

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

octubre 2002

boletín económico

octubre 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	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BCE	Banco Central Europeo	IPC	Índice de Precios de Consumo
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IPI	Índice de Producción Industrial
BE	Banco de España	IPRI	Índice de Precios Industriales
BOE	Boletín Oficial del Estado	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
BPI	Banco de Pagos Internacionales	ISFAS	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
CBA	Central de Balances. Datos anuales	ISFLSH	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CBE	Circular del Banco de España	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CBT	Central de Balances. Datos trimestrales	LGP	Ley General Presupuestaria
CCAA	Comunidades Autónomas	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CCLL	Corporaciones Locales	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CCS	Consortio de Compensación de Seguros	MCT	Ministerio de Ciencia y Tecnología
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ME	Ministerio de Economía
CEM	Confederación Española de Mutualidades.	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
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OM	Orden Ministerial
DGT	Dirección General de Tráfico	OOAA	Organismos Autónomos
DGTPF	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.
IMERSO	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		

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

Países		Monedas	
BE	Bélgica		
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

	<i>Páginas</i>
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	9
Informe trimestral de la economía española	13
1. Rasgos básicos	13
2. El entorno exterior del área del euro	18
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	23
4. La economía española	34
5. Los flujos financieros de la economía española	52
Estimación de los <i>stocks</i> de capital productivo y residencial para España y la UE	65
Creación de valor en los procesos de fusión empresarial en la economía europea	73
El desarrollo financiero en América Latina en perspectiva	83
Las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)	91
Las entidades de tasación: actividad en 2001	107
Regulación financiera: tercer trimestre de 2002	119
Información del Banco de España	123
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 30 de septiembre de 2002	125
Registros Oficiales de Entidades. Variaciones producidas entre el 20 de septiembre y el 21 de octubre de 2002	129
Publicaciones recientes del Banco de España	131
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	63*

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados

Hace un año, la economía mundial atravesaba un período muy delicado, como consecuencia de los dramáticos sucesos del once de septiembre de 2001. Posteriormente, tanto en Estados Unidos como en Europa, la fase de atonía de la actividad productiva empezó a superarse con relativa rapidez, a pesar del impacto directo de los ataques terroristas sobre sectores relevantes y del deterioro ocasionado en la confianza de consumidores e inversores en todo el mundo. Sin embargo, la etapa de recuperación se ha iniciado con escaso vigor en la mayor parte de los países, si exceptuamos algunas de las economías del sudeste asiático.

El escaso dinamismo que presentan hoy la mayoría de las economías avanzadas está, en parte, ligado a las fuertes caídas de las cotizaciones en los principales mercados bursátiles internacionales, al aumento de la incertidumbre y aversión al riesgo en los mercados financieros, y a la tensión política internacional, que ha ralentizado la recuperación de la confianza y ocasionado un repunte significativo del precio del petróleo.

Por su parte, el subcontinente latinoamericano ha estado sometido en los últimos meses a tensiones, que han puesto de manifiesto las debilidades estructurales de algunos países y la vulnerabilidad que genera la dependencia del ahorro exterior en gran parte de los países del área.

La elevada volatilidad que presentan las bolsas mundiales y la incertidumbre política internacional dificultan la evaluación de las perspectivas de la economía mundial para el futuro próximo. En principio, el escenario más probable es que la actividad prosiga la senda de recuperación iniciada, una vez se agoten los efectos adversos de la crisis bursátil, aunque los riesgos de una evolución más desfavorable no son despreciables.

En este contexto, la evolución de la economía de la zona del euro ha experimentado un dinamismo menor del esperado hace solo unos meses. Aunque la tasa de crecimiento del PIB parece haber alcanzado su mínimo cíclico en el cuarto trimestre del pasado año, el ritmo con el que se ha iniciado la recuperación ha sido muy modesto, siendo improbable que el PIB del área aumente más de un 1% en el año en curso.

Esta escasa expansión de la actividad es, sobre todo, la consecuencia de la exposición directa de la economía de la UEM a la crisis internacional de las bolsas y a su impacto sobre sus mercados de exportación. La pronunciada corrección de las bolsas europeas —superior a la estadounidense en lo que va de año— se

debe, en parte, a los efectos generalizados de la crisis bursátil americana, aunque refleja también algunos factores específicos. Así, ha resultado notoria la dificultad de algunas empresas importantes para rentabilizar costosas operaciones estratégicas, como fusiones o adquisiciones, o la obtención de licencias de telefonía móvil de tercera generación. Además, las inundaciones que afectaron a gran parte de Europa Central el pasado verano han causado daños en el tejido industrial y deteriorado la posición financiera de las compañías aseguradoras, ya de por sí debilitada por la pérdida de valor de sus activos financieros.

Resulta preocupante el descenso de la formación bruta de capital en la zona del euro, cuyo componente de bienes de equipo caía en el segundo trimestre de este año a una tasa interanual del 5%. Aunque esta atonía inversora responde en gran medida a factores cíclicos y al impacto de las perturbaciones internacionales, refleja también las deficiencias estructurales que subsisten y que dañan la rentabilidad potencial de los proyectos empresariales.

No obstante, la trayectoria de la actividad en la UEM apunta a que, a partir de finales de este año o principios del próximo, el dinamismo económico aumente de modo sostenido, de manera que las tasas de crecimiento del PIB del área se acerquen progresivamente a las de su producto potencial, aunque no se deben infravalorar los riesgos de un panorama de mayor persistencia de la debilidad cíclica.

En este marco, la ejecución de la política monetaria ha revestido cierta complejidad. La existencia de unas perspectivas relativamente favorables para la estabilidad de precios a medio plazo, permitió al BCE acomodar su política a la etapa de desaceleración cíclica que atravesó la zona del euro el pasado año. Así, los tipos de interés se rebajaron en 1,5 puntos porcentuales a lo largo de 2001, hasta alcanzar el 3,25% en noviembre, nivel en el que se mantienen en la actualidad.

Posteriormente, el sensible deterioro de la situación económica que ocasionó la evolución de las bolsas, junto con la apreciación del euro, han mitigado, a pesar del fuerte crecimiento de la liquidez, los riesgos inflacionistas que habían empezado aemerger. De esta manera, en la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE (12 de septiembre), se decidió mantener el nivel actual de los tipos de interés, al valorar que dicho nivel se ajustaba adecuadamente al balance de los riesgos que afectan a la estabilidad de precios a medio plazo, que es el objetivo prioritario del BCE.

Las finanzas públicas de los países miembros de la UEM merecen en estos momentos una atención especial, a la vista de las dificultades que recientemente han mostrado algunos de ellos —entre los que no se encuentra el nuestro— para cumplir sus objetivos en este terreno. Creo que es oportuno reiterar en esta Comisión de Presupuestos mi convencimiento de que la disciplina fiscal es un ingrediente imprescindible, no solo para el crecimiento económico sostenido, sino también para el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria. En este sentido, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituye una herramienta esencial para promover la necesaria orientación de las políticas fiscales al logro o mantenimiento de saldos presupuestarios equilibrados, al tiempo que incorpora la suficiente flexibilidad para que estos puedan ajustarse, en el corto plazo, a las necesidades de cada economía y, en particular, a su situación cíclica.

El panorama internacional y europeo está condicionando la evolución de la economía española. Al impacto directo que se transmite a través del descenso de los flujos comerciales de bienes y servicios con el resto del mundo hay que añadir los efectos de las caídas de las cotizaciones en las bolsas de valores y la propagación de un clima de incertidumbre y desconfianza que retrae las decisiones de gasto de las familias y los planes de inversión de las empresas.

A pesar de este clima adverso, la economía española sigue registrando tasas positivas de crecimiento real, que en el primer semestre del año se han estabilizado en el 2%. Un ritmo de expansión que, aunque se ha desacelerado significativamente, sigue siendo considerablemente más elevado que los que se registran en la mayoría de los países de nuestro entorno, por lo que, un año más, continuará avanzando el proceso de convergencia real con la Unión Europea, que es un criterio de referencia adecuado para valorar el comportamiento de la economía.

No obstante, a medida que se ha ido deteriorando el entorno exterior, la mejora en la fase de reactivación se ha ido retrasando en el tiempo, por lo que puede que haya que esperar a los meses finales del año para que la economía española vuelva a tomar con claridad una senda de expansión, cuya intensidad dependerá de que se vayan viendo confirmadas las expectativas de recuperación de la economía mundial. Así, el crecimiento de la economía española en el promedio de 2002 podría no exceder el 2%, de manera que sea a lo largo del próximo año cuando su tasa de avance vaya aproximándose, paulatinamente, a valores del

orden del 3%, permitiendo que la tasa media pueda superar el 2,5%.

El clima de debilidad exterior se manifiesta en el descenso de las exportaciones de bienes y servicios y en el recorte en los planes de inversión de las empresas, siendo el sector industrial el que ha sufrido más directamente las consecuencias de esta coyuntura. Son, pues, los componentes de origen interno los que siguen sustentando el crecimiento económico, entre los que destaca el dinamismo del empleo.

El que la economía española siga registrando tasas de crecimiento del empleo relativamente elevadas en su fase de desaceleración constituye una importante diferencia con lo que ocurría en ciclos anteriores, en los que, como recordarán, se producían intensos procesos de destrucción de puestos de trabajo que terminaban sumiendo a la economía en recesiones profundas. En esta ocasión, por el contrario, el empleo está siendo un factor clave en el crecimiento de la renta disponible de las familias y en el mantenimiento de unos ritmos de gasto —en bienes y servicios de consumo, y en la compra de viviendas—.

La inversión de las familias en vivienda continúa experimentando una gran fortaleza, que, junto con la inversión pública, hacen que el sector de la construcción sea el elemento más expansivo en la actual coyuntura. Pero este comportamiento está alentando también la espiral de precios en el mercado de la vivienda —que no es exclusivo de nuestra economía—, a pesar de la desaceleración económica, introduciendo un factor de riesgo.

En principio, la economía española se encuentra en una posición favorable para incorporarse a la reactivación mundial cuando esta se confirme. El ciclo se cerrará, previsiblemente, con tasas de crecimiento del PIB real relativamente altas. Además, el empleo constituye un punto de apoyo fundamental para el sostenimiento de la actividad. Los niveles de estabilidad macroeconómica alcanzados en estos últimos años, la consolidación del equilibrio de las finanzas públicas, las reformas emprendidas en numerosos mercados, entre ellos el mercado de trabajo, y la moderación salarial son factores que permiten confiar en el asentamiento de estas nuevas pautas de comportamiento.

El rebrote que ha experimentado la tasa de crecimiento de los precios de la economía española a lo largo de este año es, sin embargo, un motivo de preocupación. Obedece a razones muy diversas, entre las que cabe mencionar el aumento de los precios de algunos alimentos y las alzas que está experimentando el

crudo de petróleo. La tasa de crecimiento del IPC al final del año no se alejará mucho de la que se registra en este momento, ya que, si bien es previsible que los componentes más estables del índice recorten su ritmo de aumento, los precios de la energía se espera que sigan aumentando, al recoger el efecto-base que se origina como consecuencia de las fuertes caídas de precios que tuvieron lugar en los meses finales del pasado año.

A medida que estos factores vayan remitiendo, ya en el año 2003, la tasa de inflación se irá desacelerando, pero es necesario que el diferencial de inflación que mantenemos con los países de la UEM se reduzca de forma persistente, pues, en otro caso, se estarán horadando las bases de competitividad de la economía.

La fortaleza que ha mantenido la economía española —incluso durante su reciente etapa de desaceleración—, junto con tipos de interés históricamente bajos, han facilitado el continuado aumento que ha experimentado el endeudamiento de familias y empresas.

En el caso de las familias, el intenso recurso al crédito en estos años ha estado asociado, básicamente, con el desarrollo del mercado de la vivienda y la creciente apelación a la financiación hipotecaria. Aunque los niveles de endeudamiento alcanzados no difieren de la media de las economías europeas, el ritmo de crecimiento sigue siendo muy elevado, a pesar de la desaceleración económica.

A su vez, el endeudamiento de las empresas, en un contexto de atonía de la inversión, está estrechamente vinculado a las operaciones de adquisición de activos en el exterior emprendidas en el pasado reciente. En este sentido, los problemas que atraviesan algunos países latinoamericanos están restringiendo el margen de actuación de algunas compañías, aunque, en conjunto, la situación financiera de las empresas sigue siendo sólida y las *ratios* de rentabilidad elevadas.

En definitiva, el endeudamiento del sector privado no puede seguir creciendo a los ritmos a los que lo viene haciendo, ya que ello supondría un deterioro de su situación financiera y un aumento de su vulnerabilidad ante perturbaciones inesperadas. Riesgos que, de materializarse, erosionarían la capacidad futura del gasto de empresas y familias, y limitarían, por tanto, el sostenimiento interno del crecimiento económico. Es importante, por consiguiente, que la reactivación sea compatible con una recuperación del ahorro privado y con una clara moderación de la apelación a la financiación ajena. Desde este punto de vista, una contención or-

denada de las alzas en el precio de las viviendas debería contribuir a frenar el endeudamiento de las familias y a preservar su posición financiera sin interferir en sus planes de consumo.

