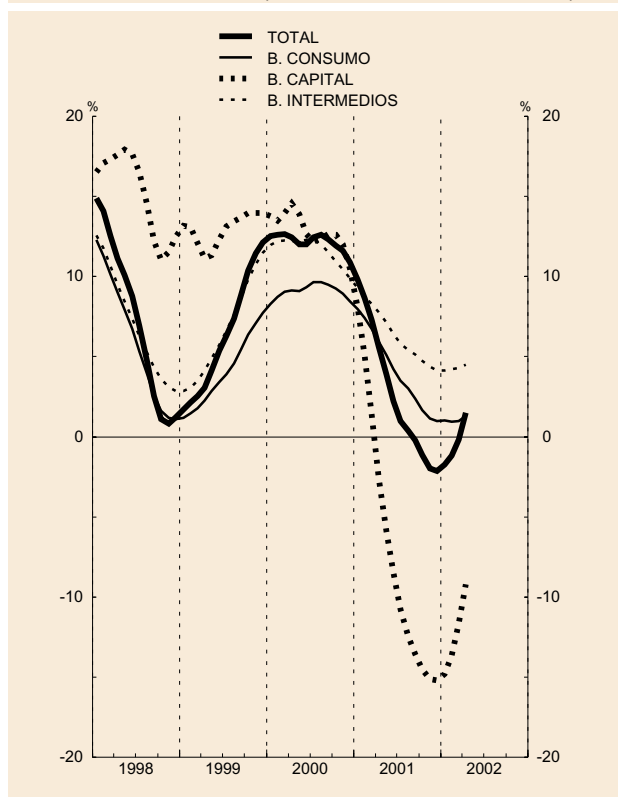
7.3. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo Exportaciones y expediciones

■ Serie representada gráficamente.

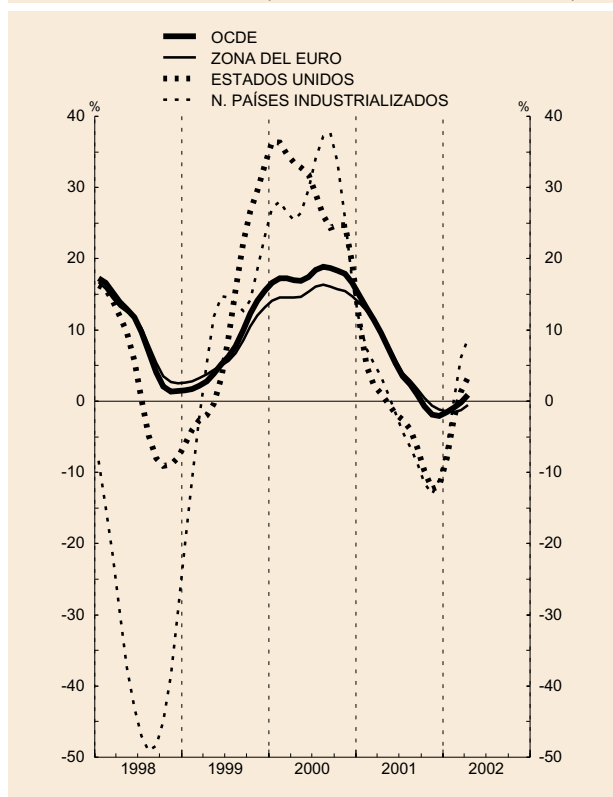
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas)(a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE				OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del cual Zona euro	Estados Unidos de América					Resto OCDE
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
01	128 672	5,2	2,0	3,3	-9,3	5,0	-18,4	6,2	4,6	5,2	5,3	-4,3	5,2	10,7	-1,9	-2,0	14,2
01 Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	10 432	2,8	-2,9	-1,3	-15,9	0,7	-26,6	1,8	-0,5	-4,1	-3,5	13,2	-0,4	16,6	15,5	-6,0	20,7
Ago	8 297	7,7	1,6	13,0	-25,7	4,6	-15,8	5,5	7,8	6,1	6,7	-4,1	9,4	8,1	-11,5	-6,9	18,8
Sep	10 203	0,5	1,6	0,5	-8,2	5,8	-16,6	6,6	1,6	6,4	5,1	-7,1	0,5	-1,7	-11,3	-7,5	-2,9
Oct	11 828	-1,1	-0,6	-0,0	-19,1	7,3	-11,1	7,9	-1,8	-7,7	-2,5	-5,3	0,6	23,4	-23,0	-1,9	9,2
Nov	11 496	-5,8	-4,4	-4,1	-25,7	4,4	-34,1	5,8	-4,8	-0,3	-1,0	-22,3	-4,6	-6,8	-18,0	-31,1	-5,5
Dic	9 655	-9,1	-8,7	-6,6	-13,2	-8,6	-34,9	-7,6	-9,6	-10,1	-8,6	-21,0	-8,4	-2,2	-22,8	-2,8	-1,6
02 Ene	10 139	2,5	1,8	11,9	-30,6	8,9	-21,2	7,9	3,3	0,9	3,9	-16,5	5,7	7,1	-13,5	-13,5	2,5
Feb	10 802	-1,4	-3,8	-4,9	-19,8	3,1	-31,9	3,7	-1,2	-1,5	-4,3	12,4	-2,0	8,2	-23,3	-8,0	3,6
Mar	11 061	-7,8	-10,8	-12,0	-24,7	-4,6	-12,2	-4,8	-8,4	-11,7	-10,0	-0,5	-7,7	1,1	-29,0	38,3	-2,3
Abr	11 410	7,3	7,0	9,4	-0,2	6,7	-20,5	7,6	7,7	7,7	3,1	9,7	7,5	12,2	-19,8	-4,9	15,8

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuentes: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 4 y 5.

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

7.4. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

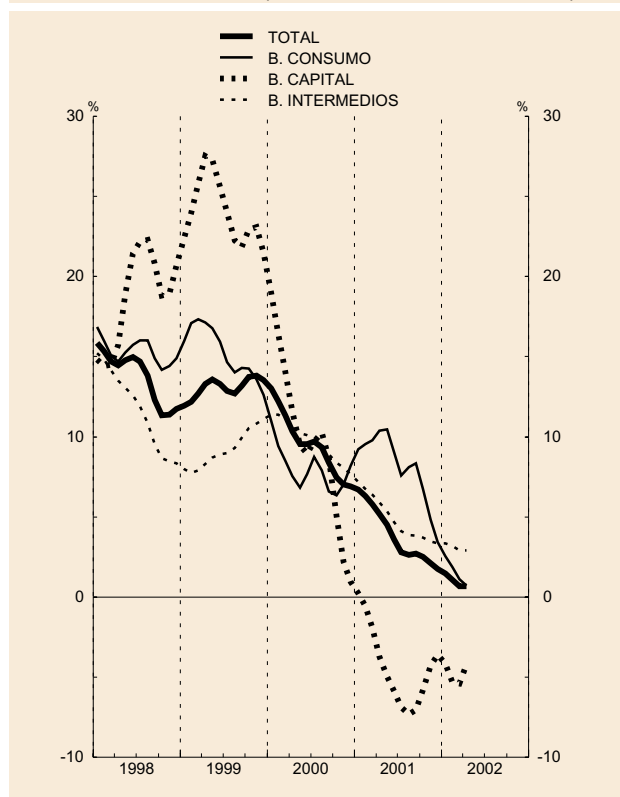
Importaciones e introducciones

■ Serie representada gráficamente.

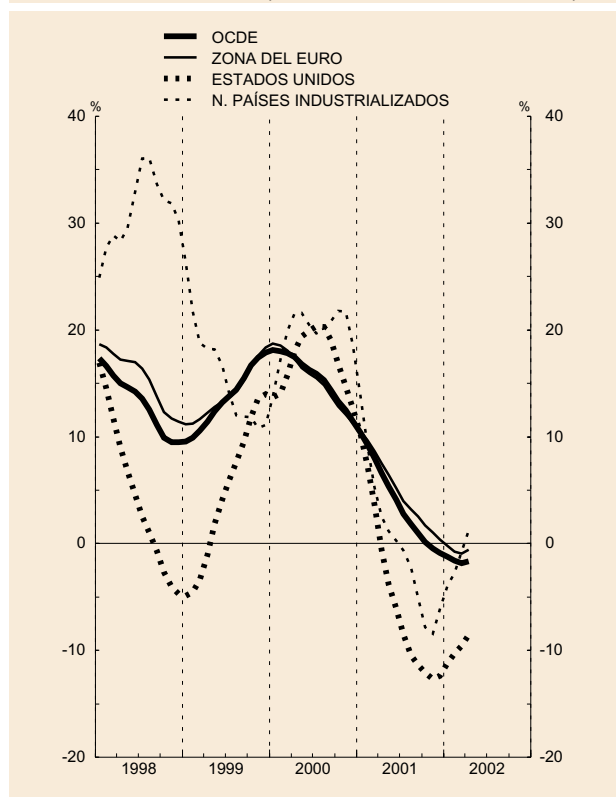
Millones de euros y tasas de variación interanual

	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
01	171 691	3,9	4,0	9,1	-4,3	4,3	6,1	4,8	3,8	1,5	5,5	-7,1	5,9	-6,2	6,6	-0,9	12,5
01 Mar	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
01 Abr	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
01 May	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
01 Jun	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
01 Jul	13 897	0,1	-4,6	-9,7	-13,4	0,7	-3,0	1,1	-3,4	-2,9	-2,1	-15,2	-2,6	-1,2	22,4	-0,1	17,9
01 Ago	11 994	4,2	4,5	17,8	-3,9	1,4	10,3	-0,0	3,2	0,7	5,1	-29,6	7,7	3,5	12,0	11,6	6,8
01 Sep	14 235	0,4	2,2	14,2	-16,5	3,8	14,5	2,7	-0,2	4,4	3,2	-11,9	-0,6	-9,1	13,3	-12,5	10,3
01 Oct	15 504	-2,4	5,5	9,5	-6,4	7,7	16,5	6,7	-1,7	2,0	-0,4	-4,4	-2,6	-19,3	14,6	-8,7	3,4
01 Nov	14 928	-5,0	4,1	2,1	4,8	4,7	5,7	4,5	-0,2	7,0	4,0	-24,9	0,1	-35,3	-5,5	-24,7	-7,6
01 Dic	14 001	-6,0	-2,3	2,0	-1,1	-4,6	4,9	-5,7	-3,0	2,1	-0,3	-32,3	-1,6	-29,4	-29,1	-3,9	-1,8
02 Ene	13 088	1,8	6,8	0,6	7,0	13,8	21,5	7,5	2,1	0,1	-0,4	6,4	2,2	-16,7	31,3	12,3	5,7
02 Feb	13 436	-2,8	-1,6	5,1	-16,1	-0,1	15,7	-2,1	-5,0	-3,5	-3,2	-7,3	-5,3	-4,3	20,0	-18,0	10,4
02 Mar	13 472	-11,4	-6,9	-5,4	-14,0	-5,3	-9,9	-4,8	-11,3	-14,1	-10,0	-23,8	-9,2	-32,5	-1,6	-8,8	-0,8
02 Abr	14 536	2,8	1,8	2,0	-0,6	2,3	12,1	1,3	-1,5	6,0	-1,5	1,2	-4,0	0,7	8,3	21,9	27,5

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuentes: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 2 y 3.

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

7.5. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

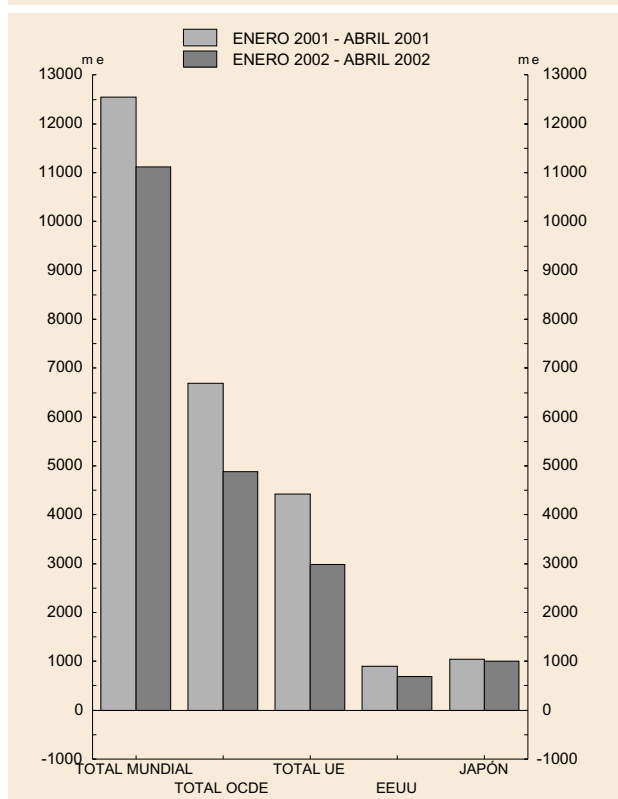
Distribución geográfica del saldo comercial

■ Serie representada gráficamente.

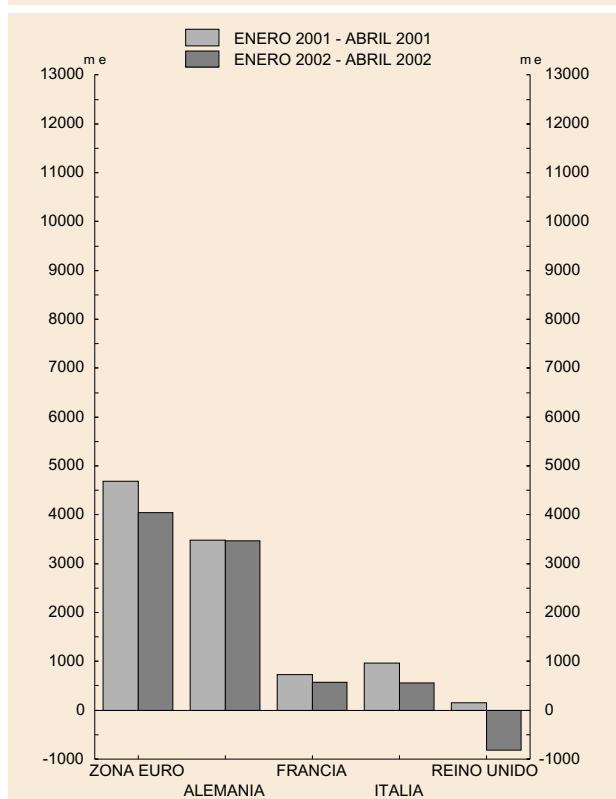
Millones de euros

	O C D E															
	Total mundial	Unión Europea											OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros
		Total	Total	Zona del euro			Reino Unido	Resto UE	Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE					
				Total	Del cual											
					Alemania	Francia						Italia				
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
01	-43 019	-24 815	-17 912	-18 401	-11 450	-3 764	-4 073	-517	1 005	-2 241	-3 124	-1 538	-9 343	447	-2 164	-7 143
01 E-A	-12 541	-6 690	-4 420	-4 680	-3 487	-734	-969	-155	415	-901	-1 041	-328	-3 082	303	-729	-2 343
02 E-A	-11 120	-4 883	-2 981	-4 049	-3 470	-570	-556	823	246	-687	-1 001	-214	-2 400	-266	-726	-2 845
01 Abr	-3 507	-2 194	-1 635	-1 516	-1 022	-235	-255	-191	72	-182	-239	-137	-598	16	-170	-562
May	-3 458	-1 908	-1 176	-1 335	-952	-137	-366	31	128	-230	-295	-207	-764	39	-215	-610
Jun	-4 373	-2 626	-1 672	-1 728	-1 074	-177	-444	3	52	-306	-283	-365	-962	105	-176	-713
Jul	-3 465	-1 927	-1 555	-1 756	-997	-278	-361	73	128	-8	-245	-119	-746	59	-188	-663
Ago	-3 697	-1 875	-1 373	-1 428	-869	-233	-302	-48	102	-62	-233	-207	-888	-26	-199	-709
Sep	-4 032	-2 229	-1 770	-1 761	-1 085	-348	-356	-75	66	-201	-247	-10	-834	-120	-149	-701
Oct	-3 676	-2 144	-1 536	-1 611	-917	-485	-380	-14	89	-214	-282	-112	-772	-62	-162	-536
Nov	-3 431	-2 216	-1 617	-1 660	-1 087	-475	-404	-18	61	-162	-293	-145	-639	40	-162	-454
Dic	-4 346	-3 199	-2 793	-2 443	-982	-897	-490	-314	-35	-156	-204	-47	-657	107	-183	-414
02 Ene	-2 949	-1 179	-416	-762	-744	-111	-76	275	71	-279	-261	-223	-684	-92	-248	-746
Feb	-2 634	-1 092	-821	-1 095	-854	-226	-154	216	59	-116	-205	50	-637	-37	-159	-708
Mar	-2 411	-1 250	-786	-994	-870	-20	-187	167	41	-149	-261	-54	-507	-29	-77	-548
Abr	-3 126	-1 362	-958	-1 198	-1 002	-212	-138	165	75	-143	-274	13	-571	-108	-242	-843

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



Fuente: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 3 y 5.