En el escenario macroeconómico descrito, los Presupuestos Generales del Estado para 2003 renuevan el compromiso con la estabilidad presupuestaria, que ha sido el centro de la política fiscal de los últimos años. Su sujeción a la Ley de Estabilidad Presupuestaria refuerza los elementos de disciplina necesarios para alcanzar unas finanzas públicas saneadas que permitan, ante la aparición de situaciones cílicas adversas, utilizar el margen de maniobra que proporcionan los estabilizadores automáticos y mantener el déficit público en cotas moderadas, en línea con lo que establecen los compromisos comunitarios.

El objetivo del equilibrio presupuestario que establecen los Presupuestos para 2003 es apropiado, desde el punto de vista de la posición cíclica de la economía española, aunque si se materializasen los riesgos de menor crecimiento podrían dar lugar a la aparición de un modesto déficit. El tono de la política presupuestaria también es adecuado desde la perspectiva de los compromisos asumidos con el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento y de los retos a los que deberán enfrentarse las finanzas públicas en España en el medio plazo,

dado que permitirán reducir la carga fiscal que soportan las empresas y las familias y, al mismo tiempo, mantener partidas de gasto público esenciales para mejorar la productividad de la economía y su potencial de crecimiento a largo plazo.

En este sentido, la reforma del IRPF resulta un elemento esencial de la programación presupuestaria de 2003, dado que de ella se esperan efectos beneficiosos sobre la producción, el empleo y la renta disponible, que deberían llevar a la economía española a recuperar su senda de expansión potencial. Las condiciones cílicas de esta economía son, sin embargo, muy distintas de las que prevalecían cuando se acometió la última reforma del impuesto, por lo que será muy importante que, a lo largo del próximo año, se realice un seguimiento minucioso de su coste efectivo, en términos de reducción de la recaudación.

Me gustaría terminar reiterando la importancia de la estabilidad macroeconómica y financiera como base imprescindible del crecimiento económico sostenido. Una orientación que ha sido muy fructífera en los últimos años y que cobra especial validez en momentos de incertidumbre y tensión en los mercados internacionales.

8.10.2002.

Informe trimestral de la economía española

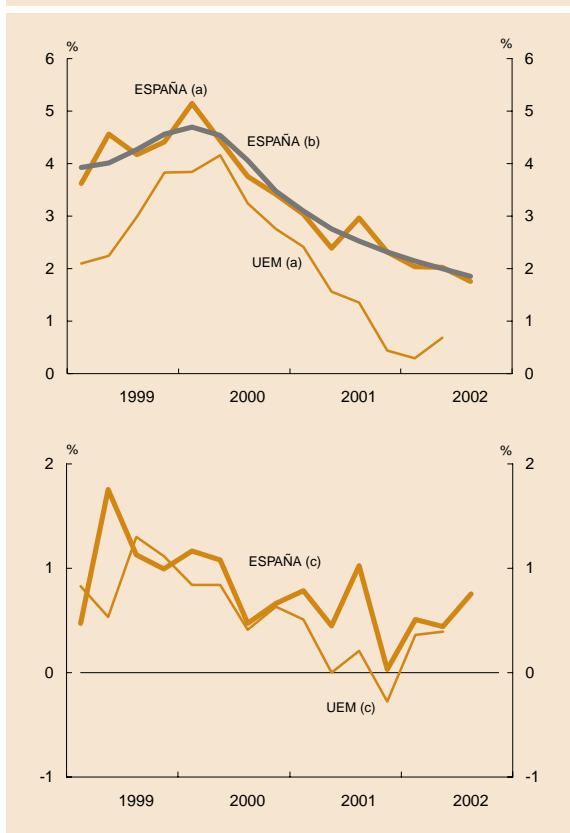
1. Rasgos básicos

Los datos recientes sobre la evolución del entorno económico internacional son relativamente contradictorios, sin que acabe de alcanzarse el punto de giro cíclico que vuelva a situar a la economía mundial en una senda de crecimiento sostenido. Los mercados financieros han estado sometidos a una gran incertidumbre y dan muestras de una acusada inestabilidad, reflejando tanto las tensiones geopolíticas como los malos resultados de algunas economías o sectores empresariales, o la falta de confianza en ellos. Los indicadores reales han sido, en términos generales, más favorables, sobre todo aquellos relacionados con el consumo, mientras que los indicadores de opinión denotan un mayor pesimismo, que se manifiesta en la atonía de la inversión. En esta situación, la falta de dinamismo sigue siendo la característica de los mercados mundiales. Las políticas económicas han conservado un tono expansivo y los bajos tipos de interés vigentes han supuesto un estímulo para algunos componentes del gasto de las familias, cuyas rentas reales se están viendo sostenidas, en algunos casos, por la actuación de las Administraciones Públicas, y, en otros, por las bajas tasas de inflación o por el crecimiento del empleo.

En este entorno internacional, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento continuado, que sigue basándose, primordialmente, en el gasto de las familias y, en menor medida, en el del sector público, a la vez que se aprecia un aumento de los flujos comerciales con el resto del mundo. Las tasas de variación de la serie del PIB real de la economía española ajustada de estacionalidad muestran una cierta variabilidad, tal como se aprecia en el gráfico 1. Se ha estimado que la tasa intertrimestral, calculada sobre esta serie, se habrá recuperado en el tercer trimestre con respecto a los valores registrados en los trimestres precedentes, hasta alcanzar el 0,8%, aproximadamente. No obstante, dado el perfil del año anterior, la tasa de crecimiento interanual podría haberse situado en torno al 1,8%, por debajo del 2% que mantuvo durante el primer semestre del año. Las series de ciclo-tendencia, al ser mucho más estables, muestran un perfil más sostenido, según el cual, la economía española habría estabilizado su ritmo de crecimiento interanual a lo largo del año en curso en unos valores que se mueven próximos al 2%, tasa que, si no se producen cambios significativos en las pautas de crecimiento actuales, podría ser la que terminara registrándose en el promedio de 2002.

En esta coyuntura, el crecimiento del empleo ha tendido a moderarse y se ha recuperado ligeramente la productividad aparente del trabajo. Los costes unitarios laborales se han de-

GRÁFICO 1

Producto interior bruto

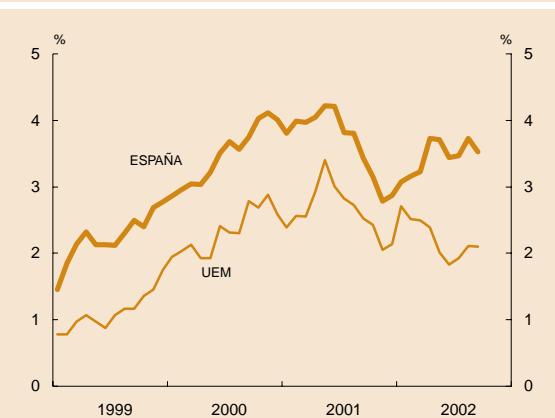
Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

(c) Tasas de variación intertrimestrales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo (a)

Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

(a) Tasas de variación interanual. Hasta diciembre de 2001, las tasas corresponden a las publicadas en esa fecha.

midos, a pesar de que las ganancias de productividad y el descenso de los costes han permitido una mejora en los márgenes de algunos sectores empresariales. El déficit por cuenta corriente ha seguido aumentando y el tipo de cambio del dólar se ha estabilizado, mientras que el notable déficit que están acumulando las cuentas públicas se extenderá más allá de este ejercicio.

El tono deprimido que se aprecia en los mercados internacionales está afectando a algunas economías. Este es el caso de Japón —cuya incipiente recuperación vuelve a verse lastrada por el retroceso de las exportaciones, a pesar de la depreciación de su moneda—, de otras zonas asiáticas y de algunos de los países del centro y este de Europa. En este último caso, sin embargo, se trata de economías que, en muchos casos, se encuentran ya próximas a su integración en la Unión Europea, lo que les confiere un notable dinamismo. No es así en el caso del área latinoamericana, donde a los problemas económicos que arrastran algunos países se ha añadido la incertidumbre política de otros, así como las dificultades que se acumulan sobre esta zona en momentos de tensión de los mercados financieros internacionales.

La falta de estímulo exterior está retrasando la recuperación de la zona euro. Los indicadores de confianza siguen en niveles bajos y no hay indicios de recuperación en la inversión empresarial, por lo que es el consumo privado —junto con el público— el componente de la demanda en el que se asienta el modesto crecimiento del área. Los últimos datos denotan una ralentización en el ritmo de aumento del consumo, que ya era patente en las cifras de la

sacelerado ligeramente y los excedentes empresariales de algunas ramas productivas siguen siendo elevados, sin que haya disminuido el ritmo de crecimiento de los precios. De hecho, la tasa de crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en el promedio del tercer trimestre ha sido igual a la del trimestre precedente, del 3,6%, y se ha mantenido igualmente estable, en 1,5 puntos porcentuales, el diferencial de inflación con el conjunto de países de la UEM.

La información disponible sobre la economía de Estados Unidos para el tercer trimestre de 2002 se mueve dentro de los márgenes de incertidumbre a los que se ha hecho referencia. La mejora del mercado laboral, la baja tasa de inflación y los reducidos tipos de interés han estimulado algunos componentes del consumo privado, mientras que los indicadores de opinión y los datos sobre inversión empresarial siguen estando notablemente deprimentes.

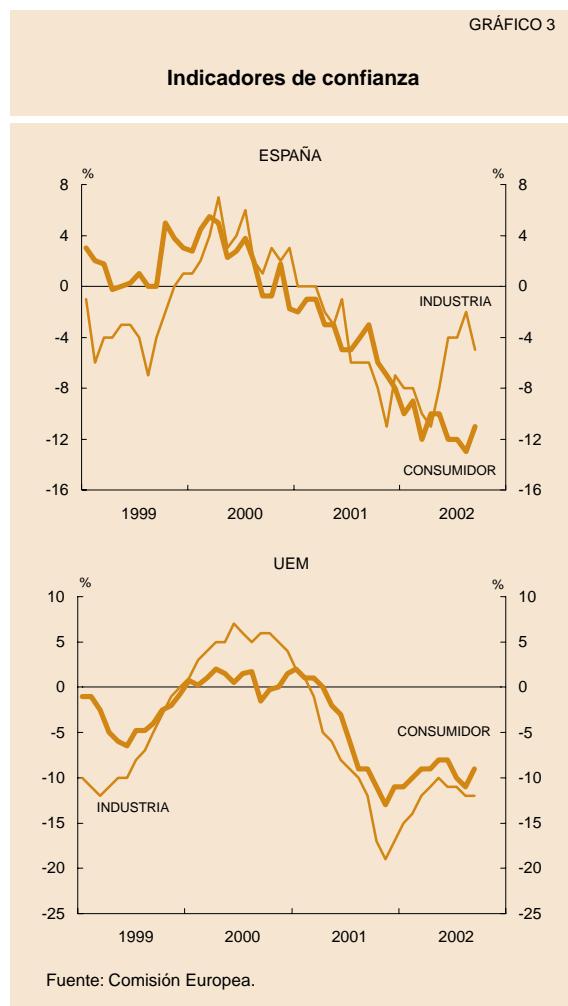
Contabilidad Nacional del segundo trimestre, lo que puede explicarse por las pérdidas de riqueza que han acumulado las familias y por la desaceleración del empleo. Aunque se espera que la productividad del trabajo se haya recuperado y se modere el fuerte crecimiento de los costes unitarios laborales del primer trimestre, el crecimiento de los márgenes empresariales sigue siendo bastante reducido.

La evolución del IAPC del conjunto de la zona en el transcurso del año refleja, básicamente, las fluctuaciones de los precios energéticos y de los alimentos no elaborados, manteniendo los componentes más estables del índice un ritmo de crecimiento más sostenido y elevado. La tasa interanual del agregado IPSEBENE en el tercer trimestre, del 2,5%, es inferior en solo una décima a la que se registró en el trimestre precedente.

En esta situación, el BCE ha mantenido inalterados los tipos de interés de intervención fijados el pasado mes de noviembre, a la vez que las expectativas bajistas se iban extendiendo por todos los mercados y disminuían los tipos bancarios y la rentabilidad de la deuda. El crecimiento de los agregados monetarios ha tendido a flexionar ligeramente y el ritmo de aumento de la financiación al sector privado se encuentra estabilizado ligeramente por encima del 5%. Las bolsas de valores han acentuado sus pérdidas a partir de los meses del verano y el tipo de cambio del euro frente al dólar, en fin, no ha experimentado cambios importantes.