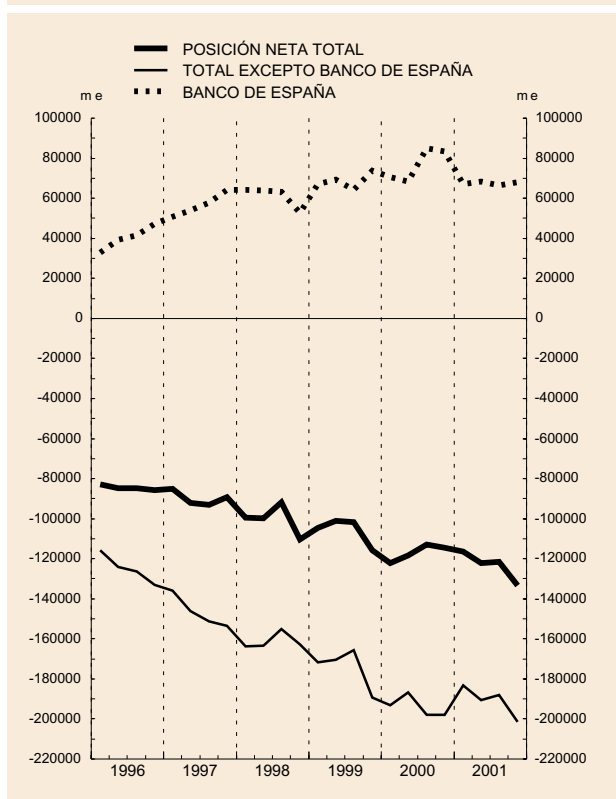
7.6. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo Resumen

■ Serie representada gráficamente.

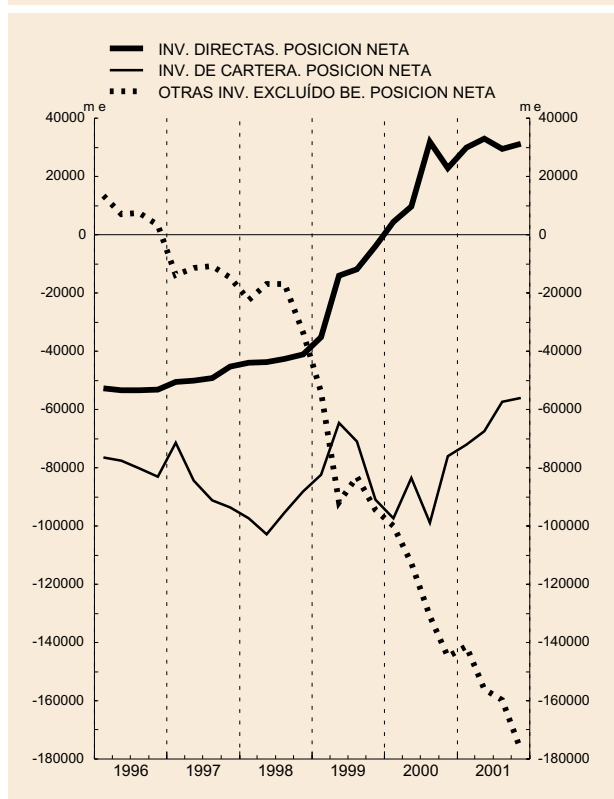
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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 Euro-sistema	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=13+15	13	14	15		
93	P	-78 440	-115 368	-48 087	20 533	68 621	-76 065	12 655	88 720	8 784	113 229	104 446	36 929	36 843	-	85
94	P	-78 748	-113 521	-52 458	23 795	76 253	-52 865	13 688	66 553	-8 198	104 365	112 562	34 773	34 708	-	65
95	P	-82 376	-109 742	-53 235	26 446	79 681	-73 023	13 310	86 334	16 516	130 213	113 697	27 366	27 263	-	102
96	P	-85 631	-133 034	-53 124	31 987	85 110	-83 178	16 650	99 828	3 268	133 622	130 354	47 403	47 658	-	-256
97	P	-89 319	-153 631	-45 316	45 878	91 194	-93 525	31 775	125 300	-14 789	143 364	158 153	64 311	64 174	-	137
98 /	P	-110 273	-162 815	-41 090	60 141	101 231	-88 071	69 625	157 697	-33 653	160 349	194 002	52 542	52 095	-	447
99 /	P	-104 653	-171 700	-35 182	66 956	102 138	-82 451	87 597	170 048	-54 066	165 210	219 276	67 046	45 874	20 779	394
II	P	-101 045	-170 444	-14 049	91 440	105 489	-64 534	108 821	173 355	-91 860	146 412	238 272	69 399	38 153	30 838	408
III	P	-112 818	-165 750	-11 771	97 314	109 085	-70 928	111 931	182 859	-83 051	148 622	231 673	64 137	35 903	28 090	143
IV	P	-115 627	-189 370	-3 989	112 142	116 131	-90 922	117 329	208 251	-94 459	149 628	244 087	73 743	37 288	36 028	427
00 /	P	-122 309	-192 990	4 332	122 581	118 249	-97 358	131 165	228 523	-99 964	158 217	258 181	70 682	39 763	31 776	-858
II	P	-118 206	-186 595	9 619	139 682	130 063	-83 518	143 328	226 846	-112 695	156 657	269 352	68 389	39 354	29 092	-57
III	P	-112 818	-197 920	31 902	168 429	136 528	-98 844	157 588	256 432	-130 978	164 329	295 306	85 101	42 750	42 610	-259
IV	P	-114 421	-197 937	22 961	178 262	155 301	-75 974	184 416	260 391	-144 923	161 574	306 497	83 516	38 234	45 278	4
01 /	P	-116 350	-183 353	29 966	190 353	160 387	-72 012	197 056	269 068	-141 307	190 259	331 566	67 002	41 380	27 355	-1 732
II	P	-122 076	-190 478	32 921	205 139	172 218	-67 398	212 725	280 123	-156 002	179 994	335 996	68 402	40 776	28 376	-751
III	P	-121 435	-187 873	29 444	203 719	174 275	-57 440	212 924	270 364	-159 878	172 684	332 562	66 438	39 971	27 762	-1 296
IV	P	-133 412	-201 556	31 259	211 000	179 741	-55 988	229 301	285 288	-176 827	165 660	342 487	68 144	38 865	29 156	123

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



Fuente: BE.

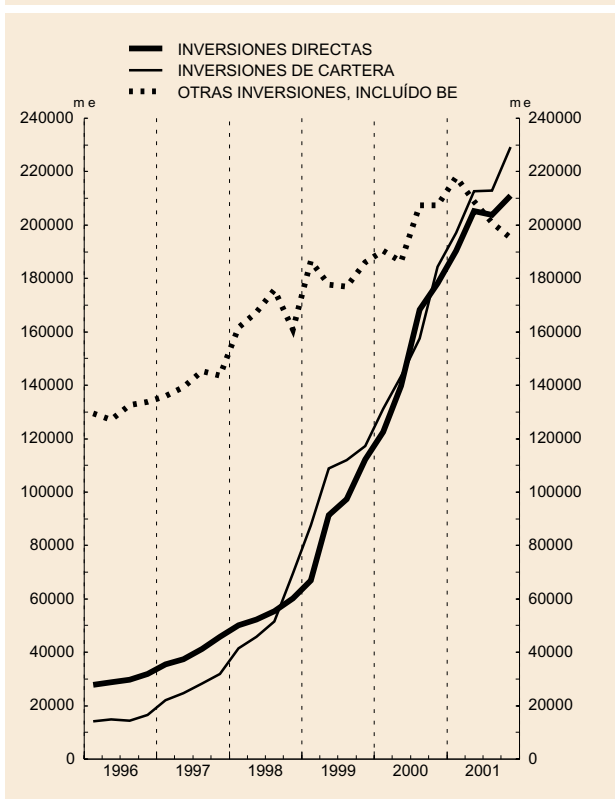
Nota: Se ha procedido a una reordenación de la información del presente cuadro, para adaptarla a la nueva presentación de los datos de la Balanza de Pagos. Las razones de estos cambios, meramente formales, pueden consultarse en las Notas de 17 de abril de 2001 'Modificaciones en los cuadros de presentación 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

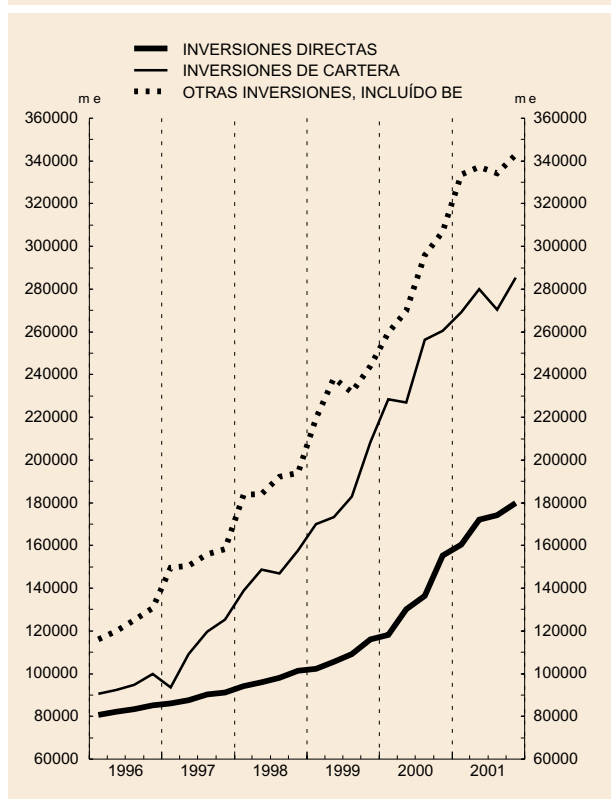
Saldos a fin de periodo en millones de euros

		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	1 753	56 483	12 138	1 954	10 700	19 501	69 218	113 359	104 489
94	P	22 247	1 548	63 913	12 340	2 735	10 953	19 115	47 438	104 492	112 625
95	P	24 520	1 926	66 930	12 751	2 748	10 562	23 682	62 651	130 393	113 775
96	P	29 633	2 354	71 683	13 427	3 501	13 149	30 895	68 933	133 804	130 791
97	P	42 705	3 173	78 261	12 934	8 421	23 354	42 827	82 474	143 547	158 199
98 IV	P	54 370	5 771	83 996	17 236	17 122	52 503	64 947	92 750	160 848	194 054
99 I	P	61 639	5 317	85 389	16 749	20 442	67 155	67 472	102 576	186 429	219 323
II	P	86 013	5 426	88 045	17 444	24 833	83 987	69 786	103 570	177 698	238 313
III	P	90 362	6 952	90 335	18 750	28 317	83 614	67 560	115 299	177 030	231 847
IV	P	104 807	7 335	97 420	18 711	32 910	84 419	86 422	121 829	186 118	244 121
00 I	P	114 724	7 857	98 332	19 917	45 428	85 737	95 768	132 755	190 459	259 504
II	P	131 456	8 226	108 770	21 294	51 679	91 649	90 479	136 367	186 210	269 870
III	P	154 514	13 916	111 965	24 563	58 411	99 177	104 888	151 544	207 379	296 005
IV	P	164 129	14 133	129 928	25 373	76 253	108 163	97 709	162 682	207 310	306 951
01 I	P	172 401	17 952	132 468	27 919	78 691	118 365	99 517	169 550	218 039	333 723
II	P	185 429	19 710	139 149	33 069	77 877	134 848	103 951	176 172	208 804	337 181
III	P	181 884	21 835	141 469	32 806	75 134	137 790	88 211	182 152	200 888	334 300
IV	P	189 007	21 992	145 048	34 693	77 134	152 167	100 063	185 225	195 237	342 785

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



Fuente: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6

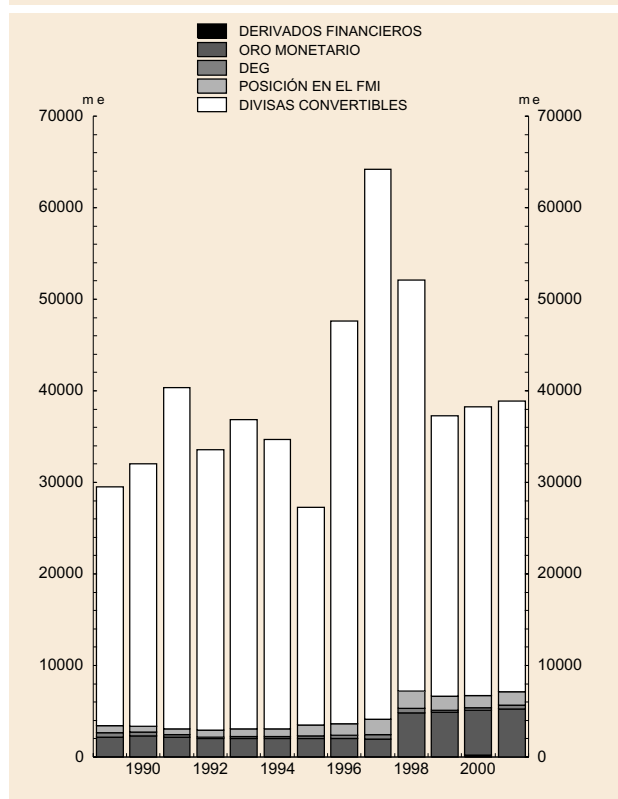
7.8. Activos de reserva de España

■ Serie representada gráficamente.

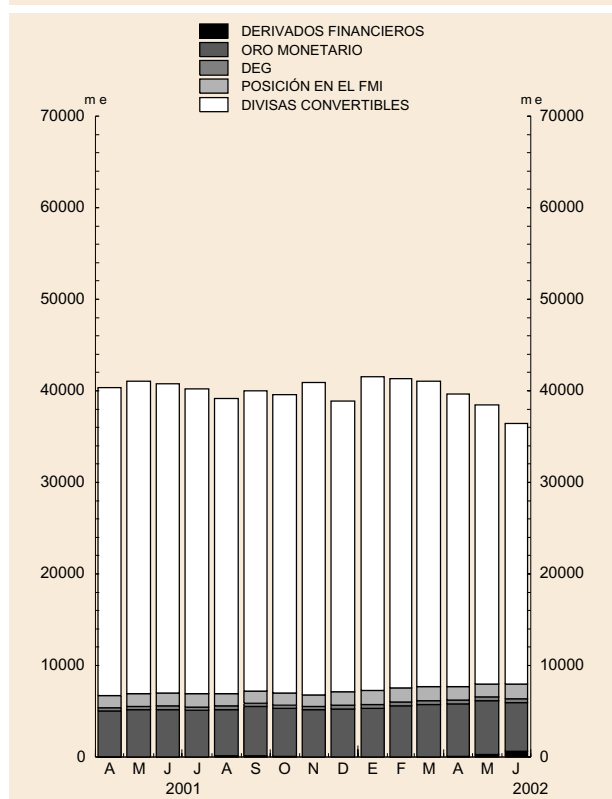
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: Oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
98	52 095	44 914	1 876	492	4 814	...	19,5
99	37 288	30 639	1 517	259	4 873	...	16,8
00	38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8
01							
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	1 366	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
Oct	39 608	32 639	1 273	386	5 209	100	16,8
Nov	40 895	34 083	1 253	397	5 177	-15	16,8
Dic	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02							
Ene	41 532	34 272	1 517	401	5 513	-172	16,8
Feb	41 301	33 758	1 514	401	5 785	-157	16,8
Mar	41 015	33 354	1 508	406	5 845	-98	16,8
Abr	39 627	31 913	1 491	400	5 749	74	16,8
May	38 454	30 469	1 423	390	5 875	297	16,8
Jun	36 400	28 418	1 620	385	5 382	594	16,8

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



Fuente: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Operational Guidelines', octubre 1999 (<http://dsbb.imf.org/guide.htm>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

8.1.a Balance del Eurosistema. Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	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)	Total	Frente a residentes UEM			
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		
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	
<i>Feb</i>	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	
<i>Mar</i>	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	
<i>Abr</i>	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	
<i>May</i>	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	
<i>Jun</i>	221 839	162 810	59 186	-	32	234	423	90 024	350 643	-26 346	384 827	150 553	3 536	124 496	3 784	
<i>Jul</i>	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	
<i>Ago</i>	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	
<i>Sep</i>	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	
<i>Oct</i>	196 978	135 917	60 003	-	29	1 148	119	64 306	322 028	-25 374	386 460	154 112	3 102	125 785	3 784	
<i>Nov</i>	191 240	124 123	60 001	7 227	-2	247	356	59 298	306 718	-23 598	384 531	160 709	2 891	126 074	2 977	
<i>Dic</i>	193 441	128 151	60 001	5 300	7	435	452	56 970	294 048	-30 379	383 638	176 939	3 512	130 020	2 939	
02 Ene	179 917	117 364	60 000	2 955	21	210	632	44 718	355 484	-27 578	385 795	102 606	2 438	129 823	2 939	
<i>Feb</i>	183 992	123 800	60 000	-	10	245	63	46 973	296 948	-18 284	386 358	154 667	2 676	131 403	2 939	
<i>Mar</i>	176 708	116 660	60 001	-	-8	160	105	38 690	283 118	-11 855	386 302	153 728	3 306	131 773	2 939	
<i>Abr</i>	169 916	109 681	60 000	-	6	428	199	32 558	286 051	-12 755	398 780	158 042	3 407	131 012	2 939	
<i>May</i>	172 171	112 331	59 999	-	7	121	287	33 501	295 732	-19 717	396 937	154 424	3 510	132 221	2 939	
<i>Jun</i>	175 940	115 800	60 000	-	2	324	186	37 197	303 333	-22 305	396 259	152 428	3 390	132 415	2 939	

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

	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 financ. (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	
01 Ene	13 999	12 119	1 905	-	11	-	36	44 794	54 881	16 726	41 316	14 504	-40 924	-40 950	26	10 128	-
<i>Feb</i>	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	-
<i>Mar</i>	12 807	10 558	2 240	-	9	-	0	26 402	53 199	1 569	41 113	12 746	-23 596	-23 642	46	10 002	-
<i>Abr</i>	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	-
<i>May</i>	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	-
<i>Jun</i>	15 874	13 571	2 300	-	3	-	0	31 885	52 889	4 888	41 724	15 831	-25 800	-25 888	88	9 789	-
<i>Jul</i>	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	-
<i>Ago</i>	15 270	13 410	1 856	-	3	0	-	30 029	52 819	3 370	43 450	17 290	-25 218	-25 268	50	10 459	-
<i>Sep</i>	14 277	11 499	2 458	329	-2	-	7	30 276	51 567	4 983	43 509	17 235	-26 760	-26 825	66	10 761	-
<i>Oct</i>	13 202	9 587	3 378	-	26	212	-	31 156	50 469	6 663	41 695	15 719	-28 482	-28 529	47	10 529	-
<i>Nov</i>	11 235	6 763	4 035	434	3	-	1	28 098	48 457	6 924	41 702	14 420	-27 599	-27 644	45	10 736	-
<i>Dic</i>	11 364	8 167	2 873	319	-2	7	0	23 266	47 811	2 655	41 678	14 478	-23 233	-23 281	48	11 331	-
02 Ene	12 878	10 712	2 076	95	-0	1	7	28 820	58 296	3 005	42 369	9 888	-26 530	-26 614	84	10 587	-
<i>Feb</i>	14 249	11 997	2 251	-	1	0	0	24 097	50 266	3 674	42 399	12 557	-20 819	-20 925	107	10 970	-
<i>Mar</i>	12 257	9 628	2 632	-	-2	-	0	22 797	48 199	4 312	42 489	12 774	-21 272	-21 319	47	10 733	-
<i>Abr</i>	12 763	9 882	2 882	-	-0	-	1	24 352	48 156	5 648	43 258	13 806	-22 862	-22 921	59	11 272	-
<i>May</i>	13 342	10 599	2 742	-	1	-	-	26 119	48 651	6 692	43 218	13 994	-23 670	-23 770	101	10 892	-
<i>Jun</i>	14 846	11 790	3 052	-	5	-	0	27 260	49 934	6 065	43 276	14 537	-23 510	-23 606	96	11 096	-

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

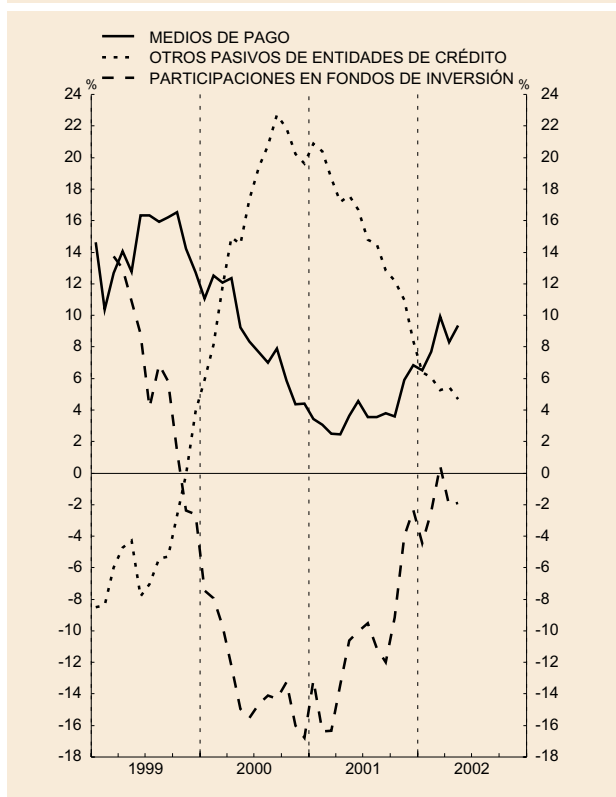
8.2. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

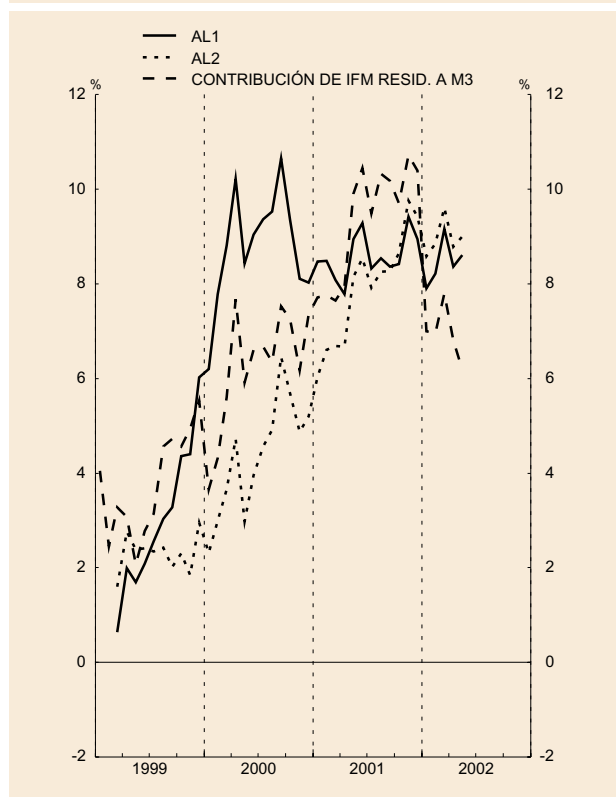
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión					Pro memoria		
	Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12			T 1/12		
			Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de entidades de crédito	Depósitos en sucursales en exterior			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)	Contribución de IFM resid. a M3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
99	261 185	12,7	8,3	14,1	13,8	185 057	3,9	11,9	-4,7	-25,0	189 252	-2,6	-17,9	-26,0	16,9	6,0	3,0	5,5
00	272 700	4,4	-0,4	9,1	2,4	221 362	19,6	25,4	10,9	-8,6	157 506	-16,8	-21,8	-33,0	-9,8	8,0	5,2	7,4
01	291 310	6,8	-21,3	16,0	11,8	239 898	8,4	13,0	-0,4	-20,5	153 807	-2,3	31,2	19,7	-18,0	8,9	9,4	10,4
01 Feb	264 691	3,1	-0,6	6,3	1,7	229 605	20,4	25,9	3,1	10,3	153 729	-16,4	-14,8	-22,9	-15,1	8,5	6,6	7,8
Mar	267 137	2,5	-1,6	5,5	1,5	232 990	18,7	25,3	2,9	-2,6	151 955	-16,4	-9,0	-16,9	-18,5	8,1	6,7	7,6
Abr	268 056	2,4	-2,8	5,6	2,0	234 563	17,2	24,4	0,4	-7,3	154 271	-13,4	-5,8	-12,7	-16,0	7,8	6,7	8,0
May	267 529	3,6	-3,4	7,1	3,8	236 761	17,6	24,1	2,5	-5,2	153 729	-10,6	-1,7	-6,5	-14,5	8,9	8,2	9,9
Jun	280 686	4,6	-4,4	8,5	5,1	237 616	16,7	22,8	2,8	-6,4	152 119	-10,1	2,0	-5,4	-15,0	9,3	8,5	10,5
Jul	278 702	3,6	-5,6	6,7	5,1	236 861	14,8	21,6	-0,7	-12,2	151 268	-9,5	6,7	-0,1	-16,7	8,3	7,9	9,5
Ago	273 853	3,6	-6,4	7,2	5,1	241 033	14,5	21,6	0,1	-15,9	149 966	-11,1	10,3	2,6	-20,7	8,5	8,3	10,3
Sep	281 194	3,8	-8,5	7,1	6,6	241 891	12,8	20,3	-0,3	-21,1	146 070	-12,0	17,1	6,3	-24,9	8,4	8,3	10,2
Oct	273 714	3,6	-10,1	7,7	6,5	241 435	12,2	17,9	1,9	-15,4	149 393	-9,2	22,8	13,3	-23,6	8,4	8,6	9,7
Nov	279 399	5,9	-12,7	10,3	10,8	242 573	11,0	17,2	1,7	-23,2	152 772	-4,0	28,1	17,1	-18,7	9,4	9,8	10,7
Dic	291 310	6,8	-21,3	16,0	11,8	239 898	8,4	13,0	-0,4	-20,5	153 807	-2,3	31,2	19,7	-18,0	8,9	9,4	10,4
02 Ene	280 964	6,5	-21,0	13,9	12,6	243 520	6,4	12,0	-0,7	-26,2	151 341	-4,4	30,3	23,8	-21,6	7,9	8,6	7,0
Feb	284 997	7,7	-19,0	15,1	13,2	243 506	6,1	10,2	4,3	-26,2	149 961	-2,5	28,1	22,7	-18,7	8,2	8,8	7,0
Mar	293 663	9,9	-16,0	17,5	14,8	245 278	5,3	8,2	5,0	-21,0	152 652	0,5	30,2	19,6	-14,9	9,2	9,6	7,8
Abr	P 290 296	8,3	-13,8	13,6	13,5	247 353	5,5	7,7	3,8	-12,7	151 083	-2,1	29,1	17,9	-18,2	8,4	8,8	6,8
May	P 292 529	9,3	-9,9	14,6	13,1	247 851	4,7	7,7	1,1	-17,8	150 813	-1,9	29,9	17,3	-18,5	8,6	9,0	6,2

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 10 que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior. Los datos intrimestrales son parcialmente estimados por no disponerse de información completa.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

(d) AL1 incluye los medios de pago, los otros pasivos de entidades de crédito y las participaciones en los FIAMM.

(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

8.3. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de las sociedades no financieras, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

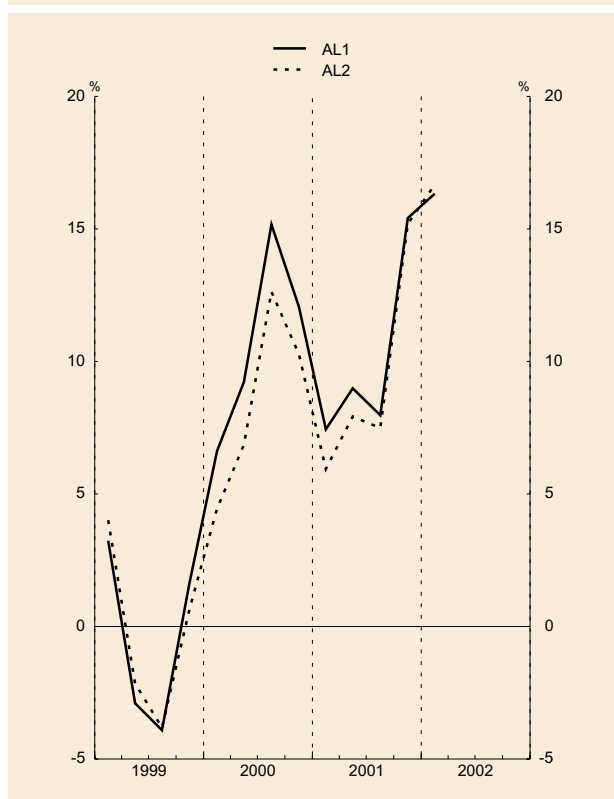
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria		
	Saldos	1 T 4	T 1/4		Saldos	1 T 4	T 1/4		Saldos	1 T 4	T 1/4			T 1/4	
			Efectivo y depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	49 565	8,7	8,8	5,2	32 244	-6,6	30,8	-15,9	17 778	7,3	-7,6	-19,2	27,6	1,6	0,6
00	55 062	11,1	11,0	13,1	37 668	16,8	45,5	5,7	14 701	-17,3	-17,0	-34,6	-11,9	12,1	10,3
01	65 698	19,3	19,6	10,7	40 567	7,7	16,7	2,9	13 426	-8,7	40,8	-27,8	15,4	15,2	
99 I	45 063	16,8	17,4	4,2	33 721	-8,3	19,9	-14,1	17 599	22,6	-18,6	20,8	55,3	3,2	4,0
II	50 433	22,5	23,8	-3,5	31 609	-26,2	13,3	-33,4	17 954	18,4	-14,9	15,2	40,2	-2,9	-2,2
III	48 917	16,6	18,0	-12,2	30 034	-24,6	30,4	-34,4	17 773	16,0	-12,3	-2,0	42,7	-3,9	-3,8
IV	49 565	8,7	8,8	5,2	32 244	-6,6	30,8	-15,9	17 778	7,3	-7,6	-19,2	27,6	1,6	0,6
00 I	50 447	11,9	12,2	6,3	34 086	1,1	37,8	-9,5	17 959	2,0	-7,9	-35,2	24,1	6,6	4,4
II	55 502	10,1	10,2	6,3	34 626	9,5	55,0	-4,7	16 980	-5,4	-4,6	-39,4	9,3	9,2	6,9
III	54 901	12,2	12,4	7,6	37 046	23,3	58,7	10,9	15 537	-12,6	-12,7	-40,7	-1,8	15,2	12,6
IV	55 062	11,1	11,0	13,1	37 668	16,8	45,5	5,7	14 701	-17,3	-17,0	-34,6	-11,9	12,1	10,3
01 I	52 061	3,2	2,9	10,6	38 972	14,3	38,7	3,7	12 227	-31,9	1,5	-38,9	-40,1	7,4	6,0
II	59 348	6,9	6,9	8,3	39 076	12,9	27,5	5,4	12 399	-27,0	3,3	-29,0	-36,2	9,0	7,9
III	59 797	8,9	8,8	12,1	38 847	4,9	22,9	-4,2	12 352	-20,5	27,4	-12,0	-37,8	8,0	7,5
IV	65 698	19,3	19,6	10,7	40 567	7,7	16,7	2,9	13 426	-8,7	40,8	5,4	-27,8	15,4	15,2
02 I	64 526	23,9	24,4	13,3	41 145	5,6	13,6	0,9	13 299	8,8	23,1	33,7	-4,9	16,3	16,7

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 8 que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior. Los datos intertrimestrales son parcialmente estimados por no disponerse de información completa.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

(d) AL1 incluye los medios de pago, los otros pasivos de entidades de crédito y las participaciones en los FIAMM.