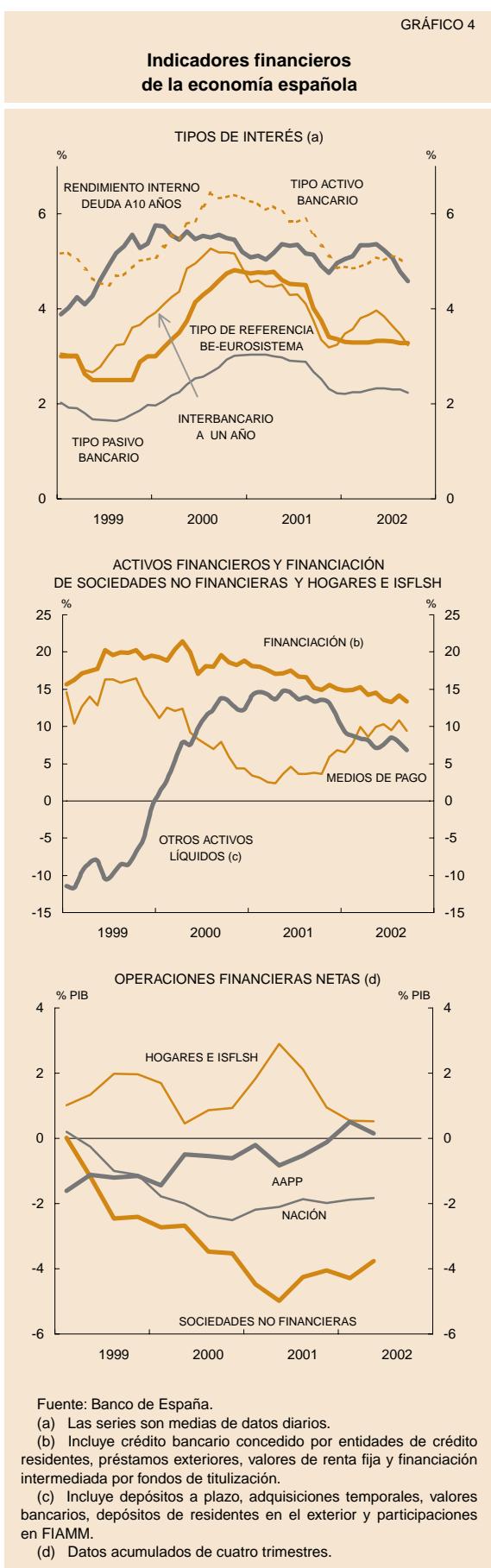
La evolución, más desfavorable de lo previsto, de la actividad económica ha llevado a varios Estados miembros a registrar desequilibrios presupuestarios superiores a los objetivos establecidos en sus Programas de Estabilidad y Crecimiento. En algunos casos, el pulso débil de la economía, junto con la insuficiente consolidación fiscal aplicada en la anterior fase expansiva del ciclo han propiciado la aparición de déficit que podrían situarse próximos o superar en el año en curso el límite establecido en el Tratado de la Unión Europea, y dificultar el logro de saldos equilibrados en el horizonte previsto. Es altamente deseable que el cumplimiento, por parte de estos países, de los ajustes estructurales acordados recientemente a instancias de la Comisión Europea permita a sus finanzas públicas adquirir en breve una posición compatible con la disciplina fiscal que exige el adecuado funcionamiento de la UEM.

La tasa de crecimiento real estimada para la demanda nacional de la economía española en el tercer trimestre de 2002 coincide con la avanzada para el PIB, el 1,8% en términos interanuales, esperándose una contribución de la



demandada exterior neta ligeramente negativa. La evolución reciente de la demanda nacional ha estado condicionada, en parte, por los movimientos de la variación de existencias estimados por el INE. Si se prescinde de estos movimientos, difíciles de valorar con la escasa información existente, se aprecia que la desaceleración de la demanda en el segundo trimestre del año fue una consecuencia, básicamente, de la pérdida de ritmo del consumo de los hogares, mientras que ahora, en el tercer trimestre, ha sido la inversión en equipo el componente que ha accusado una nueva caída en su tasa de avance. Tanto la inversión en construcción como el consumo privado han mantenido en estos últimos meses un comportamiento más estable, con tasas de variación interanuales similares a las registradas en el período precedente.

El crecimiento del consumo en el tercer trimestre, a pesar de las pérdidas de riqueza financiera y del clima de desconfianza que reflejan las encuestas, se explica, en cierta medida, por el aumento de la renta disponible real, al que siguen contribuyendo, por una parte y de



forma destacada, la evolución del empleo —a pesar de su desaceleración—, y por otra, la actividad de las Administraciones Públicas. Las ganancias de riqueza no financiera —asociadas al incremento de los precios de la vivienda— y los bajos tipos de interés vigentes han contribuido también al sostenimiento del consumo, siendo muy limitada, por el momento, la recuperación de la tasa de ahorro.

El crecimiento de las rentas familiares —presente y previsto— ha sostenido el aumento de la inversión en vivienda, que se ha beneficiado también de las expectativas de revalorización, en un contexto de fuertes caídas en las cotizaciones bursátiles y de condiciones de financiación muy favorables. En la última encuesta del Ministerio de Fomento, referida al segundo trimestre, se aprecian algunos síntomas de pérdida de impulso en el crecimiento de la inversión residencial privada, como consecuencia, posiblemente, de los altos niveles de precios ya alcanzados. La fortaleza de la inversión en construcción durante el tercer trimestre ha seguido contando con la importante contribución de la obra civil, tanto la pública como la realizada por empresas privadas.

Las condiciones monetarias expansivas en las que se desenvuelve la economía española han impulsado el gasto de las familias y han elevado sus niveles de endeudamiento. Los datos provisionales de las Cuentas Financieras del segundo trimestre reflejan que la capacidad de financiación de los hogares españoles se encuentran en niveles muy bajos y la información parcial del tercer trimestre no parece que vaya a alterar significativamente esta situación. De hecho, el crecimiento de la financiación al sector privado no financiero aumentó en agosto un 14,2%, ligeramente por encima de la tasa del segundo trimestre, confirmándose, en ambos casos, la creciente fortaleza de la financiación otorgada a las familias, mientras que se está desacelerando la dirigida a las empresas.

La descomposición de los datos de crédito al sector privado por finalidades muestra también, lógicamente, estas pautas de comportamiento. El crédito familiar para la compra de viviendas mantiene ritmos de crecimiento del 17%, mientras que el destinado al consumo lo hace en torno al 14% y con tendencia a la desaceleración. Esta pérdida de ritmo es aún más patente en el caso del crédito concedido a las empresas no financieras, sobre todo para actividades industriales y, en menor medida, de servicios, ya que el crédito para la financiación de las actividades del sector de la construcción sigue expandiéndose.

Otro rasgo destacado de la evolución de la economía española durante el tercer trimestre de 2002 ha sido la recuperación de los flujos del comercio de bienes con el resto del mundo. Los datos de los meses de julio y agosto muestran una notable recuperación de la exportación en prácticamente todas las áreas, con la excepción importante del continente americano, mientras que, por el lado importador, destacan las compras de bienes de consumo e intermedios, manteniéndose el tono deprimido en la importación de bienes de equipo. Aunque es necesario esperar los datos de los próximos meses para ver si, en un momento de notable atonía de los mercados mundiales, estas pausas se consolidan, el hecho de que el índice de valor unitario de las exportaciones haya registrado tasas de variación negativas en estos meses da una idea del esfuerzo que están realizando las empresas exportadoras para aumentar sus ventas en esta coyuntura tan poco favorable y de la compresión de márgenes que ello supone, dado el crecimiento de los costes unitarios laborales.

Si la mejora en los niveles de competitividad es un elemento esencial para que la economía española pueda beneficiarse de la esperada recuperación de los mercados mundiales, el mantenimiento de tasas de crecimiento del empleo positivas es un factor fundamental para que se siga avanzando en el proceso de convergencia real con los países de nuestro entorno, en esta fase baja del ciclo. Y para ello es preciso, por una parte, intensificar los procesos de liberalización y fomentar la eficiencia en el funcionamiento de los mercados, de forma que los crecimientos salariales, las ganancias de productividad y el ritmo de aumento de los precios se acomoden a los que prevalecen en los países más avanzados de nuestro entorno. En este sentido, resulta preocupante que, tal como se destacaba al principio de esta introducción, se mantenga un diferencial elevado en el ritmo de crecimiento del IAPC en relación con el de los países de nuestro entorno, diferencial que, en el promedio del tercer trimestre, ha rondado el punto porcentual en el caso de los bienes industriales no energéticos y casi el punto porcentual y medio en el caso de los servicios. La generalización de las cláusulas de revisión salarial en la negociación colectiva española puede llegar a dificultar seriamente la corrección de estos diferenciales.

Y es preciso, también, que la política fiscal siga manteniendo su compromiso con la estabilidad macroeconómica. En este sentido, la ejecución presupuestaria a lo largo de trimestre ha seguido evolucionando de acuerdo con el objetivo de equilibrio presupuestario para el conjunto de las AAPP en 2002, tal como se había establecido en la última Actualización del Programa de Estabilidad, y que se ha confirmado recientemente en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el 2003.

En el transcurso de este último trimestre se observa, sin embargo, un cierto debilitamiento en los ingresos impositivos y, en particular, del IVA, que contrasta con el dinamismo que había mantenido este impuesto en la primera parte del año, así como un crecimiento de las cotizaciones sociales notablemente inferior al del año pasado. Esta desaceleración se ha compensado parcialmente por el incremento de la imposición directa y, sobre todo, por la fuerte aceleración del impuesto de sociedades, que obedece, sin embargo, a un cambio en la normativa del impuesto, que solo afectará a la recaudación de este ejercicio. Por el lado del gasto, se mantiene el dinamismo de las prestaciones sociales, mientras que los gastos de funcionamiento avanzan a ritmos moderados, inferiores a los del PIB nominal. El avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado para el conjunto del ejercicio supone una intensificación de los ritmos de caída de ingresos y gastos en los meses que quedan del año.

En cuanto a los objetivos de política fiscal para el año 2003, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado estima que el saldo de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas se mantendrá nuevamente equilibrado y ello responderá a la consecución de posiciones de equilibrio de los distintos niveles de Gobierno, de acuerdo con las directrices de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. En la elaboración de estos Presupuestos se han tenido en cuenta la entrada en vigor, el próximo año, de la reforma del IRPF y el funcionamiento pleno del nuevo sistema de financiación autonómica, elementos, ambos, que incidirán, sin duda, en la ejecución presupuestaria del próximo año. El esfuerzo de coordinación entre los distintos niveles de gobierno de las Administraciones Públicas deberá reforzarse, ante los cambios recientemente aprobados en el Sistema de Financiación de las Corporaciones Locales.

2. El entorno exterior del área del euro

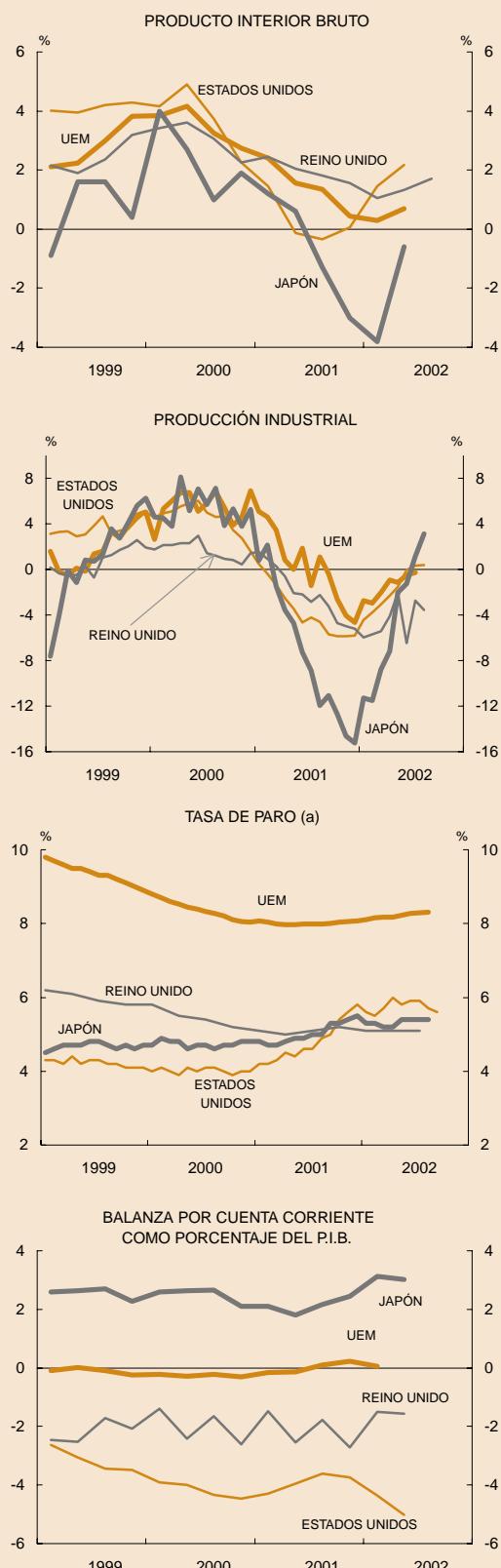
La economía mundial ha proseguido la senda de crecimiento durante el tercer trimestre de 2002, si bien a un ritmo más moderado, a raíz de la desaceleración de la demanda de importaciones en los EEUU. De forma paralela, las rebajas de las perspectivas de crecimiento en otras regiones han acentuado el protagonismo de la economía norteamericana en la coyuntura actual. Las dudas relativas a la fortaleza de la recuperación económica en los EEUU —centradas en la divergencia entre los indicadores reales, por un lado, que son en su mayoría más positivos, y los financieros y de opinión, mucho más negativos, por el otro—, junto con los riesgos geopolíticos existentes, se han traducido en un incremento de la aversión al riesgo y en tensiones de los precios del petróleo.