(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

8.4. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de los hogares e ISFLSH, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

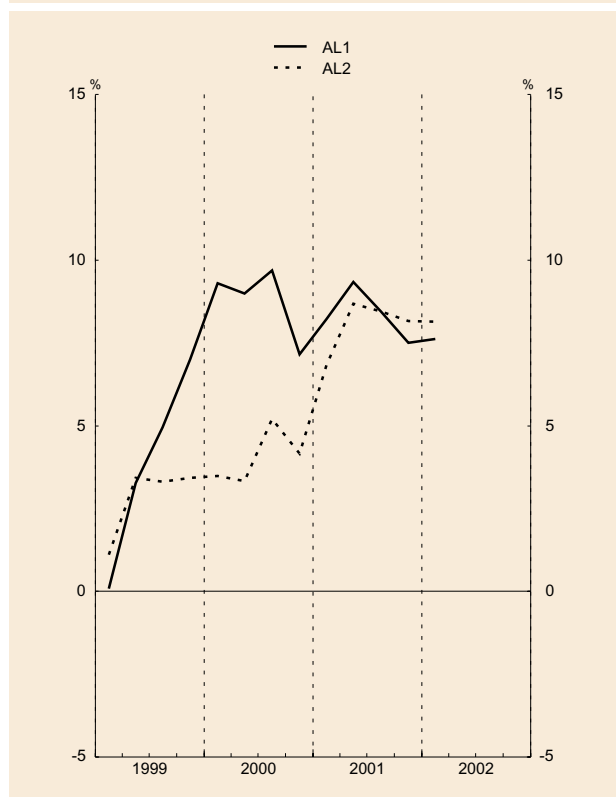
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión					Pro memoria	
	SalDOS	1 T 4	T 1/4			SalDOS	1 T 4	T 1/4		SalDOS	1 T 4	T 1/4			T 1/4	
			Efec- tivo	Depó- sitos a la vista	Depó- sitos de ahor- ro (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext. (9)			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
99	211 620	13,7	8,3	19,0	13,9	152 813	6,4	10,7	-9,1	171 474	-3,6	-18,8	-26,6	15,9	7,0	3,4
00	217 638	2,8	-0,4	7,1	2,2	183 694	20,2	24,0	3,9	142 806	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,2	4,2
01	225 612	3,7	-21,7	12,1	11,8	199 331	8,5	12,7	-13,5	140 381	-1,7	30,2	21,2	-16,9	7,5	8,2
99 /	187 549	11,7	2,9	19,1	13,2	141 854	-5,4	-4,4	-9,0	183 519	12,9	-21,3	10,1	41,5	0,1	1,1
II	197 368	14,9	4,5	20,6	18,0	141 887	-2,4	0,5	-12,4	182 247	8,0	-20,3	4,8	27,6	3,3	3,4
III	202 164	16,1	6,2	23,8	17,9	144 663	0,0	4,0	-13,4	175 854	4,9	-20,5	-10,9	29,7	5,0	3,3
IV	211 620	13,7	8,3	19,0	13,9	152 813	6,4	10,7	-9,1	171 474	-3,6	-18,8	-26,6	15,9	7,0	3,4
00 /	210 227	12,1	6,0	17,1	12,7	162 193	14,3	18,7	-1,9	163 706	-10,8	-20,5	-43,0	9,1	9,3	3,5
II	212 946	7,9	6,2	9,7	7,8	168 968	19,1	22,7	4,9	152 154	-16,5	-22,0	-45,5	-1,5	9,0	3,3
III	216 007	6,8	4,2	11,4	5,8	177 341	22,6	25,1	12,2	150 416	-14,5	-24,1	-40,1	-0,9	9,7	5,2
IV	217 638	2,8	-0,4	7,1	2,2	183 694	20,2	24,0	3,9	142 806	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,2	4,2
01 /	215 076	2,3	-1,8	7,7	1,4	194 018	19,6	24,3	-1,4	139 728	-14,6	-10,1	-14,4	-16,1	8,2	6,8
II	221 338	3,9	-4,7	10,1	5,0	198 540	17,5	22,4	-5,1	139 720	-8,2	1,9	-2,8	-12,6	9,3	8,7
III	221 396	2,5	-8,8	5,4	6,5	203 044	14,5	20,1	-10,9	133 718	-11,1	16,0	8,2	-23,5	8,5	8,4
IV	225 612	3,7	-21,7	12,1	11,8	199 331	8,5	12,7	-13,5	140 381	-1,7	30,2	21,2	-16,9	7,5	8,2
02 /	229 138	6,5	-16,3	11,4	14,9	204 133	5,2	7,7	-8,8	139 353	-0,3	31,0	18,4	-15,7	7,6	8,1

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9 que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior. Los datos intertrimestrales son parcialmente estimados por no disponerse de información completa.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

(d) AL1 incluye los medios de pago, los otros pasivos de entidades de crédito y las participaciones en los FIAMM.

(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

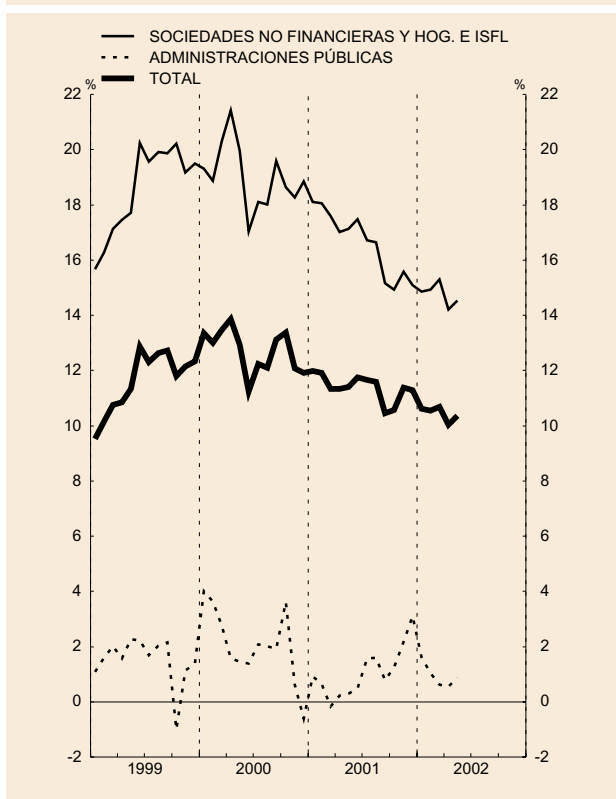
8.5. Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

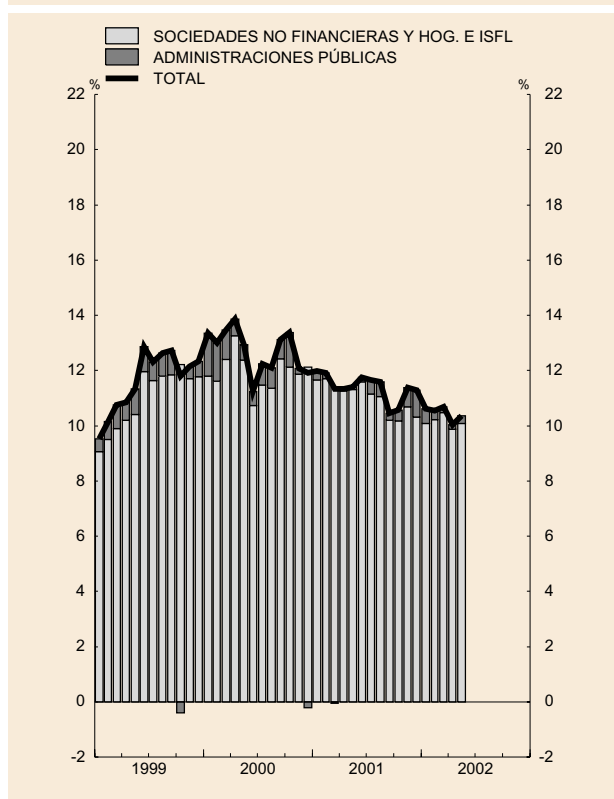
Millones de euros y porcentajes

	Total			T 1/12						Contribución a la T 1/12 del total					
	Saldo	Flujo efectivo	1 T 12	Adminis-traciones pú-blicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFL				Adminis-traciones pú-blicas (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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	876 718	17 176	12,3	1,4	19,5	16,4	66,4	19,2	36,8	0,6	11,8	8,4	0,8	0,4	2,2
00	983 187	17 907	11,9	-0,6	18,9	18,0	34,3	-15,2	31,7	-0,2	12,1	9,4	0,6	-0,4	2,5
01	1 095 447	19 156	11,3	3,1	15,1	13,4	21,7	7,6	25,2	1,0	10,3	7,4	0,4	0,1	2,4
01 Feb	993 692	-1 166	11,9	0,6	18,1	16,0	20,8	3,0	34,7	0,2	11,7	8,4	0,4	0,1	2,8
Mar	1 007 920	12 787	11,3	-0,2	17,6	15,2	20,1	-1,0	37,7	-0,1	11,4	8,0	0,4	-0,0	3,0
Abr	1 012 761	6 186	11,3	0,2	17,0	13,8	21,7	-4,0	42,8	0,1	11,3	7,4	0,4	-0,1	3,5
May	1 021 898	7 228	11,4	0,3	17,1	14,4	17,6	-2,8	39,7	0,1	11,3	7,7	0,4	-0,1	3,3
Jun	1 041 677	20 234	11,8	0,5	17,5	15,0	13,2	-4,8	41,0	0,2	11,6	8,1	0,3	-0,1	3,3
Jul	1 055 347	14 668	11,7	1,6	16,7	13,7	17,3	5,2	38,5	0,5	11,1	7,4	0,4	0,1	3,2
Ago	1 052 917	-2 752	11,6	1,6	16,6	14,0	15,4	7,9	35,5	0,5	11,1	7,5	0,4	0,1	3,1
Sep	1 063 431	9 936	10,5	0,8	15,2	13,6	28,0	6,2	23,2	0,3	10,2	7,3	0,6	0,1	2,2
Oct	1 063 823	782	10,6	1,2	14,9	13,3	28,7	5,9	22,7	0,4	10,2	7,3	0,6	0,1	2,2
Nov	1 075 018	11 499	11,4	2,2	15,6	13,4	28,0	11,1	26,2	0,7	10,7	7,4	0,6	0,2	2,5
Dic	1 095 447	19 156	11,3	3,1	15,1	13,4	21,7	7,6	25,2	1,0	10,3	7,4	0,4	0,1	2,4
02 Ene	1 102 174	6 993	10,6	1,6	14,9	13,4	24,5	5,9	22,6	0,5	10,1	7,3	0,5	0,1	2,2
Feb	1 100 150	-1 942	10,5	1,0	14,9	13,9	18,0	7,0	21,3	0,3	10,2	7,6	0,4	0,1	2,1
Mar	1 116 641	15 631	10,7	0,6	15,3	14,7	23,6	6,7	18,2	0,2	10,5	8,0	0,5	0,1	1,8
Abr	P 1 116 851	311	10,0	0,5	14,2	14,0	23,6	8,3	14,5	0,2	9,9	7,7	0,5	0,1	1,5
May	P 1 128 144	11 393	10,4	0,9	14,5	14,5	22,6	1,0	15,4	0,3	10,1	7,9	0,5	0,0	1,6

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 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.

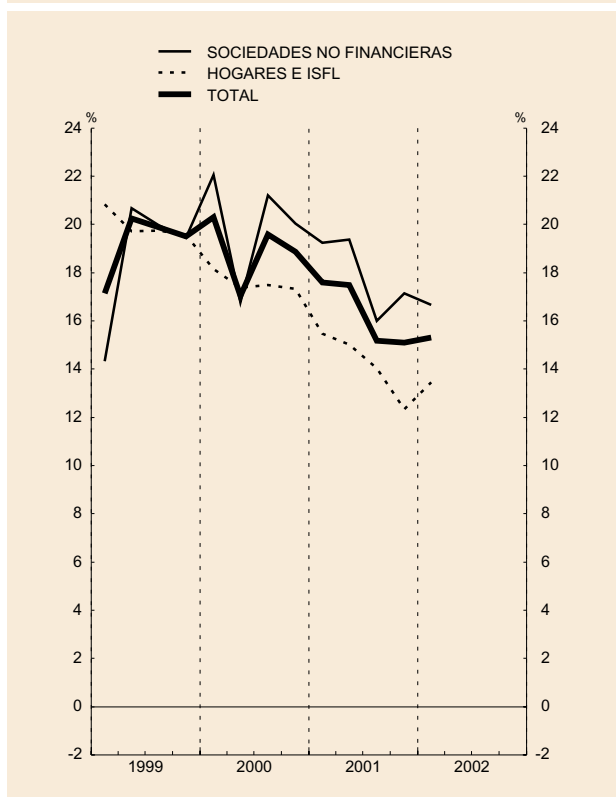
8.6. Financiación a las sociedades no financieras y hogares e ISFL, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

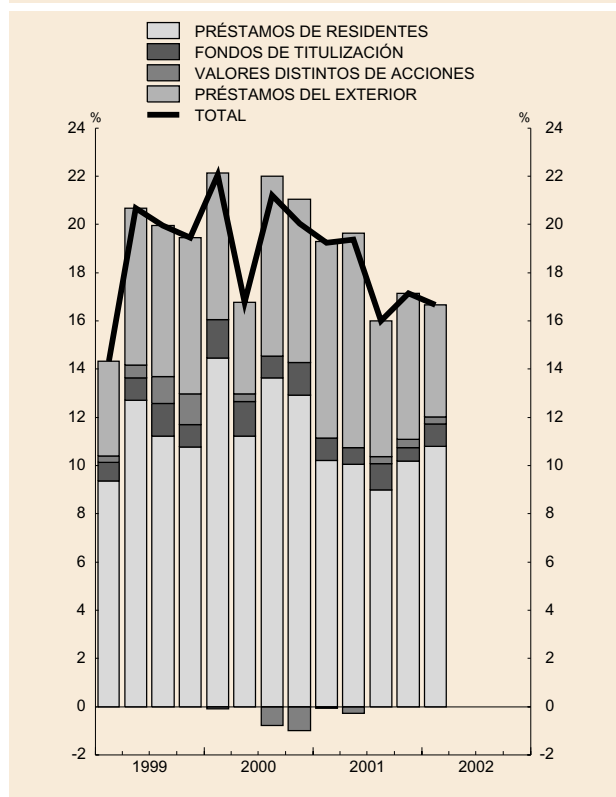
Millones de euros y porcentajes

	Sociedades no financieras														Hogares e ISFL		
	Total			Préstamos y créditos de entidades de crédito residentes			Financ. intermediada 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	
99	318 597	51 286	19,4	222 072	14,6	10,8	8 052	43,5	20 843	19,2	1,3	67 630	37,0	6,5	245 453	40 289	19,6
00	385 020	63 854	20,0	262 564	18,5	12,9	12 419	54,2	17 669	-15,2	-1,0	92 368	31,8	6,8	287 430	42 525	17,3
01	452 614	65 992	17,1	301 211	14,9	10,2	14 579	17,4	19 009	7,6	0,3	117 815	25,3	6,1	322 472	35 487	12,3
99 I	267 698	3 358	14,3	192 398	12,8	9,4	6 556	37,7	18 378	3,8	0,3	50 367	22,9	3,9	216 510	10 751	20,8
II	297 745	28 366	20,7	211 303	17,2	12,7	7 182	47,5	18 301	7,6	0,5	60 958	37,9	6,5	228 187	11 810	19,7
III	303 535	6 416	20,0	213 400	15,1	11,2	8 206	71,4	20 158	16,2	1,1	61 771	36,5	6,3	234 204	6 208	19,8
IV	318 597	13 146	19,4	222 072	14,6	10,8	8 052	43,5	20 843	19,2	1,3	67 630	37,0	6,5	245 453	11 521	19,6
00 I	330 438	11 102	22,1	230 275	20,1	14,4	10 871	65,8	18 138	-1,3	-0,1	71 153	32,3	6,1	255 138	9 776	18,2
II	350 016	19 292	16,8	243 878	15,8	11,2	11 417	59,0	19 249	5,2	0,3	75 471	18,6	3,8	267 121	12 168	17,4
III	372 917	20 847	21,2	254 012	19,4	13,6	10 881	32,6	17 760	-11,9	-0,8	90 264	36,7	7,5	274 464	7 484	17,5
IV	385 020	12 612	20,0	262 564	18,5	12,9	12 419	54,2	17 669	-15,2	-1,0	92 368	31,8	6,8	287 430	13 096	17,3
01 I	396 483	10 834	19,2	263 422	14,7	10,2	13 893	27,8	17 965	-1,0	-0,1	101 202	37,9	8,2	294 072	6 703	15,5
II	420 184	23 460	19,4	278 467	14,4	10,0	13 903	21,8	18 323	-4,8	-0,3	109 492	41,2	8,9	306 757	12 818	15,0
III	432 947	12 761	16,0	287 023	13,2	9,0	14 932	37,2	18 859	6,2	0,3	112 133	23,3	5,6	312 564	5 907	14,0
IV	452 614	18 937	17,1	301 211	14,9	10,2	14 579	17,4	19 009	7,6	0,3	117 815	25,3	6,1	322 472	10 059	12,3
02 I	464 140	10 948	16,7	305 646	16,2	10,8	17 608	26,7	19 161	6,7	0,3	121 725	18,2	4,7	333 169	10 763	13,4

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOG. E ISFL
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 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.

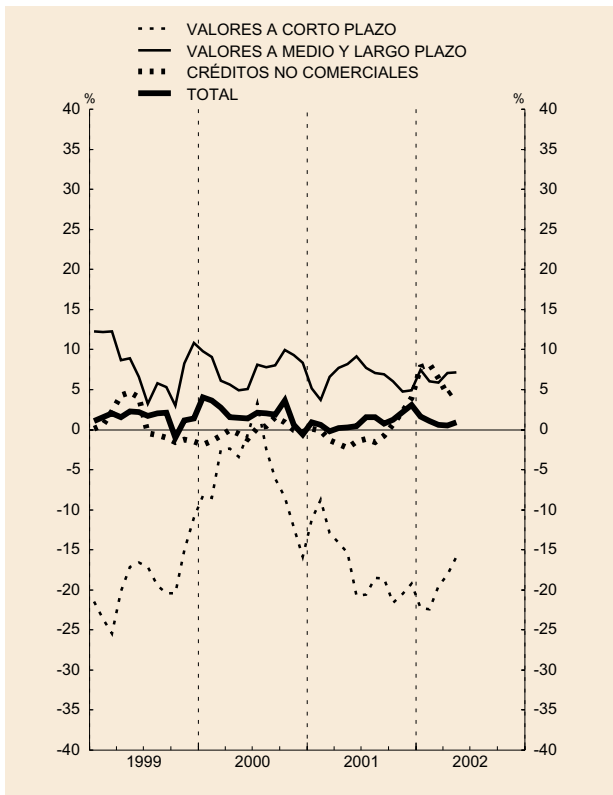
8.8. Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

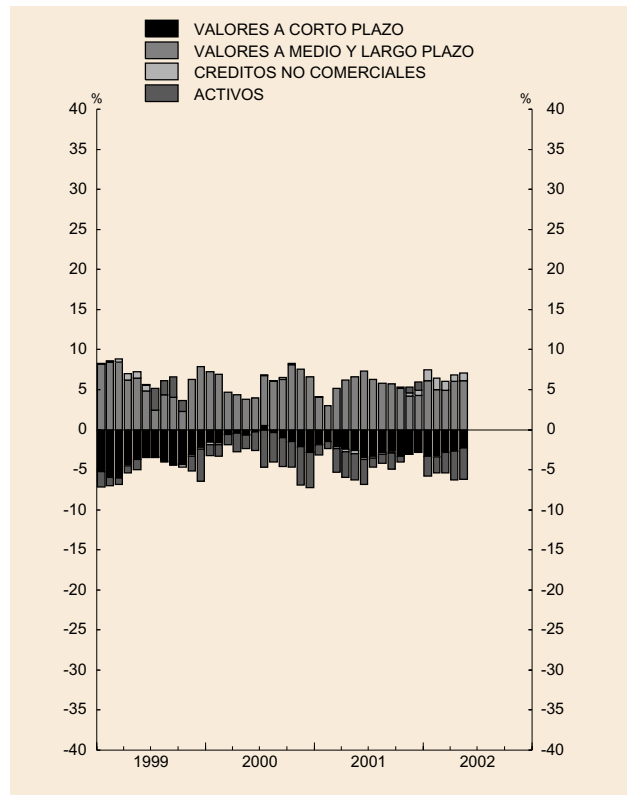
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 Total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				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)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
99																			
00	P	310 737	-1 930	-0,6	11 808	-8 605	20 558	-145	8 319	5 419	3,3	-15,8	8,3	-0,3	32,2	-2,8	6,6	-0,0	-4,4
01	P	320 361	9 623	3,1	6 567	-8 804	13 226	2 145	-17 158	14 101	1,8	-19,3	4,9	4,0	-5,4	-2,8	4,3	0,7	1,0
00 Dic	P	310 737	7 679	-0,6	736	-127	642	222	-6 569	-374	3,3	-15,8	8,3	-0,3	32,2	-2,8	6,6	-0,0	-4,4
01 Ene	P	319 255	8 518	0,9	-4 626	1 392	-6 119	101	-12 435	-709	2,0	-11,2	5,2	0,1	10,4	-1,9	4,1	0,0	-1,3
<i>Feb</i>	P	313 981	-5 274	0,6	-638	440	-1 044	-35	-3 376	8 013	1,3	-8,8	3,7	-0,1	5,8	-1,5	3,0	-0,0	-0,8
<i>Mar</i>	P	317 366	3 385	-0,2	3 347	-1 811	5 487	-329	-2 473	2 435	2,5	-12,9	6,6	-1,3	24,5	-2,1	5,1	-0,2	-3,0
<i>Abr</i>	P	308 953	-8 413	0,2	-963	-581	-880	498	1 485	5 964	3,0	-14,1	7,7	-1,8	22,0	-2,4	6,2	-0,3	-3,2
<i>May</i>	P	312 059	3 107	0,3	2 204	-1 178	3 838	-456	1 289	-2 192	3,1	-15,4	8,2	-2,3	23,1	-2,6	6,6	-0,4	-3,3
<i>Jun</i>	P	314 735	2 676	0,5	3 123	-2 579	5 214	489	1 062	-614	3,2	-20,7	9,2	-1,4	22,0	-3,5	7,3	-0,3	-3,2
<i>Jul</i>	P	319 632	4 896	1,6	1 197	-864	1 738	323	-2 122	-1 578	2,4	-20,6	7,7	-1,2	7,6	-3,3	6,3	-0,2	-1,1
<i>Ago</i>	P	321 165	1 533	1,6	-1 179	-1 247	843	-775	751	-3 463	2,4	-18,5	7,1	-1,5	7,9	-2,8	5,8	-0,3	-1,1
<i>Sep</i>	P	317 920	-3 245	0,8	1 535	-966	2 331	170	2 264	2 517	2,4	-18,5	6,9	-0,8	13,7	-2,8	5,7	-0,1	-2,0
<i>Oct</i>	P	310 434	-7 486	1,2	81	-1 690	1 049	721	829	6 737	1,7	-21,6	6,0	0,7	4,1	-3,3	5,2	0,1	-0,8
<i>Nov</i>	P	309 664	-770	2,2	-290	-203	-362	276	-950	1 430	1,2	-20,5	4,8	2,3	-3,3	-3,1	4,2	0,4	0,7
<i>Dic</i>	P	320 361	10 697	3,1	2 777	484	1 131	1 162	-3 480	-4 439	1,8	-19,3	4,9	4,0	-5,4	-2,8	4,3	0,7	1,0
02 Ene	A	324 453	4 092	1,6	2 107	-283	219	2 170	1 225	-3 211	3,7	-22,2	7,5	7,8	18,8	-3,3	6,1	1,3	-2,5
<i>Feb</i>	A	317 261	-7 192	1,0	-4 405	240	-4 796	152	224	2 563	2,6	-22,5	6,1	8,2	13,1	-3,4	5,0	1,4	-2,0
<i>Mar</i>	A	319 332	2 071	0,6	3 985	-64	5 350	-1 301	1 132	783	2,8	-19,5	5,9	6,4	17,2	-2,8	4,9	1,1	-2,6
<i>Abr</i>	A	310 631	-8 701	0,5	1 702	166	2 123	-586	1 791	8 613	3,5	-18,1	7,0	4,3	20,2	-2,6	6,0	0,8	-3,6
<i>May</i>	A	314 821	4 190	0,9	4 352	21	4 354	-23	-1 179	1 340	4,1	-15,9	7,1	5,2	22,5	-2,2	6,2	0,9	-3,9

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

- (a) Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.
(b) Excluidas las Cuentas de Recaudación.

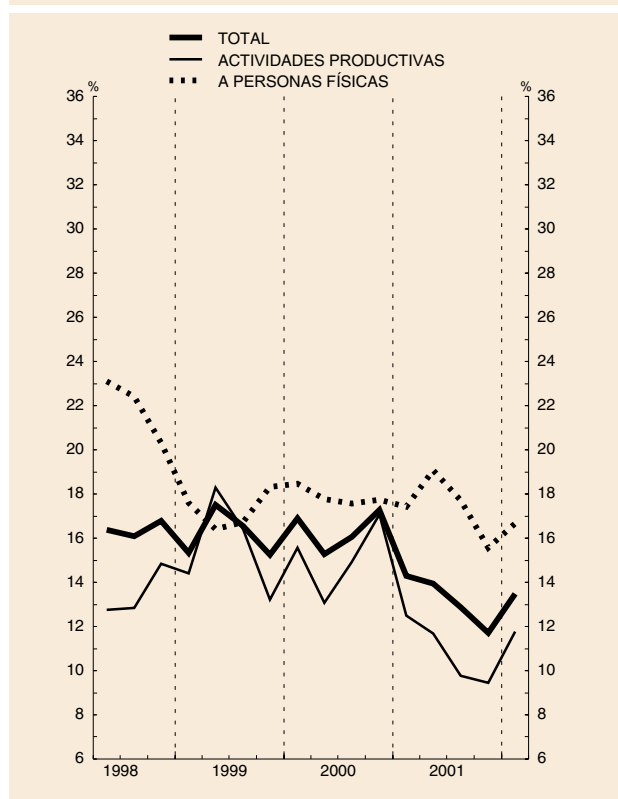
8.9. Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades.

■ Serie representada gráficamente.

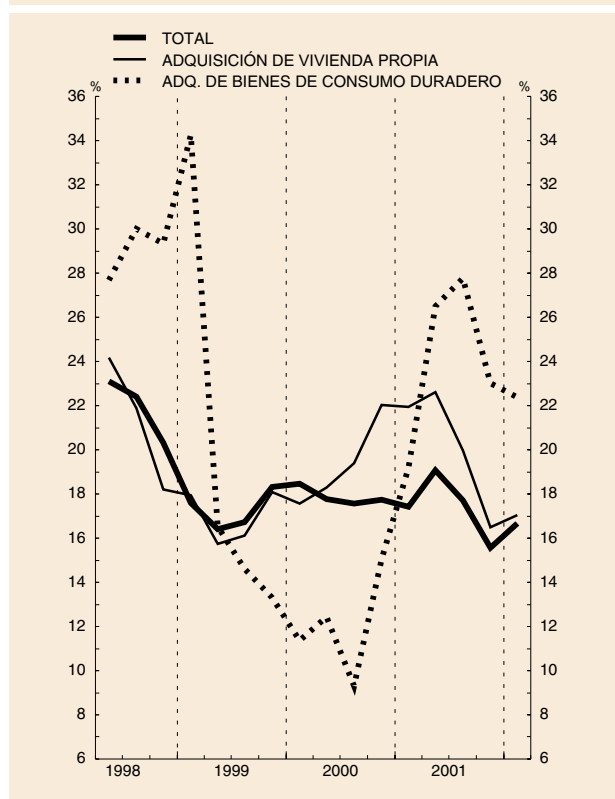
Millones de euros y porcentajes

	Financiación de actividades productivas						Otras financiaciones a hogares por funciones de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	
	Total (a)	Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y Rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero			Resto (b)
								Total	Adquisición	Rehabilitación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
99	476 966	257 974	11 887	71 187	35 112	139 788	207 090	145 184	138 713	6 471	23 371	38 536	2 335	9 566
00	559 407	302 034	13 141	78 588	42 627	167 679	243 837	176 653	169 280	7 372	26 885	40 299	2 342	11 194
01	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
99 /	422 286	230 441	10 882	63 078	29 912	126 569	180 905	128 195	122 399	5 795	21 342	31 368	1 851	9 089
II	450 810	247 982	11 456	72 624	32 527	131 375	190 331	133 924	127 879	6 045	21 824	34 583	2 039	10 457
III	460 355	251 442	11 512	70 933	33 369	135 628	197 421	139 265	133 034	6 231	22 789	35 366	2 060	9 432
IV	476 966	257 974	11 887	71 187	35 112	139 788	207 090	145 184	138 713	6 471	23 371	38 536	2 335	9 566
00 /	493 604	266 342	11 916	73 035	37 003	144 388	214 327	150 677	143 905	6 771	23 770	39 880	2 449	10 486
II	519 659	280 381	12 482	73 280	39 319	155 300	224 163	158 078	151 267	6 811	24 537	41 549	2 477	12 638
III	534 332	288 999	12 952	75 408	41 208	159 431	232 114	165 891	158 848	7 044	24 911	41 312	2 525	10 693
IV	559 407	302 034	13 141	78 588	42 627	167 679	243 837	176 653	169 280	7 372	26 885	40 299	2 342	11 194
01 /	564 120	299 581	12 764	76 144	42 368	168 306	251 694	183 189	175 505	7 684	28 331	40 175	2 215	10 629
II	592 071	313 118	12 946	78 850	44 684	176 638	266 945	193 427	185 449	7 978	31 034	42 483	2 264	9 745
III	603 049	317 262	13 215	81 899	44 957	177 191	273 224	198 747	190 559	8 188	31 826	42 651	2 282	10 280
IV	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
02 /	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	293 673	214 354	205 404	8 949	34 671	44 648	2 382	9 273

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Veanse las novedades al Boletín estadístico de octubre de 2001 y los cuadros 89.53, 89.54 y 89.55 del Boletín estadístico, que se difunden en www.bde.es

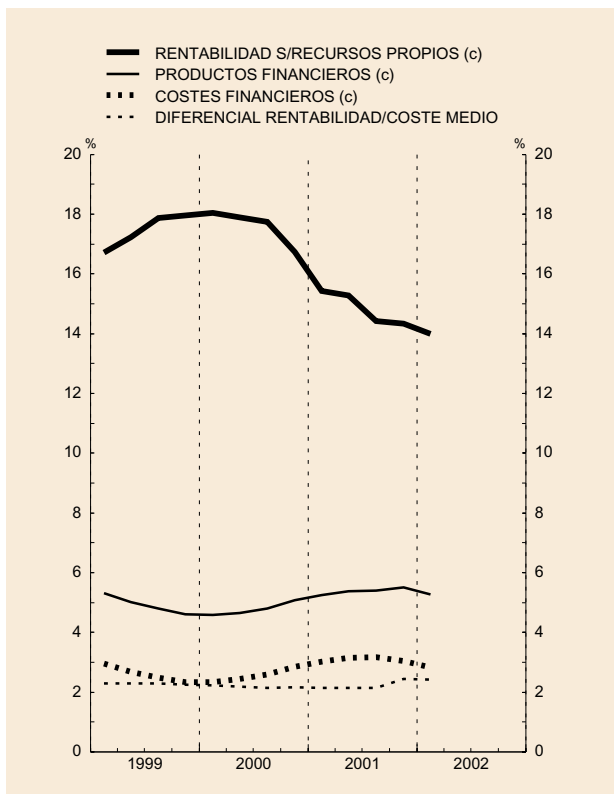
(b) Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades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

8.10. Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España

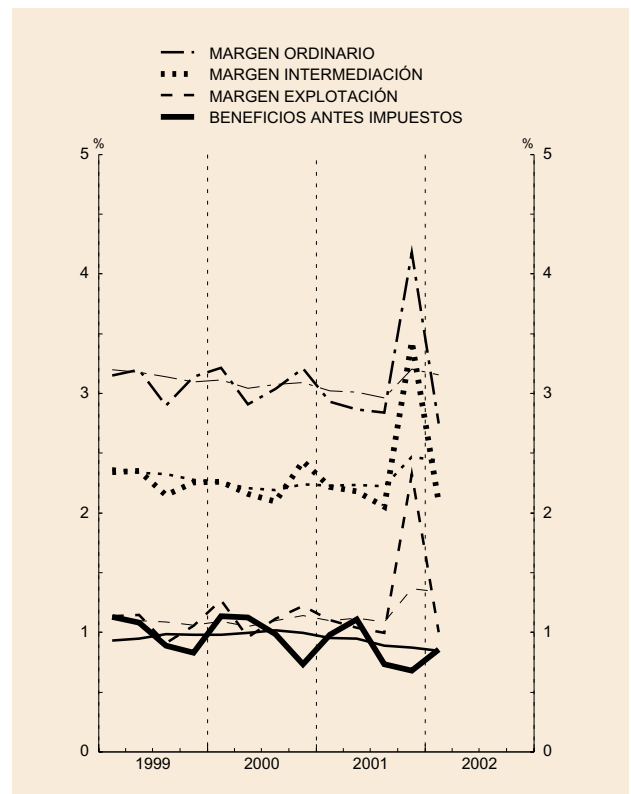
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros pto. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual de personal	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
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
01	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-2,0	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4
99 I	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
II	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
III	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 I	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
II	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
III	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 I	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
II	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
III	5,1	3,0	2,1	0,8	2,8	1,8	1,1	1,0	-0,3	0,7	12,0	5,8	3,7	2,1
IV	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4
02 I	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios s/balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



Fuente: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadro 89.61.