En los mercados financieros se han producido fuertes pérdidas en la renta variable, en un entorno de marcada volatilidad, así como en los bonos de alto riesgo, al tiempo que descendían significativamente las rentabilidades de la deuda soberana de las economías avanzadas, que han actuado como refugio ante la elevada incertidumbre. En los mercados cambiarios, se ha detenido el proceso de depreciación del dólar, y se aprecia una consolidación de los niveles alcanzados en la actualidad, con fluctuaciones en un rango estrecho. Por su parte, la vulnerabilidad de la economía japonesa ha propiciado una reversión, a finales del trimestre, de la tendencia a la apreciación del yen. En los mercados emergentes se ha intensificado la diferenciación entre la deuda soberana latinoamericana, cuyo deterioro ha sido significativo, aunque con grandes diferencias dentro de la región, y el resto de economías emergentes, cuya evolución ha sido más positiva. De la misma manera, la mayoría de las monedas latinoamericanas han seguido depreciándose, a diferencia de la tendencia estable o a la apreciación de las monedas de otras zonas emergentes.

En los EEUU, el PIB del segundo trimestre se saldó con un crecimiento del 1,3% trimestral anualizado, impulsado nuevamente por el consumo (que creció un 1,8%) y, sobre todo, por las existencias, que aportaron 1,31 puntos porcentuales al crecimiento del producto. Estos datos muestran una desaceleración de la actividad en relación con el primer trimestre, que parece haberse revertido en el tercero. Conforme a los indicadores parciales disponibles, se ha producido una mejora moderada en el consumo y en la inversión en bienes de equipo en el tercer trimestre, aunque también ha habido datos negativos, como los sucesivos descensos del indicador compuesto adelantado y los últimos datos de ventas al por menor y de producción industrial, con sendas disminuciones mensuales en sep-

GRÁFICO 5

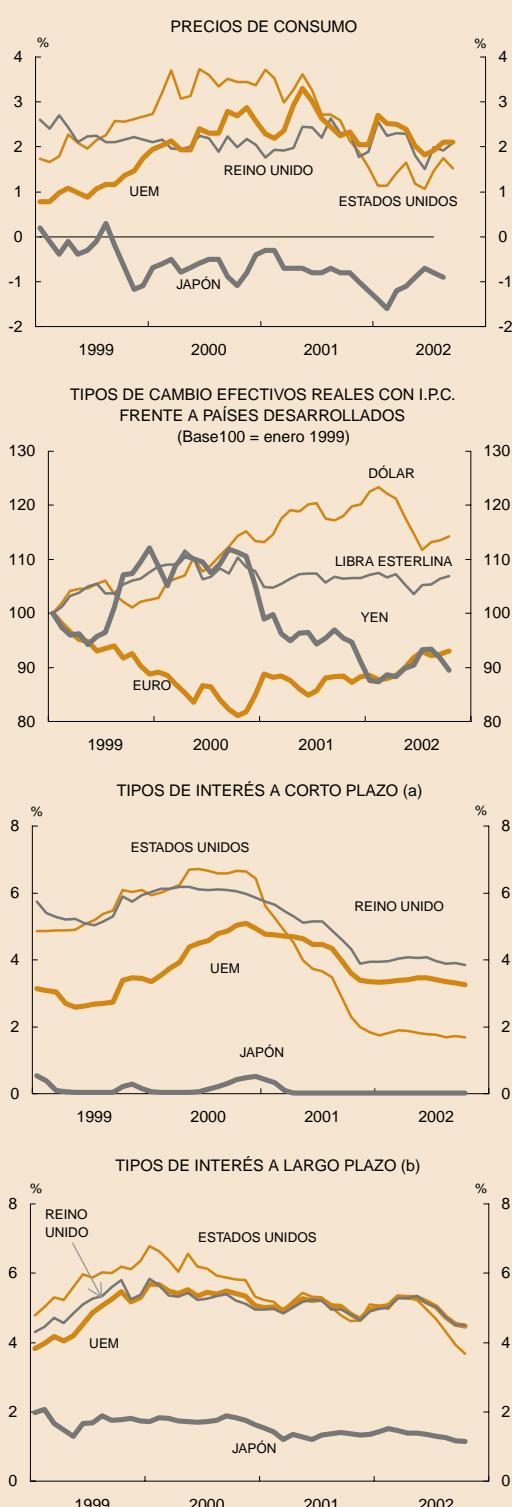
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales



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

GRÁFICO 6

Precios, tipos de cambio real y tipos de interés

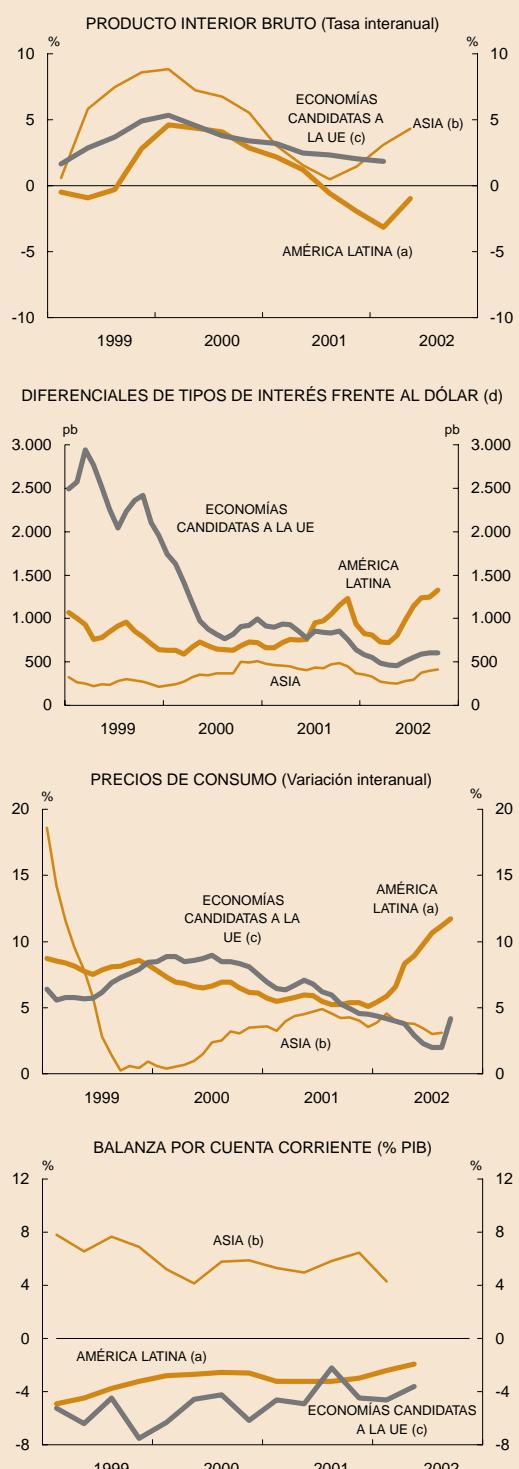


Fuente: Banco de España.

(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, México, 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.

tiembre (-1,2% y -0,1%, respectivamente). Esta evolución ha venido acompañada de un deterioro significativo de los indicadores de opinión de consumidores y, en menor medida, de empresarios. El índice de confianza del consumidor del *Conference Board* ha bajado hasta los niveles del pasado diciembre, y el de la Universidad de Michigan, a los inmediatamente posteriores al 11-S. Esta divergencia entre los indicadores de gasto y los de opinión es característica de los últimos meses, y parece relacionada con la inestabilidad bursátil y los riesgos geopolíticos mencionados anteriormente.

No obstante, sigue existiendo un conjunto de factores que sostienen la economía. El sector inmobiliario continúa registrando un dinamismo notable, y en el mercado de trabajo se aprecian indicios positivos, basados en el aumento de las horas trabajadas en relación con trimestres anteriores y en la reducción en el número de peticiones de prestaciones por desempleo. Adicionalmente, los avances en la productividad y en la contención de costes han sido capaces de moderar los costes laborales unitarios —de modo que los márgenes empresariales se han recuperado— sin incidir negativamente sobre los salarios reales, gracias, entre otros factores, a la moderación de la inflación (1,5% anual en septiembre). Ello ha contribuido, por el lado de las empresas, al aumento de los beneficios y a la disminución de la dependencia financiera —fenómeno que ha propiciado una cierta recuperación de los mercados bursátiles en octubre—, y, por el lado de las economías domésticas, a la mejora de las rentas reales, todo lo cual se traduce en recursos crecientes para invertir y consumir.

El déficit por cuenta corriente continuó aumentando y alcanzó durante el segundo trimestre el 5% del PIB, al tiempo que la política fiscal expansiva y el crecimiento del gasto en seguridad harán que en 2002 se incurra, por primera vez desde 1997, en un déficit público anual del 1,5%, que muy probablemente aumentará en los años siguientes.

En Japón, tras registrarse en el segundo trimestre un crecimiento positivo del 0,6% intertrimestral, se ha vuelto a producir una ralentización de la actividad, a causa de la paulatina desaceleración del crecimiento de las exportaciones, lo que cuestiona la incipiente recuperación económica. Por el lado de la oferta, la evolución de la demanda externa ha incidido negativamente sobre el sector manufacturero, a tenor de los indicadores de producción industrial y de expectativas empresariales. De forma paralela, los indicadores de consumo muestran un ritmo de actividad débil e irregular en la mayoría de los casos. En este contexto, se man-

tienen las presiones deflacionistas (la inflación anual se sitúa en el -0,9%) y continúa la atonía del mercado laboral, ya que la estabilidad reciente de la tasa de paro en el 5,4% de la población activa responde, básicamente, al descenso gradual de la población activa, producido por el desánimo de los trabajadores en búsqueda de empleo.

Las incertidumbres acerca de la evolución de la economía japonesa se han traducido en una corrección bursátil significativa, especialmente en el sector bancario. Ello ha llevado al Banco de Japón a instrumentar un plan de compras de acciones en poder de las entidades bancarias, al tiempo que el Gobierno ha aplazado el levantamiento de la plena garantía de los depósitos a la vista, previsto para abril del próximo año, y ha anunciado nuevas medidas de reestructuración del sistema bancario y un paquete antideflacionista, cuyos detalles deberían hacerse públicos en breve.

En el *Reino Unido*, la economía creció un 0,6% en el segundo trimestre de 2002 (1,3% interanual), impulsada por el consumo privado (1,4% trimestral) y las exportaciones (3,5% trimestral). Entretanto, la formación bruta de capital fijo cayó por sexto trimestre consecutivo, esta vez un 0,1%. En el tercer trimestre de 2002, los indicadores económicos señalan nuevamente la divergencia entre una demanda interna relativamente robusta, en especial el consumo privado (las ventas al por menor de agosto crecieron un 5% interanual), y un sector industrial que no termina de recuperarse (la producción industrial en agosto cayó un 3,5% interanual). El dato preliminar confirma la recuperación, con un crecimiento intertrimestral del 0,7% (1,7% interanual). La evolución del mercado laboral está contribuyendo a sostener el dinamismo del consumo, ya que la tasa de paro ha permanecido estable en el 5,2%, al tiempo que los salarios han mantenido un crecimiento interanual en torno al 4%, por encima de la inflación, que se mantiene en niveles moderados (2,1%). El comportamiento de los precios de consumo contrasta con el intenso crecimiento de los de la vivienda, que supera el 20% interanual.

En los países del *centro y este de Europa*, la noticia más relevante ha sido la recomendación de la Comisión Europea, el 9 octubre, de que diez de los países candidatos concluyan las negociaciones de adhesión este año, de manera que puedan incorporarse a la UE en 2004. En cuanto al resto de países aspirantes, la Comisión ha señalado como posible fecha de adhesión para Bulgaria y Rumanía el año 2007, mientras que no ha puesto fecha para las negociaciones con Turquía. Por lo que se refiere a la

evolución económica, en general se ha asistido a una ligera ralentización del crecimiento, consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda externa. Los factores que sostienen la actividad son, básicamente, la demanda interna y la instrumentación de políticas fiscales discretionales de carácter expansivo, que ha propiciado el aumento de los déficit por cuenta corriente. Esta evolución limita el grado de flexibilidad fiscal necesario para absorber los futuros costes de la ampliación y dificulta la consolidación de las cuentas fiscales necesaria dentro de la UE. Por países, la incidencia negativa de las inundaciones en la *República Checa* —junto con la fuerte apreciación de su moneda— se ha traducido en una ligera reducción de las perspectivas de crecimiento para este año y en un aumento del déficit público. En *Polonia*, la recuperación está siendo muy débil, a pesar de la fuerte reducción de tipos de interés oficiales, a causa de la atonía de la demanda externa y del estancamiento de la inversión y la producción industrial. En *Turquía* la situación se ha estabilizado relativamente, a la espera de las elecciones parlamentarias de noviembre, y ha continuado la mejora en los indicadores económicos, al tiempo que se satisfacen de forma estricta las condiciones del programa del FMI.