(a) Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

(b) Para calcular la rentabilidad y el coste medio sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

(c) Media de los cuatro últimos trimestres.

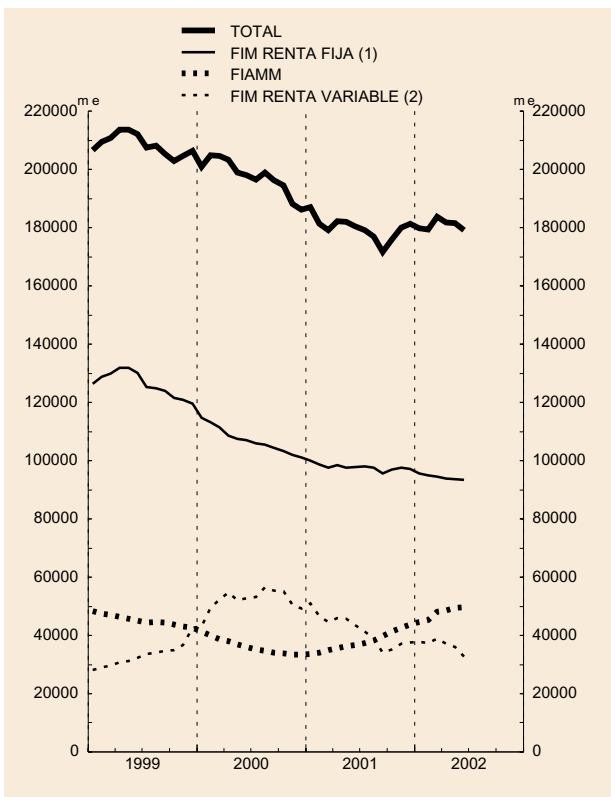
8.11. Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación

■ Serie representada gráficamente.

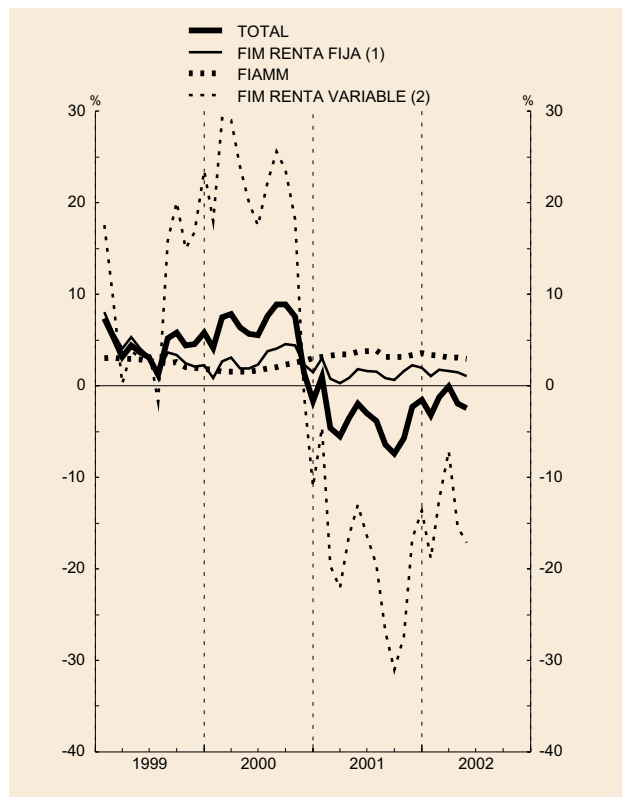
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (1)				FIM renta variable (2)				Otros fondos (3)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
99	206 294	2 520	-8 496	5,8	42 598	-8 045	-8 645	1,8	119 484	-3 509	-9 601	2,2	42 716	16 078	9 750	23,5	1 496
00	186 068	-20 225	-15 408	-1,7	33 368	-9 230	-10 156	3,0	101 190	-18 294	-19 744	1,4	49 249	6 534	14 493	-11,1	2 261
01	181 323	-4 746	-194	-1,5	43 830	10 462	9 798	3,5	97 246	-3 944	-4 773	1,9	37 494	-11 756	-5 218	-13,7	2 753
01 Feb	181 391	-5 713	-593	-4,6	34 037	447	355	3,3	98 603	-1 504	-627	0,7	46 523	-4 502	-322	-19,7	2 219
Mar	179 082	-2 309	-933	-5,5	34 946	909	793	3,4	97 694	-909	-829	0,3	44 637	-1 886	-897	-22,1	1 805
Abr	182 303	3 221	256	-3,6	35 595	649	567	3,5	98 491	797	189	0,8	45 831	1 194	-501	-16,5	2 385
May	182 076	-226	-480	-1,9	36 204	609	600	3,7	97 559	-932	-636	1,8	45 630	-201	-443	-13,0	2 682
Jun	180 536	-1 541	253	-3,0	36 721	516	414	3,8	97 793	234	209	1,6	43 491	-2 139	-370	-16,4	2 531
Jul	179 035	-1 501	-218	-3,8	37 347	626	511	3,8	97 915	122	-329	1,5	41 399	-2 092	-400	-19,6	2 375
Ago	176 953	-2 082	199	-6,4	38 201	854	732	3,1	97 479	-435	-349	0,9	39 007	-2 392	-184	-26,8	2 265
Sep	171 624	-5 329	-1 442	-7,4	39 723	1 523	1 395	3,1	95 629	-1 851	-1 113	0,7	33 974	-5 033	-1 724	-31,0	2 298
Oct	175 729	4 105	1 434	-5,7	41 247	1 524	1 365	3,1	96 841	1 213	205	1,6	35 273	1 299	-136	-27,4	2 367
Nov	179 939	4 209	2 596	-2,3	42 592	1 345	1 662	3,4	97 641	800	811	2,2	37 168	1 895	123	-16,7	2 537
Dic	181 323	1 384	823	-1,5	43 830	1 238	1 295	3,5	97 246	-395	-269	1,9	37 494	325	-203	-13,7	2 753
02 Ene	179 703	-1 620	-810	-3,2	44 610	779	707	3,4	95 499	-1 747	-1 490	1,1	37 775	282	-26	-18,9	1 819
Feb	179 303	-400	480	-1,2	45 203	594	514	3,3	95 047	-452	-279	1,7	37 276	-499	244	-12,4	1 776
Mar	183 849	4 546	-3 962	-0,1	48 085	2 882	2 811	3,1	94 434	-613	-7 807	1,6	38 836	1 560	1 034	-7,1	2 494
Abr	181 858	-1 990	-391	-2,0	48 482	397	313	3,1	93 902	-532	-469	1,5	37 070	-1 767	-235	-15,5	2 405
May	181 452	-406	773	-2,5	49 532	1 050	1 013	2,9	93 521	-381	-198	1,0	35 987	-1 083	-42	-17,1	2 412

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



Fuentes: CNMV e Inverco.

(1) Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

(2) Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

(3) Fondos globales.

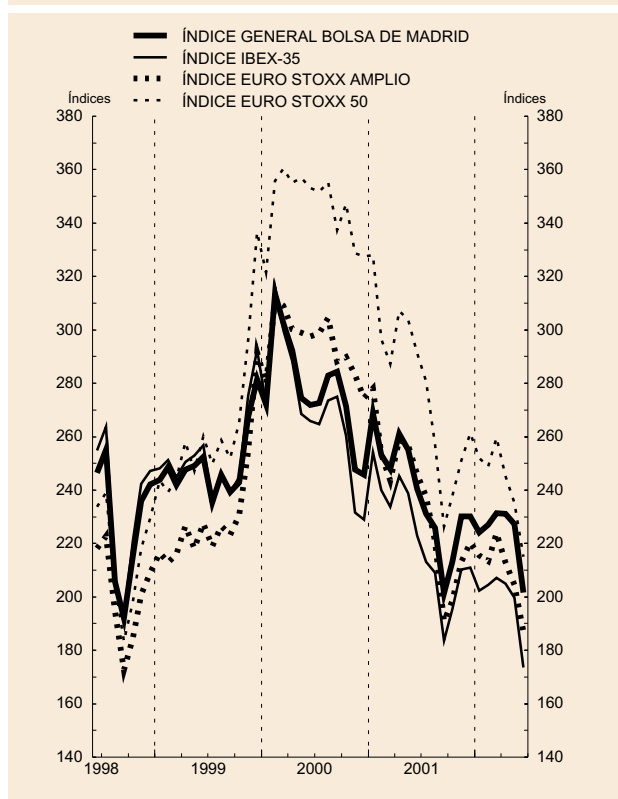
8.12. Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

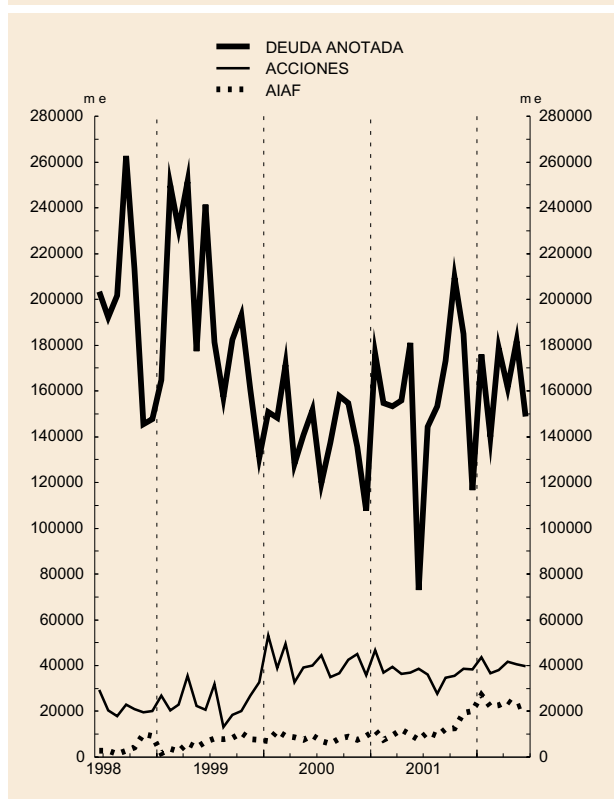
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX 35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
01	853,16	8 810,46	335,07	4 039,98	445 380	56 049	1 875 428	142 491	-	23 230	290	7 953
01 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	641
Ago	808,86	8 321,10	314,80	3 745,02	27 565	4 454	153 242	9 273	-	1 179	7	483
Sep	721,94	7 314,00	272,46	3 296,66	34 706	4 460	173 136	12 307	-	2 032	24	426
Oct	763,80	7 774,26	283,21	3 465,74	35 416	5 957	209 435	12 585	-	1 615	8	402
Nov	824,49	8 364,70	304,31	3 658,27	38 515	6 150	184 776	19 266	-	1 273	6	359
Dic	824,40	8 397,60	314,52	3 806,13	38 413	4 372	116 545	20 027	-	2 102	15	311
02 Ene	802,92	8 050,40	307,53	3 670,26	43 636	5 250	176 066	27 012	-	1 394	4	362
Feb	813,65	8 135,50	304,52	3 624,74	36 743	5 169	139 996	21 969	-	1 546	3	332
Mar	829,24	8 249,70	319,68	3 784,05	37 959	5 784	178 684	22 568	-	2 390	10	315
Abr	828,00	8 154,40	303,89	3 574,23	41 777	6 508	161 410	24 682	-	1 157	2	316
May	814,45	7 949,90	291,75	3 425,79	40 467	5 627	181 923	21 841	-	1 568	5	320
Jun	P 722,73	6 913,00	266,84	3 133,39	39 763	5 397	148 926	23 192	-	2 170	11	370

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



Fuentes: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12).

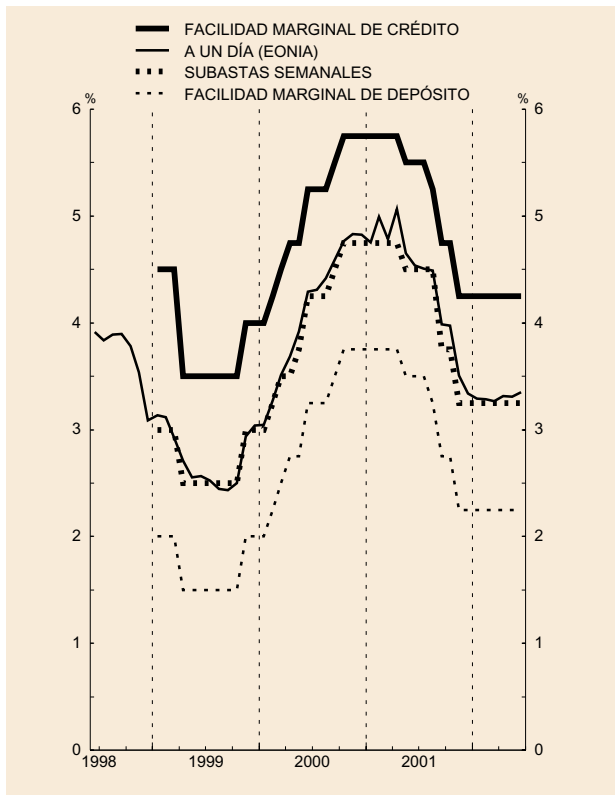
9.1. Tipos de interés. Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español

■ Serie representada gráficamente.

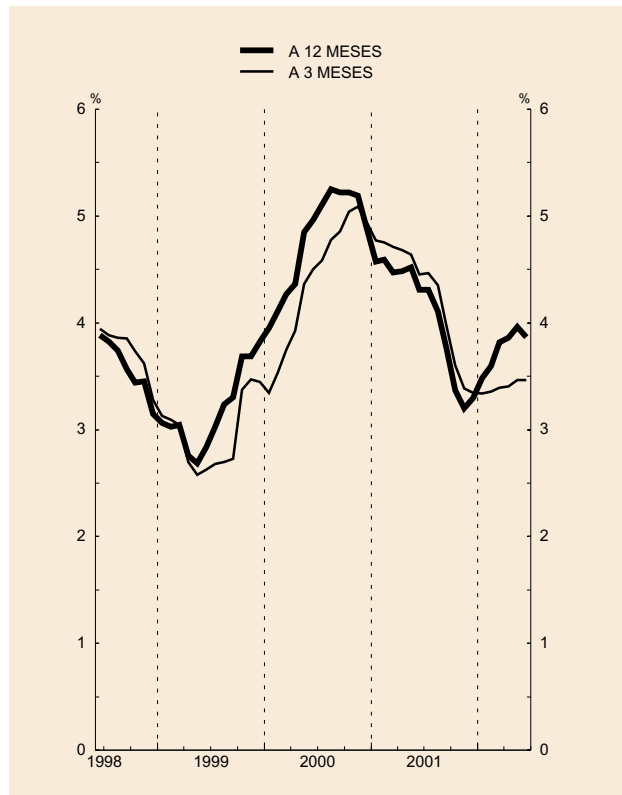
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario											
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (Euribor) (a)				España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
									Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
99	3,00	3,26	4,00	2,00	2,74	3,51	2,96	3,83	2,72	2,84	2,94	3,16	2,66	2,70	2,76	2,76
00	4,75	4,75	5,75	3,75	4,12	4,95	4,39	4,88	4,11	4,22	4,38	4,77	4,05	4,13	4,27	4,63
01	3,25	3,29	4,25	2,25	4,38	3,42	4,26	3,30	4,36	4,31	4,24	4,07	4,30	4,20	4,11	4,11
01 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
01 Abr	4,75	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
01 May	4,50	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
01 Jun	4,50	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
01 Jul	4,50	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
01 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
01 Sep	3,75	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
01 Oct	3,75	3,50	4,75	2,75	3,97	3,72	3,60	3,37	3,96	3,70	3,57	3,35	3,84	3,58	3,47	3,26
01 Nov	3,25	3,32	4,25	2,25	3,51	3,43	3,39	3,20	3,50	3,40	3,36	3,19	3,40	3,19	3,21	-
01 Dic	3,25	3,29	4,25	2,25	3,34	3,42	3,34	3,30	3,29	3,41	3,35	3,24	3,28	3,26	3,17	-
02 Ene	3,25	3,31	4,25	2,25	3,29	3,35	3,34	3,48	3,29	3,34	3,33	3,48	3,25	3,25	3,23	3,41
02 Feb	3,25	3,32	4,25	2,25	3,28	3,34	3,36	3,59	3,27	3,32	3,34	3,57	3,22	3,25	3,25	3,46
02 Mar	3,25	3,40	4,25	2,25	3,26	3,35	3,39	3,82	3,25	3,33	3,38	3,80	3,19	3,24	3,27	3,60
02 Abr	3,25	3,35	4,25	2,25	3,32	3,34	3,41	3,86	3,30	3,32	3,40	3,87	3,24	3,25	3,30	3,76
02 May	3,25	3,45	4,25	2,25	3,31	3,37	3,47	3,96	3,31	3,36	3,46	3,96	3,19	3,27	3,36	3,88
02 Jun	3,25	3,38	4,25	2,25	3,35	3,38	3,46	3,87	3,34	3,37	3,46	3,84	3,30	3,31	3,35	3,83

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



Fuente: BCE (columnas 1 a 8).

(a) Hasta diciembre de 1998 se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

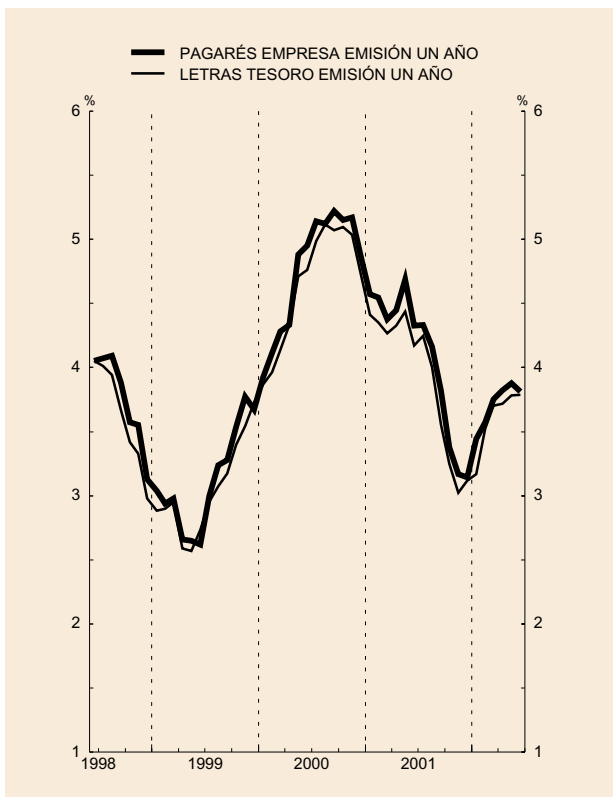
9.2. Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo

■ Serie representada gráficamente.

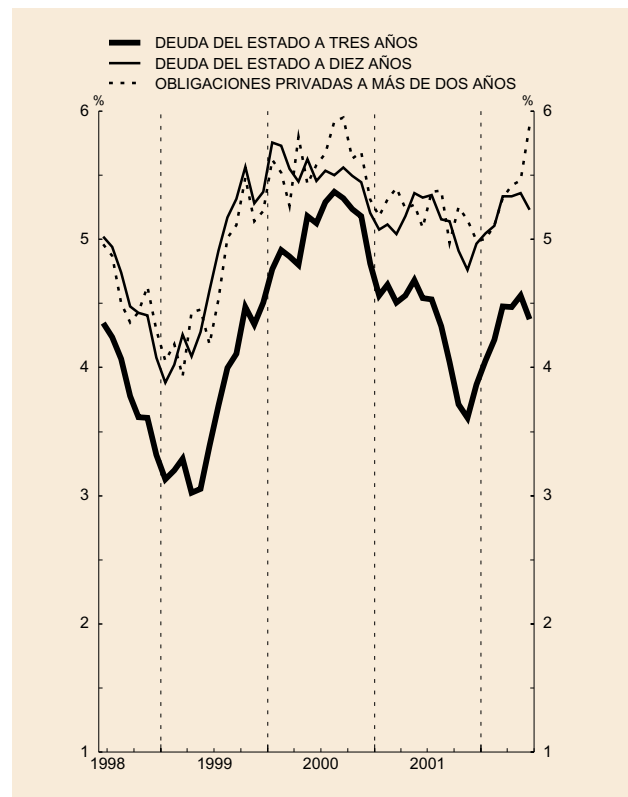
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	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		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
01	3,93	3,91	4,08	4,16	4,35	4,54	5,12	5,28	5,66	4,30	5,12	5,22
01 Mar	4,27	4,29	4,38	4,54	4,59	-	5,07	-	5,61	4,50	5,04	5,40
Apr	4,33	4,34	4,45	4,66	-	4,64	5,11	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
Oct	3,25	3,21	3,38	3,46	-	4,18	4,95	5,17	-	3,71	4,91	5,25
Nov	3,03	3,10	3,17	3,32	3,28	-	4,55	-	5,15	3,61	4,76	5,15
Dic	3,12	3,15	3,14	3,28	-	4,12	5,02	4,98	-	3,87	4,97	4,99
02 Ene	3,17	3,30	3,44	3,48	3,97	-	5,05	-	5,39	4,05	5,05	5,00
Feb	3,52	3,47	3,57	3,56	-	4,46	5,04	-	-	4,22	5,11	5,11
Mar	3,70	3,66	3,75	3,67	4,30	-	5,32	5,56	-	4,48	5,34	5,32
Abr	3,72	3,71	3,82	3,82	-	4,89	5,35	-	-	4,47	5,34	5,42
May	3,78	3,80	3,88	3,83	-	4,76	5,40	-	-	4,56	5,36	5,46
Jun	3,79	3,70	3,81	3,85	4,36	-	5,34	-	-	4,38	5,23	5,89

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

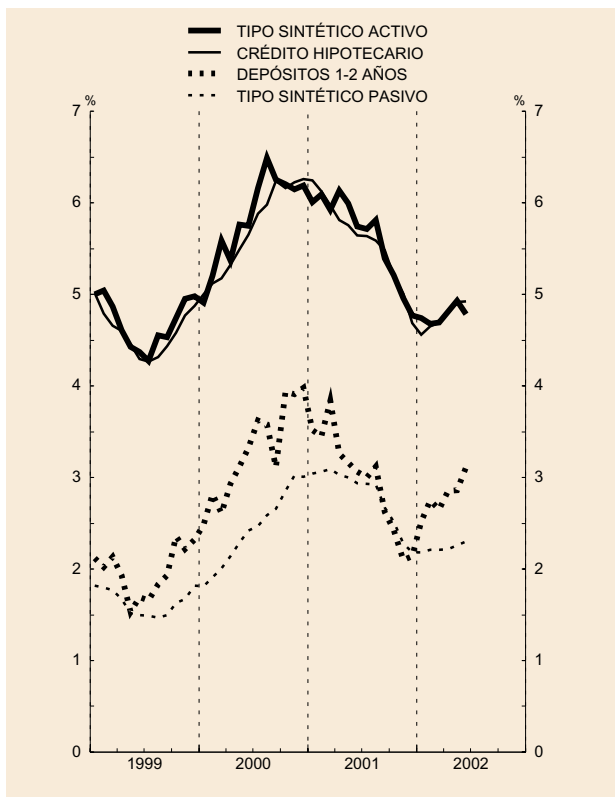
9.3. Tipos de interés: bancos y cajas de ahorros, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

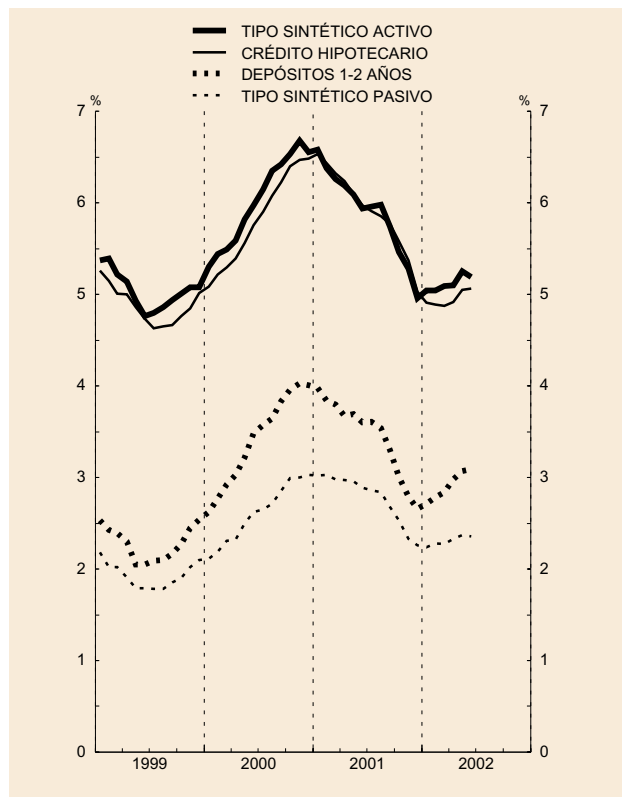
Porcentajes

		Bancos									Cajas de Ahorros							
		Tipos activos					Tipos pasivos				Tipos activos				Tipos pasivos			
		Crédito. Tipo sintético	Dto. comerc. hasta 3 meses	Clas. cto. 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	Clas. de cto. de 1 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 de 1 año a menos de 2
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
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
01	M	5,64	6,68	5,88	7,27	5,59	2,80	2,42	4,24	2,97	5,90	7,39	8,50	5,92	2,78	2,33	4,13	3,46
01	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
	Abr	6,13	6,88	6,04	7,51	5,81	3,03	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	2,94	2,51	4,46	3,06	5,94	7,09	8,62	5,97	2,89	2,45	4,31	3,60
	Jul	5,71	6,83	6,01	7,26	5,63	2,93	2,47	4,38	3,00	5,96	7,33	8,54	5,91	2,86	2,36	4,34	3,61
	Ago	5,81	6,77	6,10	7,93	5,59	2,92	2,49	4,43	3,12	5,98	7,44	8,66	5,85	2,84	2,43	4,23	3,54
	Sep	5,39	6,53	6,01	7,38	5,48	2,67	2,33	3,92	2,62	5,74	7,43	8,55	5,77	2,68	2,25	3,87	3,30
	Oct	5,21	6,36	5,47	7,10	5,21	2,52	2,22	3,84	2,43	5,46	7,35	8,36	5,58	2,53	2,16	3,66	3,01
	Nov	4,96	6,29	5,49	6,80	5,01	2,28	2,04	3,34	2,10	5,28	7,15	8,22	5,37	2,33	2,04	3,27	2,79
	Dic	4,77	5,91	4,91	6,04	4,69	2,18	1,97	3,23	2,14	4,96	6,75	7,20	5,03	2,26	1,90	3,19	2,66
02	Ene	4,74	5,83	4,78	6,87	4,56	2,18	1,91	3,20	2,52	5,04	6,71	8,05	4,91	2,24	1,90	3,16	2,71
	Feb	4,68	5,80	5,06	6,70	4,65	2,21	1,97	3,17	2,75	5,04	6,70	7,90	4,89	2,28	1,89	3,13	2,78
	Mar	4,69	5,66	4,96	6,61	4,70	2,21	1,96	3,14	2,65	5,09	7,05	7,74	4,87	2,27	1,85	3,11	2,84
	Abr	4,81	5,70	4,85	6,69	4,80	2,22	1,94	3,16	2,85	5,10	7,00	7,87	4,92	2,33	1,87	3,11	2,98
	May	4,93	5,71	4,93	6,88	4,92	2,26	2,04	3,13	2,86	5,25	7,08	7,75	5,05	2,37	1,88	3,17	3,07
	Jun	4,78	5,66	5,03	6,66	4,93	2,30	2,06	3,22	3,11	5,19	6,83	7,78	5,06	2,36	1,87	3,24	3,09

BANCOS



CAJAS DE AHORROS



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.

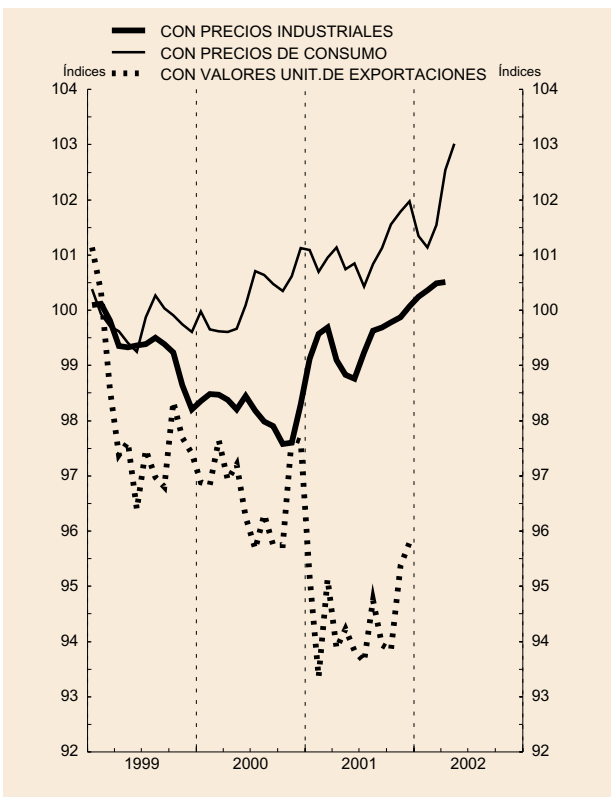
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