En *América Latina*, la recuperación no solo está siendo más lenta de lo esperado, sino que está sufriendo una reversión en algunos países, como Brasil y Venezuela, a causa de la incertidumbre de carácter político y financiero. El entorno externo también incide negativamente sobre la capacidad de crecimiento de la región, por la elevada aversión al riesgo global y las dudas sobre la economía estadounidense, factores que interaccionan con las vulnerabilidades intrínsecas de algunas economías latinoamericanas. En *Argentina*, los indicadores económicos reflejan una cierta estabilización del sector real (la caída del PIB se suavizó en el segundo trimestre hasta el 13,6% interanual), que aún se sustenta, sin embargo, sobre bases muy frágiles. Se ha avanzado en la normalización del sistema bancario, con medidas como la liberación parcial de los depósitos a plazo fijo (el llamado «corralón») y el inicio de un nuevo programa de canje voluntario de depósitos por bonos. No obstante, sigue sin definirse un plan global de reestructuración del sistema financiero y todavía no se ha resuelto definitivamente el conflicto entre el poder legislativo y el judicial. Estas incertidumbres han complicado el proceso de negociación con el FMI, necesario para facilitar la estabilización de la economía argentina.

En *Brasil*, la incertidumbre política ha continuado durante el tercer trimestre, en la antecámara de las elecciones, celebradas a final de octu-

bre. Esto se ha reflejado en un incremento sustancial del riesgo soberano y en una acusada depreciación del tipo de cambio, que han alcanzado máximos históricos en ambos casos. Dicha situación no solo genera tensiones fiscales, sino que también ha determinado una actitud más activista de las autoridades monetarias, reflejada en medidas orientadas a restringir la liquidez y en el incremento del tipo de intervención en 300 pb. En el plano económico, los indicadores muestran una recuperación más lenta de lo previsto, sujeta a riesgos a la baja derivados del deterioro de las condiciones financieras y de la elevada incertidumbre.

En otros países latinoamericanos, entre los que cabe destacar México y Chile, la evolución ha sido más positiva. No obstante, a diferencia de trimestres anteriores, en *Méjico* se ha asistido también a un ligero deterioro de las varia-

bles financieras, vinculado a la inestabilidad en Brasil y a la incertidumbre sobre la marcha económica de los EEUU. Aunque los indicadores continúan mostrando una recuperación gradual de la economía, hay señales de cierta desaceleración ligadas al sector exportador. Las autoridades han procedido a restringir el tono de la política monetaria, a la vista de la relativa resistencia a la baja de la inflación. En *Chile*, se ha confirmado la ralentización del crecimiento, aunque permanece en niveles superiores al resto de la región, y las perspectivas están sujetas a la evolución del entorno global, dado su amplio grado de apertura y la atonía de su demanda interna. En el resto de países, destaca, en el lado positivo, *Perú*, cuya economía ha estado creciendo hasta agosto, en promedio, un 4,1% interanual, si bien la debilidad de la inversión cuestiona la sostenibilidad de la coyuntura expansiva.

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

La evolución de la economía de la zona del euro a lo largo del tercer trimestre ha venido condicionada por el entorno económico y financiero internacional, que se ha caracterizado por una importante revisión a la baja de las cotizaciones bursátiles y por una elevada incertidumbre. Estos factores se han traducido en un retroceso de la confianza y en un repunte significativo del precio del petróleo, lo que, a su vez, ha conducido a que la demanda interna y el PIB del área presenten un dinamismo menor del esperado a principios de año. Así, la mayor parte de los organismos internacionales han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB de la UEM para los años 2002 y 2003 en relación con las publicadas en primavera. En este contexto de debilidad de la demanda, las perspectivas de inflación han mejorado ligeramente, a pesar de que el aumento de los precios del petróleo y las inundaciones han impulsado al alza la tasa de inflación en los meses de verano. Por el lado de la política fiscal, se ha producido un deterioro de los saldos presupuestarios en un gran número de países, que solo se explica, parcialmente, por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Finalmente, en este contexto de incertidumbre sobre el vigor de la recuperación de la economía y de cierta mejora de las perspectivas sobre la tasa de inflación, el Consejo de Gobierno del BCE no ha alterado el tono de su política monetaria en las reuniones celebradas, de manera que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en la actualidad en el 3,25%, invariante desde noviembre de 2001.

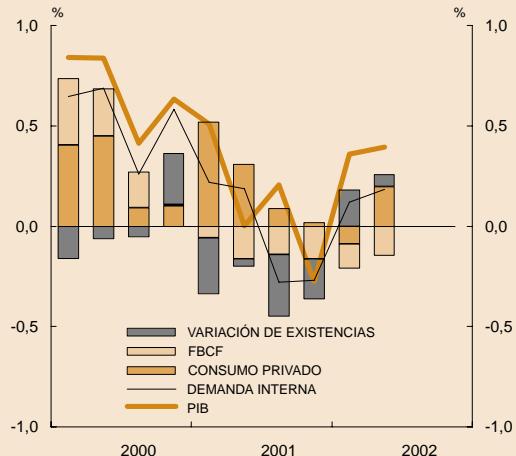
3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional de la UEM del segundo trimestre de 2002, el PIB creció un 0,4% en términos intertrimestrales, la misma tasa registrada en el período anterior. En términos interanuales, esta relativa estabilidad de la actividad se tradujo en un aumento del producto del 0,7%, cuatro décimas por encima del observado en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Por primera vez desde mediados de 2001, la demanda interna, excluidas existencias, registró una tasa intertrimestral positiva, aunque muy moderada, del 0,1%. Ello se debió a la recuperación del consumo privado, que compensó el menor ímpetu del consumo público. La formación bruta de capital fijo presentó una tasa negativa del 0,7%, similar a la del trimestre anterior. La reducción intertrimestral de la formación bruta de capital fijo por sexto trimestre consecutivo situó la tasa interanual alrededor del -3%, como resultado de un comportamiento algo más deprimido de la

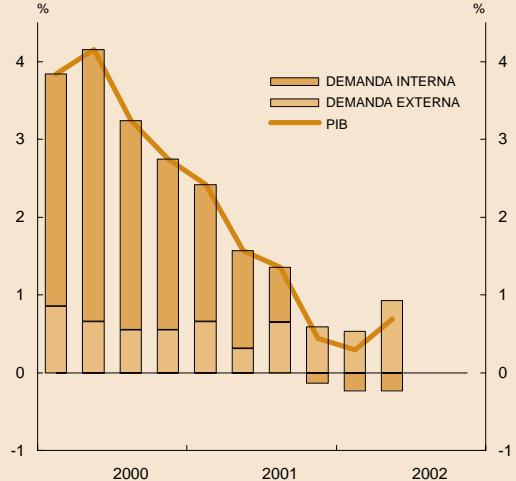
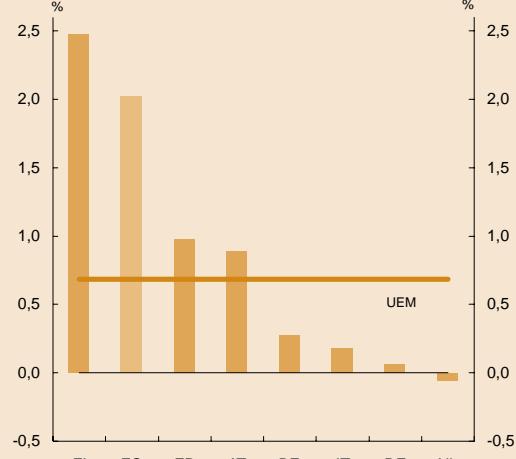
GRÁFICO 8

PIB en la UEM

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL P.I.B.



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL P.I.B.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL
(Segundo trimestre de 2002)

Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

inversión en equipo que de la construcción. El sector exterior tuvo una contribución ligeramente positiva al crecimiento del producto, del 0,2%, que, aunque coincide con la observada en el primer trimestre del año, es consecuencia de una importante recuperación tanto de las exportaciones como de las importaciones en relación con los trimestres anteriores. Finalmente, la variación de existencias registró por segundo trimestre consecutivo una aportación positiva de una décima al crecimiento económico, marcando el inicio del proceso de acumulación de inventarios, tras más de un año de contribuciones negativas.

Los datos de la contabilidad nacional por países ponen de manifiesto situaciones cíclicas diferenciadas. Así, entre los países que disponen de contabilidad nacional trimestral, el crecimiento interanual del PIB en Alemania, Italia, Holanda y Bélgica fue casi nulo en el segundo trimestre del año, mientras que en Francia y Austria alcanzó el 1%, y en España y Finlandia se situó en el 2% o por encima. A grandes rasgos, estas diferencias en las tasas de crecimiento del PIB vienen determinadas por la evolución de la demanda interna, ya que el comportamiento de la demanda externa y de la contribución de existencias presenta pautas más homogéneas entre los grupos de países señalados. En particular, los países que más crecen son aquellos en los que el consumo es más dinámico y la formación bruta de capital fijo ha retrocedido en menor medida.

La estabilidad en la tasa de crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre del año 2002 es el resultado de una relativa desaceleración de las ramas industriales y de un mayor dinamismo de los servicios. A su vez, la debilidad de la actividad productiva a lo largo de los últimos trimestres se ha traducido en una paulatina reducción del ritmo de creación de empleo, que se estancó en el segundo trimestre del año. En todo caso, la evolución del producto y del empleo a lo largo de este período supuso una cierta recuperación de la productividad aparente del trabajo, que volvió a mostrar tasas de variación interanual ligeramente positivas.

La información disponible más reciente del área del euro relativa al tercer trimestre apunta a una pausa en el proceso de recuperación de la actividad económica. En particular, los indicadores de confianza de la Comisión Europea y las encuestas de directores de compras de los sectores manufacturero y servicios alcanzaron en el tercer trimestre valores inferiores a los del segundo, con lo que se interrumpió la senda ascendente iniciada a finales del pasado año. El indicador de opiniones de la CE referido a la

construcción también ha perdido dinamismo en los meses de verano. Por su parte, el índice de producción industrial moderó en el período julio-agosto su tasa de avance (véase parte superior del gráfico 9).

Desde la óptica de la demanda, los indicadores de consumo no han ofrecido signos tan definidos de desaceleración a lo largo de los meses de verano como los que reflejan los indicadores de actividad. Así, aunque la confianza de los consumidores registró un retroceso en el período julio-septiembre, el dato de septiembre supuso un avance, tras el empeoramiento de agosto, vinculado a unas perspectivas algo más favorables sobre la situación general de la economía (véase gráfico 9). De acuerdo con la misma encuesta, el indicador de confianza de los minoristas inició en los meses de verano un leve proceso de mejora, que parecen corroborar los datos disponibles, todavía incompletos, de ventas al por menor para el área en su conjunto. Por otra parte, el indicador de matriculaciones de automóviles mostró una recuperación en el tercer trimestre, aunque la tasa interanual todavía es negativa. Por el lado de la inversión, los datos disponibles no muestran un cambio de la tónica de debilidad que caracteriza a este agregado. Indicadores como la cartera de pedidos en la industria o las expectativas de producción de la encuesta de confianza de la CE mostraron un retroceso en los meses de verano, tras el avance que habían registrado anteriormente. A su vez, la utilización de la capacidad productiva se ha mantenido prácticamente estancada durante los últimos trimestres. El panorama se torna todavía algo más negativo en el sector de la construcción, donde, según las encuestas de opinión elaboradas por la Comisión Europea, las carteras de pedidos se deterioraron notablemente en el tercer trimestre. Por otra parte, la fragilidad de la recuperación de la demanda mundial puede estar afectando a la evolución de las ventas al exterior. Así, la cartera de pedidos industriales procedentes del exterior empeoró en el tercer trimestre en relación con el segundo, lo que confirmó la tendencia apuntada por el registro del indicador de expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la industria a principios del período analizado.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, los indicadores de empleo procedentes de las encuestas de opinión empresarial presentan una evolución desfavorable en el tercer trimestre del año, especialmente en los sectores de construcción y de servicios, que, sin embargo, apenas se ha reflejado en la cifras de desempleo. Así, la tasa de paro solo ha repuntado una décima respecto al trimestre anterior, hasta el 8,3%.

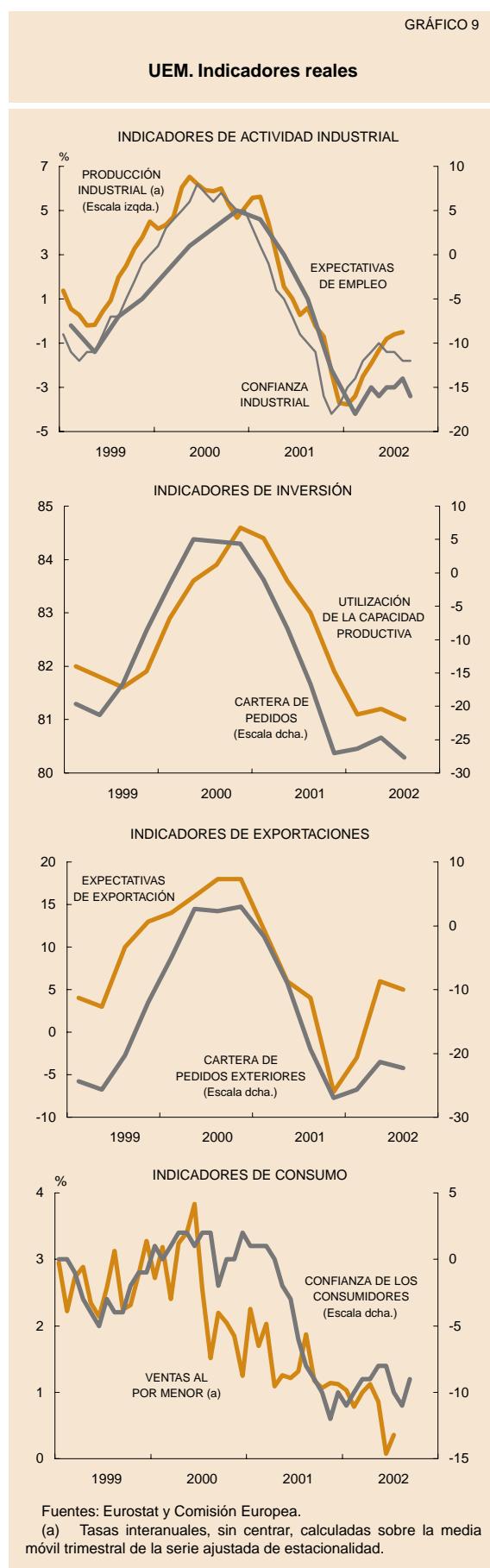
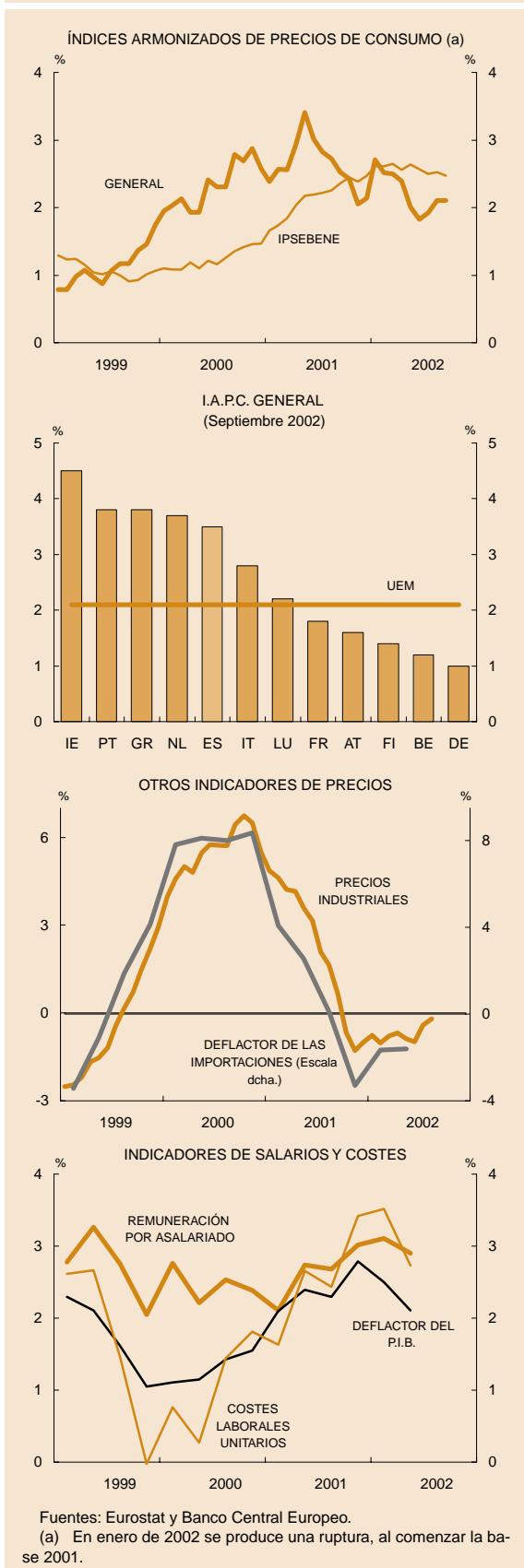


GRÁFICO 10

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


En síntesis, el panorama expuesto apunta a un crecimiento del producto en el tercer trimestre similar o ligeramente inferior al del primer semestre, dentro del intervalo de crecimiento estimado por la DG-ECFIN (0,2%-0,5%) para dicho período. Por el lado del gasto, es previsible que se repita, o incluso se incremente, la aportación positiva de la demanda interna, junto con una menor contribución de la demanda exterior. No obstante, la caída de los precios bursátiles y el clima de elevada incertidumbre están dificultando una sólida recuperación del gasto privado. En particular, la pérdida de valor de la riqueza financiera de las familias está afectando a la evolución del consumo, con lo que cabe esperar una ligera recuperación de su tasa de ahorro. Además, la trayectoria descendente de las cotizaciones —que ha venido acompañada del aumento de las primas de riesgo de la deuda privada— ha encarecido y dificultado la financiación de las empresas. A su vez, el deterioro de los márgenes y el elevado nivel de incertidumbre sobre la situación política internacional y sobre la intensidad de la recuperación están provocando que las empresas pospongan sus decisiones de adquisición de bienes de capital.

Los distintos indicadores de precios del área han mostrado un ligero aumento a lo largo del tercer trimestre, debido, en gran medida, a la subida del precio del petróleo y a los efectos de las inundaciones en Europa Central sobre las cosechas. Por lo que respecta a la determinación de los precios interiores, solo se dispone de información de los costes laborales unitarios de algunos países integrantes de la UEM hasta el segundo trimestre de 2002, según la cual estos han crecido algo por encima del 2,5% en ese período, en términos interanuales. Esto supone una notable moderación respecto a las tasas observadas en los trimestres previos, que superaban el 3%, como consecuencia de la recuperación de la productividad antes mencionada. Por consiguiente, dado que el deflector del PIB aumentó en igual período un 2,1%, los márgenes han registrado una nueva contracción, aunque inferior a la del trimestre precedente. En el recuadro 1 se analiza la evolución del empleo y de los costes en la actual fase de recuperación.

En cuanto a la evolución de los precios de consumo, en septiembre, la inflación de la UEM, medida en términos de la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en el 2,1%, tres décimas por encima de la cifra registrada en junio. Esta evolución obedece, en parte, a factores de carácter transitorio, como es el repunte de los precios de los alimentos no elaborados, asociado a los efectos del clima adverso que afectó a gran parte de Europa al final del

RECUADRO 1

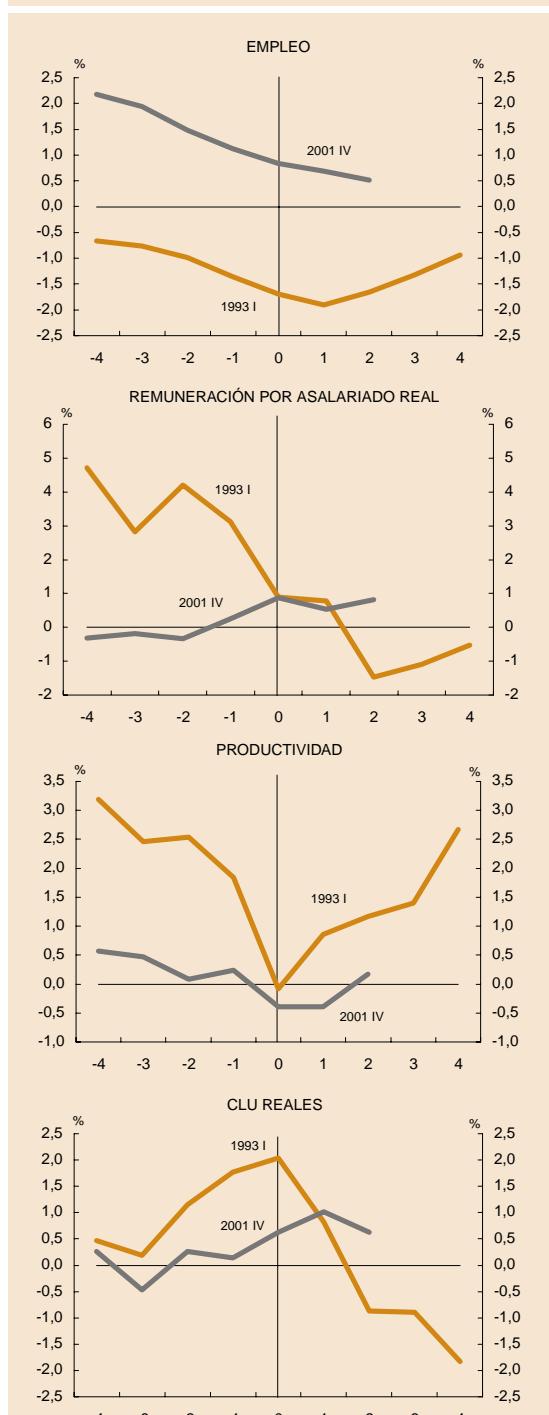
Evolución de los costes laborales en la UEM en la actual fase de recuperación cíclica

La información disponible parece confirmar que la desaceleración cíclica de la actividad en la UEM alcanzó su mínimo en el cuarto trimestre de 2001. La fase de recuperación que se ha iniciado en 2002 está siendo, sin embargo, algo vacilante, a juzgar por el deterioro de algunos indicadores en los últimos meses. Para valorar las perspectivas económicas, es crucial analizar la evolución de los costes laborales, la productividad y los márgenes empresariales, pues la interacción de estas variables constituye uno de los principales determinantes del crecimiento del producto en el medio plazo.

En el transcurso de la desaceleración que se desarrolló en torno al mínimo cíclico de 1993 tuvo lugar un intenso proceso de destrucción de empleo en la UEM. El número de ocupados se redujo en torno a un 3% y la tasa de paro aumentó dos puntos porcentuales entre 1992 y 1994, hasta el 11%. El aumento de la productividad fue muy acusado en esos años, aunque se debió, sobre todo, a la caída del empleo, sin observarse ganancias genuinas de eficiencia en la utilización del factor trabajo. De hecho, la escasa sensibilidad de los salarios a la desaceleración de la actividad provocó un fuerte deterioro de los márgenes e incentivó la sustitución de trabajo por capital. Solo tras el intenso ajuste del empleo, se observó una cierta moderación salarial y una recomposición de los márgenes, gracias al intenso aumento de la productividad. De este modo, la dinámica salarial hizo que el empleo fuera la principal variable de ajuste, lo que tuvo implicaciones desfavorables para la evolución del consumo privado y, en general, de la demanda interna.

Por el contrario, en el reciente período de debilidad cíclica, el ajuste del mercado de trabajo se ha limitado a una desaceleración progresiva de la creación de empleo, sin que haya habido destrucción neta de puestos de trabajo, de modo que la tasa de paro apenas ha repuntado dos décimas, hasta el 8,3%, a lo largo del ciclo. El buen comportamiento del empleo ha estado ligado, al menos en parte, a reformas como la disminución de los costes laborales no salariales, la progresiva introducción de fórmulas flexibles de contratación y el perfeccionamiento de los incentivos a la participación que han sido adoptados en algunos países. Sin embargo, los aumentos salariales —si bien fueron más moderados que los observados en los primeros años noventa— han resultado algo excesivos, dado el escaso crecimiento de la productividad. Esto ha conducido a que los CLU reales hayan registrado tasas de expansión positivas y crecientes durante el último año, con el consiguiente deterioro de los márgenes, lo que ha podido retraer el desarrollo de nuevos proyectos de inversión.

La información disponible sobre el segundo trimestre de 2002, aunque todavía incompleta, apunta a una corrección de estas tendencias, mostrando una cierta recuperación de la productividad y una desaceleración de los CLU nominales y reales. Sin embargo, existen algunas dudas acerca de la evolución salarial en los próximos meses, puesto que persiste el riesgo de que los trabajadores intenten compensar las menores ganancias de poder adquisitivo obtenidas en los últimos años como consecuencia de los distintos *shocks* transitorios —entre los que destaca el del petróleo— que afectaron a la tasa de inflación. La ruptura de la trayectoria de moderación salarial resultaría, lógicamente, muy negativa para la evolución de la inversión y el empleo, con lo que, en definitiva, obstaculizaría la recuperación sostenida de la actividad económica.

Empleo y costes laborales en la UEM (a)

Fuentes: BCE y Eurostat.

(a) Tasas de variación interanual. El período «0» representa los trimestres en que el PIB registró su mínimo cíclico, y corresponde al primer trimestre de 1993 y al cuarto trimestre de 2001, respectivamente.

	Administraciones Pùblicas del área del euro: saldos presupuestarios (a)					CUADRO 1
						% del PIB
	1998	1999	2000	2001	2002 (b)	2002 (c)
Bélgica	-0,7	-0,5	0,1	0,3	0,0	-0,1
Alemania	-2,2	-1,5	-1,3	-2,8	-2,0	-2,9
Grecia	-2,5	-1,9	-0,8	-0,4	0,8	0,8
España	-2,7	-1,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0
Francia	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5	-1,4	-2,5
Irlanda	2,4	2,2	4,4	1,5	0,7	-0,4
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-2,2	-0,5	-2,0
Luxemburgo	3,1	3,6	5,6	6,1	2,8	1,0
Holanda	-0,8	0,7	1,5	0,1	1,0	-0,8
Austria	-2,4	-2,3	-1,9	0,1	0,0	-0,5
Portugal	-2,6	-2,4	-3,3	-4,1	-1,8	-3,6
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9	2,6	3,1
PRO MEMORIA:						
UEM						
Saldo primario	2,5	2,9	3,1	2,4	2,7	
Saldo total	-2,2	-1,3	-0,9	-1,5	-0,9	-1,9
Deuda pública	73,5	71,9	69,4	69,2	67,2	

Fuentes: Comisión Europea, Programas de Estabilidad Nacionales y FMI.