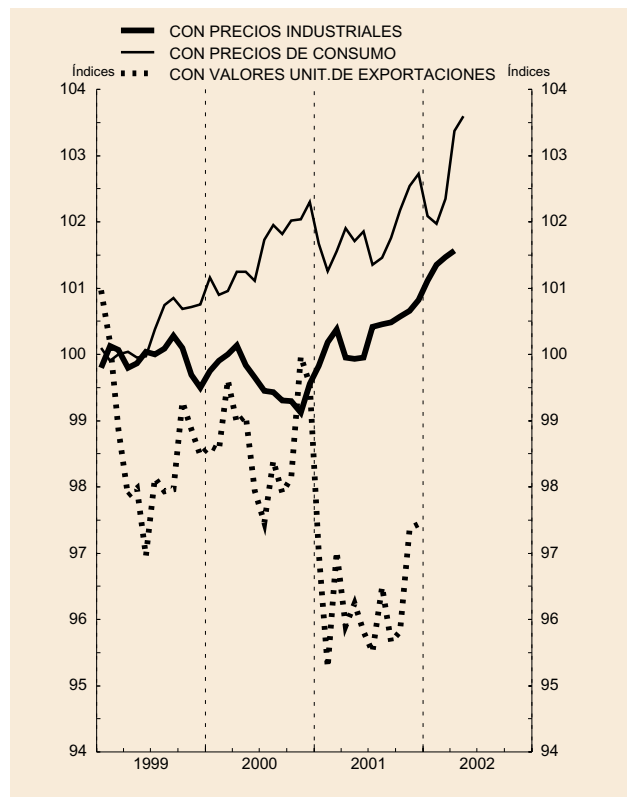
Base 1999 I = 100

	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 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		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	
99	99,4	99,8	99,5	98,0	99,5	99,9	100,3	100,0	98,5	99,9	100,3	99,9	98,6
00	98,2	100,2	102,1	96,7	98,5	99,6	101,7	103,7	98,2	99,6	101,5	103,6	98,7
01	99,4	101,1	105,2	94,4	99,0	100,5	102,2	106,3	95,4	100,3	101,8	106,3	96,3
00 II	98,3	99,8	101,4	96,8	98,5	99,9	101,3	102,9	98,3	99,9	101,2	102,9	98,7
00 III	98,0	100,6	103,1	95,9	98,6	99,4	102,1	104,6	97,3	99,4	101,8	104,6	97,9
00 IV	97,8	100,7	104,1	97,0	98,4	99,4	102,3	105,8	98,6	99,3	102,1	105,7	99,2
01 I	99,5	100,9	105,0	94,6	99,1	100,4	101,8	105,9	95,4	100,1	101,5	105,9	96,5
01 II	98,9	100,9	104,6	94,0	98,8	100,1	102,1	105,9	95,1	99,9	101,8	106,0	96,0
01 III	99,5	100,8	105,2	94,1	99,0	100,6	101,9	106,3	95,1	100,5	101,5	106,4	95,9
01 IV	99,9	101,8	106,0	95,0	99,0	100,9	102,8	107,0	96,0	100,7	102,5	107,1	96,9
02 I	100,4	101,4	106,7	...	98,8	101,6	102,6	108,0	...	101,3	102,1	108,0	...
01 Sep	99,7	101,1	...	93,9	99,1	100,6	102,1	...	94,8	100,5	101,8	...	95,7
01 Oct	99,8	101,6	...	93,8	99,1	100,7	102,5	...	94,7	100,6	102,2	...	95,8
01 Nov	99,9	101,8	...	95,4	98,9	100,9	102,9	...	96,4	100,7	102,5	...	97,4
01 Dic	100,1	102,0	...	95,8	99,0	101,1	103,0	...	96,8	100,8	102,7	...	97,4
02 Ene	100,3	101,3	...	...	98,9	101,4	102,5	...	...	101,1	102,1	...	...
02 Feb	100,4	101,1	...	...	98,8	101,6	102,4	...	...	101,4	102,0	...	...
02 Mar	100,5	101,5	...	...	98,8	101,7	102,8	...	...	101,5	102,4	...	...
02 Abr	100,5	102,5	...	...	98,8	101,7	103,8	...	...	101,6	103,4	...	...
02 May	...	103,0	...	...	99,1	...	104,0	...	...	...	103,6	...	...
02 Jun	...	...	...	...	99,3	...	...	...	...	...	...	...	...

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 manufacturas durante el período 1995-1997.
 (c) Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

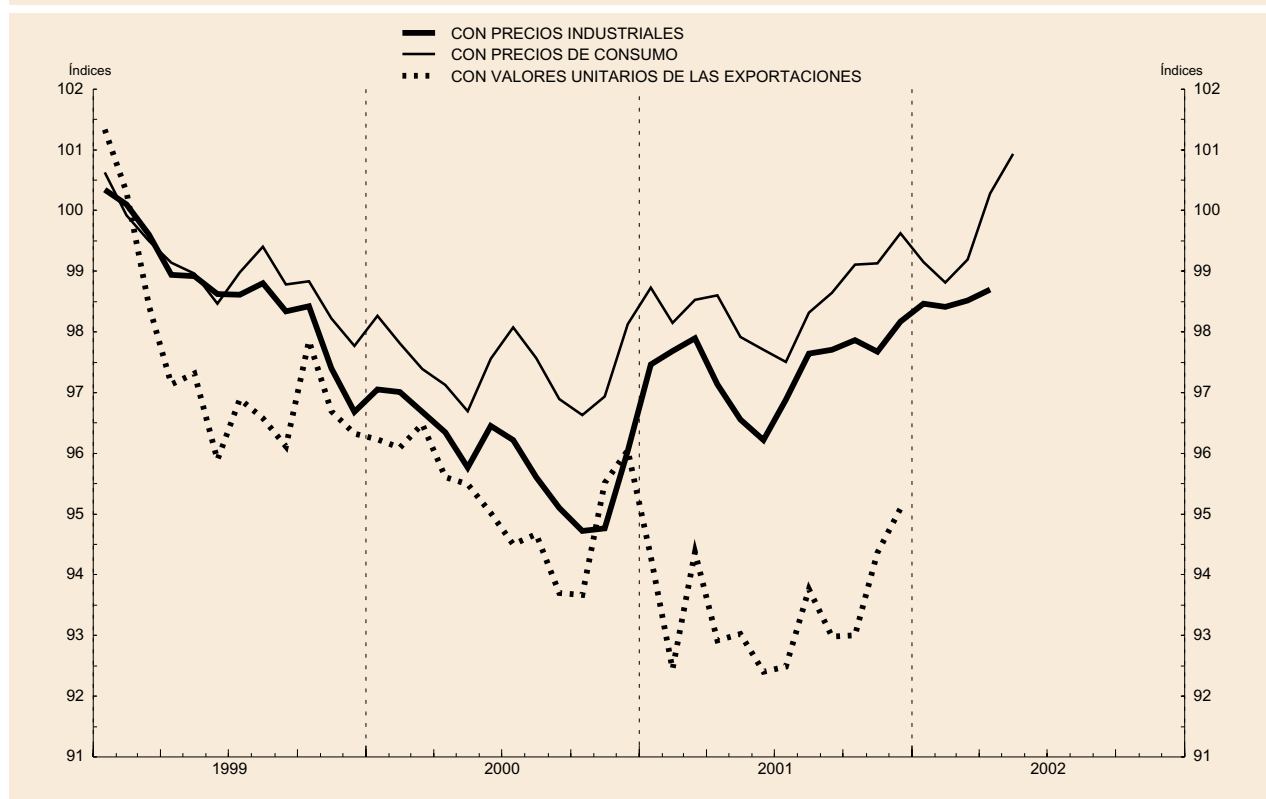
9.5. Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados

■ 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
99	98,7	99,0	98,9	97,6	98,7	100,0	100,3	100,2	98,8
00	96,0	97,4	99,5	95,3	95,8	100,2	101,7	103,9	99,5
01	97,4	98,5	102,6	93,4	96,3	101,2	102,3	106,6	97,1
00 II	96,2	97,1	98,8	95,4	95,8	100,4	101,3	103,1	99,5
00 III	95,6	97,5	100,1	94,3	95,5	100,1	102,1	104,8	98,7
00 IV	95,2	97,2	100,6	95,1	95,0	100,2	102,4	106,0	100,1
01 I	97,7	98,5	102,7	93,7	96,7	101,0	101,9	106,2	97,0
01 II	96,6	98,1	101,8	92,8	95,9	100,8	102,3	106,2	96,8
01 III	97,4	98,2	102,6	93,1	96,2	101,3	102,0	106,6	96,8
01 IV	97,9	99,3	103,3	94,2	96,3	101,6	103,1	107,2	97,7
02 I	98,5	99,1	104,0	...	96,2	102,3	102,9	108,1	...
01 Sep	97,7	98,6	...	93,0	96,5	101,3	102,2	...	96,4
01 Oct	97,9	99,1	...	93,0	96,5	101,4	102,7	...	96,4
01 Nov	97,7	99,1	...	94,4	96,1	101,6	103,1	...	98,2
01 Dic	98,2	99,6	...	95,1	96,4	101,8	103,3	...	98,6
02 Ene	98,5	99,1	...	...	96,4	102,1	102,9	...	...
02 Feb	98,4	98,8	...	...	96,1	102,4	102,8	...	...
02 Mar	98,5	99,2	...	...	96,2	102,5	103,2	...	...
02 Abr	98,7	100,3	...	...	96,3	102,5	104,2	...	...
02 May	...	100,9	...	...	96,7	...	104,3	...	...
02 Jun	...	...	...	...	97,4	...	...	...	...

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 manufacturas durante el período 1995-1997.

(c) Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

2000	Mes	Pág.	2001	Mes	Pág.
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
Una estimación de primas de liquidez en el mercado español de deuda pública	Oct	63	Palabras del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la presentación del Premio Germán Bernácer	Abr	13
La demanda de dinero de las empresas: estimaciones con datos de panel	Oct	71	Discurso del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros	Abr	17
Regulación financiera: tercer trimestre de 2000	Oct	79	Informe trimestral de la economía española	Abr	23
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	Nov	9	Nuevos cambios en la fiscalidad de los instrumentos financieros: análisis comparativo y efectos sobre el ahorro financiero de las familias	Abr	71
Evolución reciente de la economía española	Nov	13	La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2000	Abr	85
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	Pág.	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 indiciado 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			
La medición de la inflación y la política monetaria	Mar	61			

2001	Mes	Pág.	2002	Mes	Pág.
Las entidades de tasación: actividad en 2000	Sep	47	Evolución reciente de la economía española	Mar	9
Informe trimestral de la economía española	Oct	9	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2001 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23
Implicaciones de la conversión de precios a euros para la inflación	Oct	59	Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente	Mar	35
La contribución de las ramas de las tecnologías de la información y las comunicaciones al crecimiento de la economía española	Oct	67	Las cuotas de exportación de la UEM	Mar	47
La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes	Oct	77	Informe trimestral de la economía española	Abr	9
Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea	Oct	87	La inversión productiva en el último ciclo	Abr	57
Regulación financiera: tercer trimestre de 2001	Oct	101	Cambios metodológicos en la EPA en 2002	Abr	67
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	Nov	9	La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2001	Abr	79
Evolución reciente de la economía española	Nov	15	Regulación financiera: primer trimestre de 2002	Abr	135
Resultados de las empresas no financieras en 2000 y hasta el tercer trimestre de 2001	Nov	29	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados	May	9
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2001 según la Encuesta de Población Activa	Nov	45	Evolución reciente de la economía española	May	23
Sesgos de calidad en la medición de los precios: evidencia empírica e implicaciones macroeconómicas para España	Nov	53	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2002	May	37
Diferenciales persistentes de inflación en Europa	Nov	69	Una estimación de la carga financiera de los hogares españoles	May	45
Los mercados de deuda pública del área del euro. Evolución reciente e implicaciones	Nov	75	Las implicaciones económicas del envejecimiento de la población. Una primera aproximación a los retos y respuestas de política económica	May	55
Evolución reciente de la economía española	Dic	9	Variabilidad del crecimiento económico y la importancia de la gestión de existencias en EEUU	May	71
Evolución reciente y perspectivas de la población en España	Dic	23	Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXIX Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Un método alternativo de estimación de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo	Dic	31	Evolución reciente de la economía española	Jun	17
¿Existe un canal del crédito bancario en la transmisión de la política monetaria en España?	Dic	37	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2002	Jun	31
El endeudamiento de las familias en España	Dic	45	Evolución reciente de la estructura de negocio de las entidades bancarias españolas	Jun	43
			La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los costes y precios del área	Jun	55
2002	Mes	Pág.	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
Informe trimestral de la economía española	Ene	9	Patrones históricos en la evolución del tipo de interés real	Jul-Ago	57
El nuevo marco de actuación de las Comunidades Autónomas en España	Ene	61	Hacia la convergencia a través de la integración. Un análisis comparado entre Europa y América Latina	Jul-Ago	63
La utilización de los bienes de equipo relacionados con las nuevas tecnologías y su influencia en el crecimiento de la economía española	Ene	71	La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana	Jul-Ago	73
Una primera reflexión sobre los efectos de los avances tecnológicos en los costes y los riesgos de las entidades bancarias españolas	Ene	79	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	83
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2001	Ene	93	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	93
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	Regulación financiera: segundo trimestre de 2002	Jul-Ago	109
La evolución del empleo y del paro durante el año 2001 según la Encuesta de Población Activa	Feb	23			
Principales cambios metodológicos en el IPC base 2001	Feb	31			
Los flujos de trabajadores en España: el impacto del empleo temporal	Feb	41			

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.

RECOPILOCIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

ESTABILIDAD FINANCIERA (semestral)

MEMORIA DEL SERVICIO

DE RECLAMACIONES (anual)

MEMORIA DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA EN ESPAÑA (anual)

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

0207 AGUSTÍN MARAVALL: An application of TRAMO-SEATS: automatic procedure and sectoral aggregation. The Japanese foreign trade series.

0208 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: A complete model-based interpretation of the Hodrick-Prescott filter: spuriousness reconsidered.

0209 ANDREW BENITO AND GARRY YOUNG: Financial pressure and balance sheet adjustment by UK firms.

0210 S. G. CUENTAS NACIONALES. INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA: Ajuste estacional y extracción de señales en la Contabilidad Nacional Trimestral.

0211 ALBERTO CABRERO, GONZALO CAMBA-MÉNDEZ, ASTRID HIRSCH AND FERNANDO NIETO: Modelling the Daily Banknotes in Circulation in the Context of the Liquidity Management of the European Central Bank.

0212 ALPO WILLMAN AND ÁNGEL ESTRADA GARCÍA: The Spanish block of the ESCB-Multi-Country Model.

0213 ENRIQUE ALBEROLA, ANA BUISÁN AND SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS: The quest for nominal and real convergence through integration in Europe and Latin America.

0214 IGNACIO HERNANDO AND ANDRÉ TIOMO: Financial constraints and investment in France and Spain: A comparison using firm level data.

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

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 VELLILLA: 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.)

74. MARIO IZQUIERDO Y M^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

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).

EDICIONES VARIAS (1)

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^a ed. (1999). 36,06 € (*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 € (*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (**).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 € (*).

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 € (*).

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 € (*).

VICTORIA PATXOT y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 € (*).

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 € (*).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

(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)

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: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

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

- España: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 6,25 €
- Extranjero: 12,02 €

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- España:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 125,01 €
Suscripción a ambos boletines: 171,89 €
Ejemplar suelto: 12,50 €
- Extranjero:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 186,31 €
Suscripción a ambos boletines: 288,49 €
Ejemplar suelto: 18,03 €

Economic bulletin (2):

- España:
Suscripción anual: 45,00 €
Ejemplar suelto: 12,50 €
- Extranjero:
Suscripción anual: 85,64 €
Ejemplar suelto: 18,03 €

Boletín de anotaciones en cuenta (3):

- España:
Suscripción anual por correo: 200,02 €
Suscripción anual por fax: 200,02 €
Números sueltos: 1,25 €
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 570,96 €

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 31,25 €

Registros de entidades:

- España: 15,16 €
- Extranjero: 18,03 €

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 87,51 €
- Extranjero: suscripción anual: 168,28 €

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- España:
Recopilación: 43,75 €
Actualización anual: 18,75 €
- Extranjero:
Recopilación: 84,14 €
Actualización anual: 36,06 €

Publicaciones de la Central de Balances:

- Monografía anual*:
— España: Libro o CD-ROM: 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: 5,31 €
- Extranjero: 10,82 €

Documentos de trabajo:

- España:
Suscripción anual: 43,75 €
Ejemplar suelto: 1,88 €
- Extranjero:
Suscripción anual: 60,10 €
Ejemplar suelto: 2,58 €

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 6,25 €
- Extranjero: 12,02 €

Estabilidad financiera (5):

- España:
Suscripción: 18,72 €
Ejemplar suelto: 9,36 €
- Extranjero:
Suscripción: 30,00 €
Ejemplar suelto: 15,00 €

Notas de estabilidad financiera:

- España: ejemplar suelto: 4,16 €
- Extranjero: ejemplar suelto: 6,00 €

Memoria de la Supervisión Bancaria en España:

- España: 6,25 €
- Extranjero: 12,02 €

Ediciones varias (6).

- (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) Esta suscripción lleva incluidas las eventuales *Notas de estabilidad financiera*.
- (6) 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