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

(b) Objetivos de los programas de estabilidad que fueron presentados entre noviembre y diciembre de 2001.

(c) Previsiones contenidas en el *World Economic Outlook* del FMI (septiembre 2002). La metodología subyacente a estas cifras puede no ser plenamente consistente con las cifras presentadas para el período 1988-2001.

verano y a la interrupción de la tendencia bajista del componente energético, ante la escalada de la tensión en Oriente Medio. No obstante, el componente de servicios siguió creciendo a tasas superiores al 3%, lo que determinó que la inflación subyacente, medida por el índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados (IPSEBENE), se situara en el 2,5%. Tras esta resistencia a la baja del indicador de núcleo inflacionista se encuentran todavía los efectos retrasados de la concatenación de perturbaciones adversas ocurridas en los últimos años, el canje al euro, aumentos impositivos y el elevado crecimiento de los costes laborales unitarios. En todos los países, el IAPC aumentó respecto a los niveles de junio, con la excepción de Irlanda, Holanda y Finlandia. Como se observa en el segundo módulo del gráfico 10, existen elevadas diferencias entre las tasas de inflación de los países integrantes de la UEM. Así, destaca un grupo de países cuya inflación es superior al 3% y otro grupo en el que los precios de consumo crecen por debajo del 1,5%. Por lo que se refiere a los precios industriales, a lo largo del trimestre se ha ido desacelerando su proceso de caída: en el mes de agosto su tasa interanual se situó en el -0,2%, frente al -1% que mostraron en el mes de junio, debido a la desfavorable evolución del componente energético, ya que el aumento de

los precios de los bienes de consumo se mantuvo estable.

La evolución de la inflación en los próximos meses dependerá del dinamismo que adquiera la actividad económica y de la evolución salarial, así como de la trayectoria del precio del crudo, estrechamente ligada al conflicto de Irak. Por otra parte, la reciente evolución del tipo de cambio puede aminorar las presiones inflacionistas actuales.

Por lo que se refiere a la evolución de las transacciones comerciales del área del euro con el exterior, la balanza comercial mostró un superávit en el período enero-julio de 71 mm de euros, frente a los 32 mm contabilizados en el mismo período del año anterior, debido a la favorable evolución de las exportaciones. Por lo que se refiere a la cuenta financiera, las salidas netas de capital por inversiones directas y en cartera han experimentado una notable reducción, acumulando un saldo de 6 mm de euros, que contrasta con los más de 100 mm de euros registrados en el mismo período del año anterior. Esta composición de la balanza comercial y de la cuenta financiera ha perfilado una trayectoria más equilibrada de la balanza básica, cuya evolución se analiza con más detalle en el recuadro 2.

RECUADRO 2

Evolución reciente de la balanza de pagos del área del euro

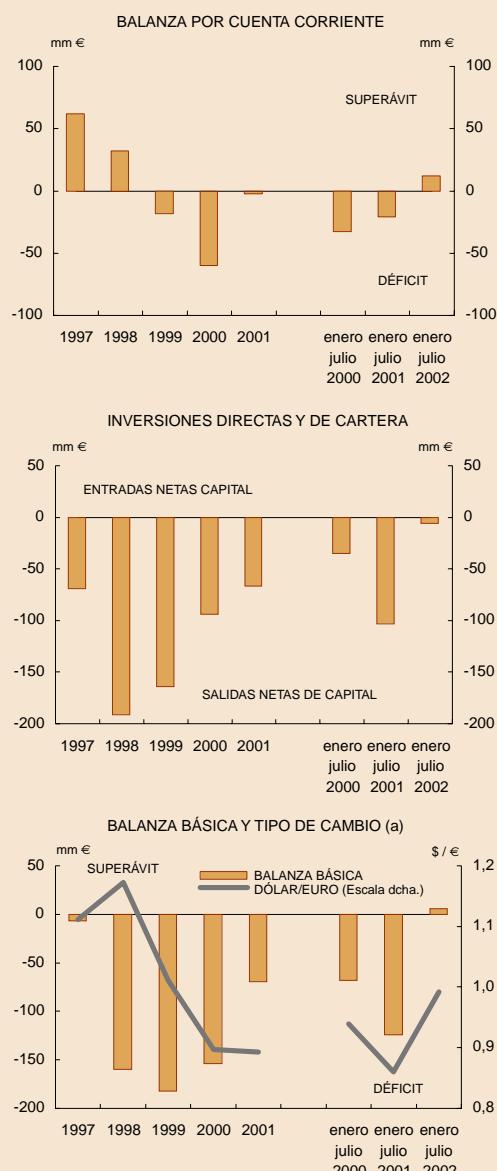
Desde el comienzo de la Unión Monetaria hasta finales del año 2001, la balanza de pagos del área del euro registró una combinación de déficit por cuenta corriente junto con considerables salidas netas de capital por inversiones directas e inversiones de cartera. La suma del saldo por cuenta corriente y de estos flujos de capital netos se denomina *balanza básica*, concepto que permite aproximar las necesidades de financiación de una economía que son inducidas por la evolución del comercio de bienes y servicios y de los flujos de inversión en el exterior de carácter más permanente. En el trienio 1999-2001, el déficit acumulado por cuenta corriente de la UEM alcanzó los 80 mm de euros y las salidas netas de capital por inversiones directas y de cartera fueron de 204 y 121 mm de euros, respectivamente, con lo que la balanza básica mostró un saldo deficitario por un importe de 405 mm de euros en términos acumulados. La principal fuente de financiación de ese saldo fue el endeudamiento en el exterior de las Instituciones Financieras Monetarias del área del euro.

Sin embargo, como se observa en el gráfico adjunto, la balanza de pagos ha registrado recientemente cambios significativos. En primer lugar, la balanza por cuenta corriente mostró en 2001 un saldo equilibrado, que se ha transformado en superávit en el período transcurrido de 2002 para el que se dispone de información (enero-julio). El principal determinante de esta mejora ha sido la balanza comercial, cuya evolución ha estado muy influida por los cambios en los volúmenes de comercio y en la relación real de intercambio. En 2001, el efecto sobre la balanza de bienes derivada de la caída del comercio fue prácticamente nulo, pues afectó tanto al volumen de exportaciones como al de importaciones, mientras que, durante la primera mitad de 2002, los indicadores disponibles han presentado un mayor dinamismo de las ventas al exterior que de las compras. Por otro lado, a lo largo de 2001, la relación real de intercambio fue mejorando y registró en la segunda parte del año, y también en el primer semestre de 2002, tasas de variación positivas como consecuencia del menor crecimiento de los precios de las importaciones que de las exportaciones. Sin embargo, es posible que esta tendencia se detenga, debido al encarecimiento del precio del petróleo observado en los últimos meses.

En segundo lugar, las salidas netas de capital a través de inversiones directas y de cartera han remitido considerablemente en el período reciente. Hasta el comienzo de 2001, la adquisición neta de activos exteriores estuvo influida por las favorables perspectivas de la economía estadounidense, que eran, a su vez, consecuencia de la prolongada fase de crecimiento de ese país, el significativo aumento de la productividad y el auge bursátil. Sin embargo, desde mediados de 2001 se ha observado una reducción tanto de las entradas como de las salidas de capital de la UEM, así como una elevada variabilidad del sentido de dichos flujos en términos netos. Estos movimientos se enmarcan en un entorno de peores perspectivas de beneficios de las empresas, mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales y caídas bursátiles generalizadas, lo que también está en línea con la menor actividad observada de fusiones y adquisiciones de empresas extranjeras. En términos netos, los cambios en los flujos financieros con el exterior se han saldado con unas menores salidas netas de capital por inversiones directas y de cartera del sector privado no residente en 2001 y los meses transcurridos de 2002, lo que, junto con la evolución de la balanza por cuenta corriente, ha determinado una trayectoria más equilibrada de la balanza básica.

Esta evolución puede explicar parte de la tendencia a la apreciación del euro frente al dólar observada en la primera mitad del presente año. Asimismo, las variaciones cambiarias han podido alentar mayores entradas netas de capital en la UEM, en la medida que hayan alimentado expectativas de aumentos adicionales en el valor del euro.

Balanza de pagos de la zona del euro



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Los datos del tipo de cambio son la media del último mes de cada período considerado.

En el terreno de la política fiscal se ha producido un deterioro significativo de las posiciones presupuestarias en algunos Estados miembros, superando los objetivos de déficit público que habían establecido en los programas de estabilidad (véase cuadro 1). Así, en Francia, Italia y Portugal, las autoridades han elevado considerablemente sus objetivos de déficit para el presente ejercicio, hasta el 2,6%, 2,1% y 2,8% del PIB, respectivamente. Además, en Portugal se ha producido una sustancial revisión al alza del desequilibrio presupuestario alcanzado en el año 2001, hasta el 4,1% del PIB. Esta violación del límite de déficit del 3% del PIB ha desencadenado la puesta en marcha, por parte de la Comisión Europea, del procedimiento de déficit excesivo. Las autoridades alemanas reconocen, por su parte, que el déficit público puede sobrepasar el 3% en 2002. La delicada situación presupuestaria de estos países en términos de los saldos observados, que tiene sus orígenes en la falta de ambición mostrada en el período de mayor crecimiento, ha sufrido un agravamiento en la etapa actual de relativa debilidad de la actividad.

En este contexto, la Comisión Europea ha presentado una iniciativa, por la que se sugiere una senda de ajuste de la política fiscal en los Estados que aún presentan desequilibrios. Esta iniciativa, que ha sido respaldada de forma casi unánime por los países de la UEM, propone que esos Estados se comprometan a la aplicación de una estrategia creíble de consolidación presupuestaria a partir de 2003, que conduzca en el medio plazo a posiciones próximas al equilibrio presupuestario. La estrategia debe centrarse sobre una especificación detallada de las medidas que permitirían alcanzar el objetivo y sobre hipótesis realistas acerca del entorno macroeconómico.

Además, en las últimas semanas ha tenido lugar la presentación de los presupuestos para el próximo año de la mayoría de los países del área. El gobierno francés planea un objetivo de déficit del 2,6% para 2003. Los presupuestos elaborados en este país dan respuesta a algunas de las prioridades formuladas por las autoridades, tales como el aumento del gasto militar y en seguridad interior y justicia, y la rebaja —aunque modesta— de la imposición sobre la renta. Por su parte, en Italia, los presupuestos prevén que el déficit se reduzca hasta el 1,5% del PIB en 2003. La consecución de este objetivo descansa sobre una reducción de las transferencias a las autoridades regionales y locales, la congelación del empleo público y los ingresos extraordinarios derivados de una amnistía fiscal. Al mismo tiempo, el documento incluye una disminución de los tipos del impuesto sobre la renta para los niveles más bajos de la

escala de ingresos. En Portugal, donde las autoridades están procediendo a realizar ventas de activos inmobiliarios que les permitan cumplir con el objetivo revisado de déficit para este año, el saldo negativo de las cuentas públicas se reducirá, según el proyecto de presupuestos, hasta el 2,4% del PIB en 2003. Finalmente, en Alemania, el gobierno en funciones ha anunciado que la reconstrucción tras los daños originados por las recientes inundaciones será financiada a través de un aumento transitorio de 1,5 puntos porcentuales del impuesto de sociedades y del retraso de la fase de la reforma fiscal que debería entrar en vigor al comienzo del año próximo. Además, el acuerdo provisional entre los partidos de la coalición que integrarán el nuevo gobierno incluye diversas medidas de consolidación presupuestaria.

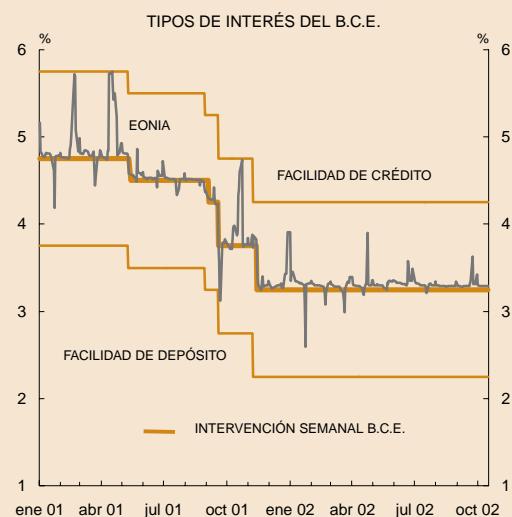
3.2. Evolución monetaria y financiera

En un marco de incertidumbre sobre la fortaleza del proceso de recuperación económica y sobre la moderación de los precios, con unas perspectivas inflacionistas condicionadas a corto plazo por los conflictos políticos internacionales, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido sin variación los tipos de interés oficiales. Por tanto, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad de depósito y el de la facilidad marginal de crédito permanecen en el 3,25%, 2,25% y 4,25%, respectivamente (véase gráfico 11).

A lo largo del tercer trimestre se ha observado una reducción de los tipos de interés tanto en el mercado monetario como en el bancario, lo que ha podido estimular la demanda de crédito, a pesar de la relativa debilidad de la actividad. Por su parte, el agregado monetario M3 sigue evolucionando a tasas de crecimiento elevadas, afectado por los trasvases de cartera hacia activos a corto plazo. No obstante, la notable caída de las cotizaciones bursátiles en lo que va de año, el aumento de las primas de riesgo de la deuda privada y la apreciación del tipo de cambio probablemente han compensado con creces los efectos favorables de los descensos de los tipos de interés sobre el gasto de la economía. Dada la posición cíclica de la economía española en relación con la media de la UEM y su tasa de inflación, las condiciones financieras continuaron siendo holgadas, a tenor, por ejemplo, del perfil más expansivo que mantuvo el crédito concedido al sector privado.

La evolución de los tipos de interés del mercado monetario ha ido reflejando un progresivo cambio de expectativas. Como se observa en la parte superior del gráfico 12, a medida que

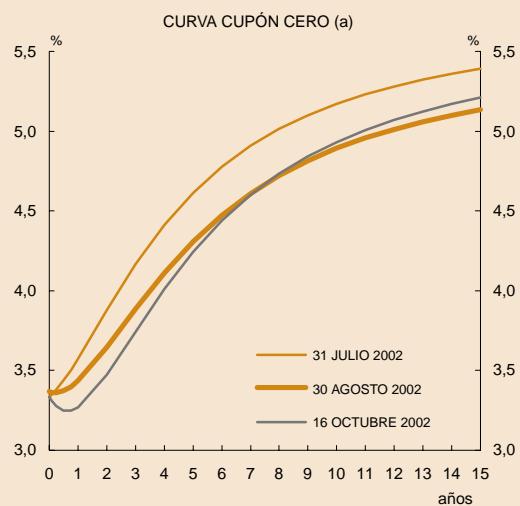
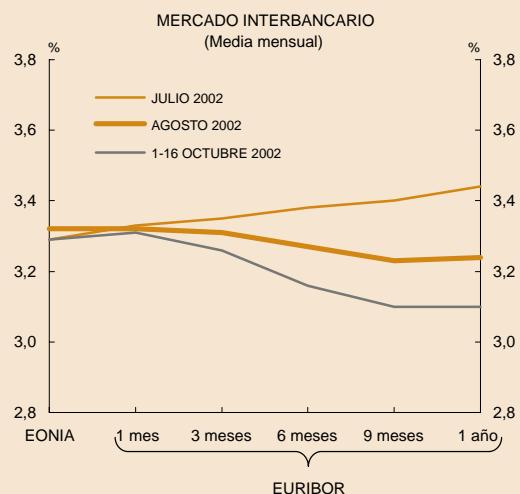
GRÁFICO 11

**Tipos de interés del BCE
y tipos de cambio del euro**


Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

se fue consolidando la percepción del retraso en el proceso de recuperación de la actividad, se produjo una reducción de los tipos de interés a partir del plazo de tres meses. Este mismo mensaje se confirma de forma más precisa a partir de los tipos esperados a un mes, según los cuales se ha pasado de prever a principios del verano un aumento a anticipar una bajada de los tipos de interés para el primer trimestre de 2003 (véase la parte inferior del gráfico 12).

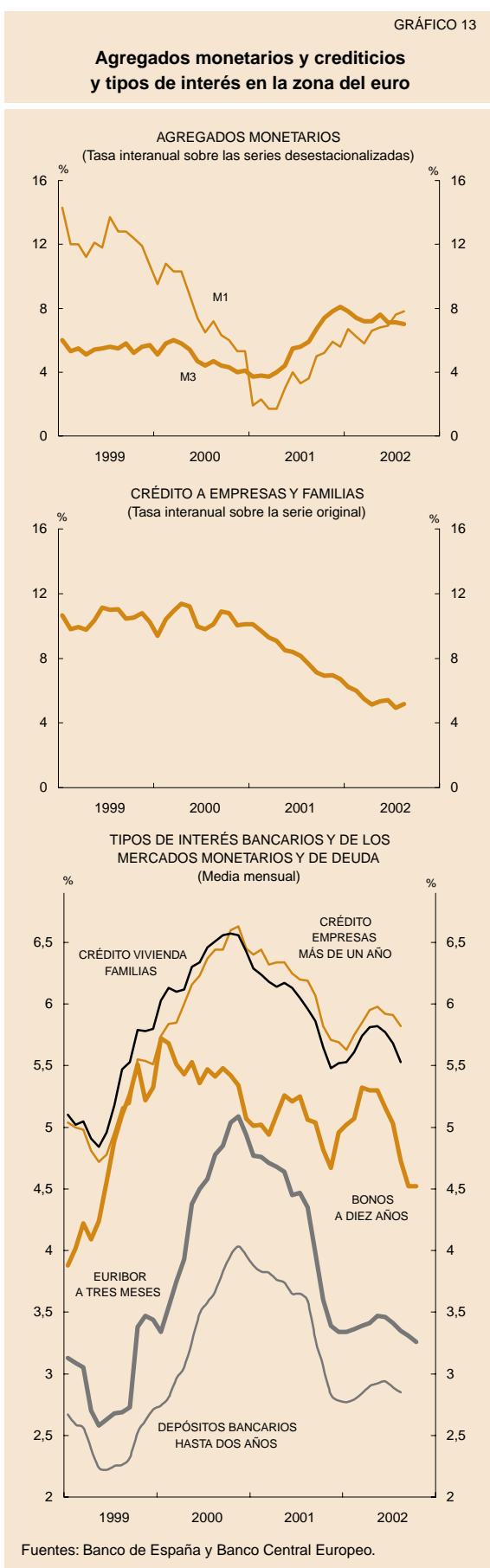
Los tipos de interés de largo plazo también se han reducido durante los últimos tres meses en aproximadamente medio punto, de modo que los rendimientos de la deuda pública a diez años se han situado en los días transcurridos del mes de octubre en torno al 4,5%. Esta trayectoria bajista ha sido menos acusada que en

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


Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

(a) Estimación con datos del mercado de swaps.

(b) Estimados con datos del Euribor.



EEUU, por lo que el diferencial negativo frente a la UEM ha aumentado hasta 80 puntos básicos (véase cuadro 2). Dado que las perspectivas de inflación no son especialmente divergentes entre ambas economías, la justificación de esta evolución se asocia, fundamentalmente, con una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, más acentuada en Estados Unidos que en Europa.

Como se observa en la parte inferior del gráfico 13, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito también se redujeron en los meses de verano. En relación con el mes de junio, la disminución de los tipos de interés ha sido más acusada en los créditos destinados a vivienda (en torno a 30 pb) que para los créditos a empresas (10 pb). Por el lado de los tipos pasivos, los bancos han transmitido también una moderada reducción de 10 puntos básicos.

En los mercados de divisas, la cotización del euro se ha mantenido relativamente estable, tras la progresiva apreciación que registró la divisa europea a lo largo de la primera parte del año 2002, moviéndose en un estrecho margen en torno a los 0,98 \$/€. Frente al yen japonés, la divisa europea también se ha fortalecido en el último trimestre en torno a un 3%. De este modo, mientras que el tipo de cambio euro/dólar se ha apreciado en torno a un 10% desde comienzos de año, el tipo de cambio efectivo nominal lo ha hecho en torno a un 5%.

Entre julio y septiembre se intensificó la tendencia a la baja que venían experimentando las cotizaciones bursátiles desde principios de año. En el mes de octubre, sin embargo, se ha producido un ligero aumento en los precios de las acciones. La caída de las cotizaciones en Europa —superior en lo que va de año a la observada en Estados Unidos y en España— refleja, además de la revisión de la rentabilidad de las empresas tecnológicas y la desconfianza sobre las prácticas contables, algunos factores específicos. Así, muestra la dificultad de algunas empresas importantes para rentabilizar sus operaciones estratégicas, como fusiones o adquisiciones, o la obtención de licencias de telefonía móvil de tercera generación. Por otra parte, las inundaciones que afectaron a gran parte de Europa Central el pasado verano han ocasionado una revisión a la baja de las expectativas de beneficios de las compañías aseguradoras, cuyos balances se han visto, además, afectados por la pérdida de valor de sus activos financieros. En el recuadro 5 se analiza con más detalle el comportamiento diferencial entre las bolsas de Estados Unidos, de la UEM y de España.

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	2000 DIC	2001 DIC	2002				
			MAY	JUN	JUL	AGO	SEP
MAGNITUDES MONETARIAS (b):							
UEM							
M3	4,0	8,0	7,6	7,1	7,1	7,0	7,4
M1	5,2	5,5	6,8	6,8	7,6	7,6	8,2
Crédito al sector privado	10,1	6,7	5,3	5,4	4,9	5,1	5,1
ESPAÑA							
Medios de pago	4,4	6,8	9,9	10,3	9,5	10,8	9,4
Otros pasivos bancarios	19,8	8,4	4,0	4,8	5,9	5,3	4,6
Fondos de inversión (c)	-27,1	26,2	23,8	23,0	21,5	20,4	18,3
Financiación al sector privado	18,9	15,1	14,5	13,6	13,3	14,2	13,3
MERCADOS FINANCIEROS (d):							
EONIA	4,83	3,36	3,31	3,35	3,30	3,29	3,32
EURIBOR a tres meses	4,94	3,35	3,47	3,46	3,41	3,35	3,31
Deuda pública							
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,07	4,96	5,30	5,17	5,03	4,73	4,52
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,16	-0,08	-0,22	-0,35	-0,43	-0,60
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,31	0,23	0,19	0,21	0,20	0,19	0,18
Tipos de interés bancarios en España							
Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,32	2,31	2,30	2,28	
Tipo sintético activo	6,35	4,86	5,08	5,02	5,12	5,11	
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,892	0,917	0,955	0,992	0,978	0,981
Renta variable (e)							
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	-5,9	-19,7	-7,2	-15,2	-26,4	-26,0	-39,1
Índice General Bolsa de Madrid	-12,7	-6,4	-1,2	-12,3	-20,5	-18,8	-30,1

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Media del mes hasta el día 16 de octubre de 2002.

(b) Tasa de variación interanual.

(c) Incluye FIAMM y FIM de renta fija en euros.

(d) Medias mensuales.

(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 15 para el EURO STOXX y 16 para la Bolsa de Madrid.

Los agregados monetarios mantuvieron durante el tercer trimestre un elevado dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual de M3 en septiembre del 7,4%. La fortaleza que sigue mostrando este agregado se explica, en gran medida, por la persistencia de desplazamientos de cartera hacia activos incluidos en la definición de M3, como consecuencia de la elevada incertidumbre por la que atraviesan los mercados financieros. Además del efectivo, los depósitos a la vista y los instrumentos negociables han sido los componentes que han experimentado un crecimiento más intenso en relación con el trimestre anterior.

Por último, el crecimiento del crédito al sector privado residente en el área del euro parece haberse estabilizado en tasas en el entorno del 5%. Por agentes, y con datos hasta el segundo trimestre, se observa que, mientras que los créditos concedidos a las sociedades no financieras siguieron desacelerándose, los otorgados a las familias se recuperaron ligeramente. En el caso de España, el crédito ha mantenido tasas de crecimiento interanual relativamente elevadas, superiores al 13%, al final del tercer trimestre (véase el epígrafe 5 de este informe).

4. La economía española

En el segundo trimestre de 2002, la demanda interna de la economía española experimentó una desaceleración significativa. Según los datos de la CNTR, este agregado registró un crecimiento real del 1,6%, en tasa de variación interanual, frente al 2,2% del trimestre anterior (1). Tanto el consumo —privado y público— como la variación de existencias contribuyeron a esa desaceleración, cuyos efectos sobre el crecimiento del PIB se vieron compensados por una notable mejora en la aportación de la demanda exterior neta, de forma que el producto mantuvo su ritmo de crecimiento en el 2%. La información disponible para el tercer trimestre avanza unos resultados algo diferentes, que deben ser interpretados en el contexto de la mayor variabilidad que muestran las cifras de la CNTR corregidas de efectos estacionales, en comparación con las de ciclo-tendencia (véase gráfico 14). Así, se estima que en el tercer trimestre la demanda interna se recuperó ligeramente, hasta crecer un 1,8%, apoyada en un avance estable del consumo final de los hogares y en una mayor aportación de las existencias. Sin embargo, la inversión en bienes de equipo mantuvo un comportamiento contractivo y la construcción estabilizó su notable dinamismo, apuntando un perfil de suave desaceleración, en tasa intertrimestral. La demanda exterior neta, por su parte, tuvo una contribución ligeramente negativa al crecimiento, pues aunque las exportaciones reforzaron notablemente la recuperación iniciada en el primer semestre, también las importaciones repuntaron de manera significativa. En consecuencia, se estima que el crecimiento interanual del PIB se situó en tasas próximas al 1,8% en los meses de verano.

Desde la óptica del valor añadido de las distintas ramas productivas, en el segundo trimestre se acentuaron los descensos interanuales de la actividad en la agricultura y la industria, mientras que la construcción y los servicios de mercado intensificaron su crecimiento. La información disponible para el tercer trimestre del año apuntaría hacia una recuperación de las ramas primarias, un continuado retramiento de la industria y la aparición de algunos signos de desaceleración en los servicios, que, en conjunto, habrían producido una ligera pérdida de dinamismo en la economía de mercado, en ese período. Por su parte, el empleo, que creció a un ritmo más o menos estable del 1,3%-1,4% en la primera mitad del año, tras su desaceleración a lo largo de 2001, habría mantenido una tónica similar en el tercer trimestre, si bien la información del mes de septiembre parece proyectar una evolución algo menos positiva para la parte final del año. En cualquier caso, la pro-

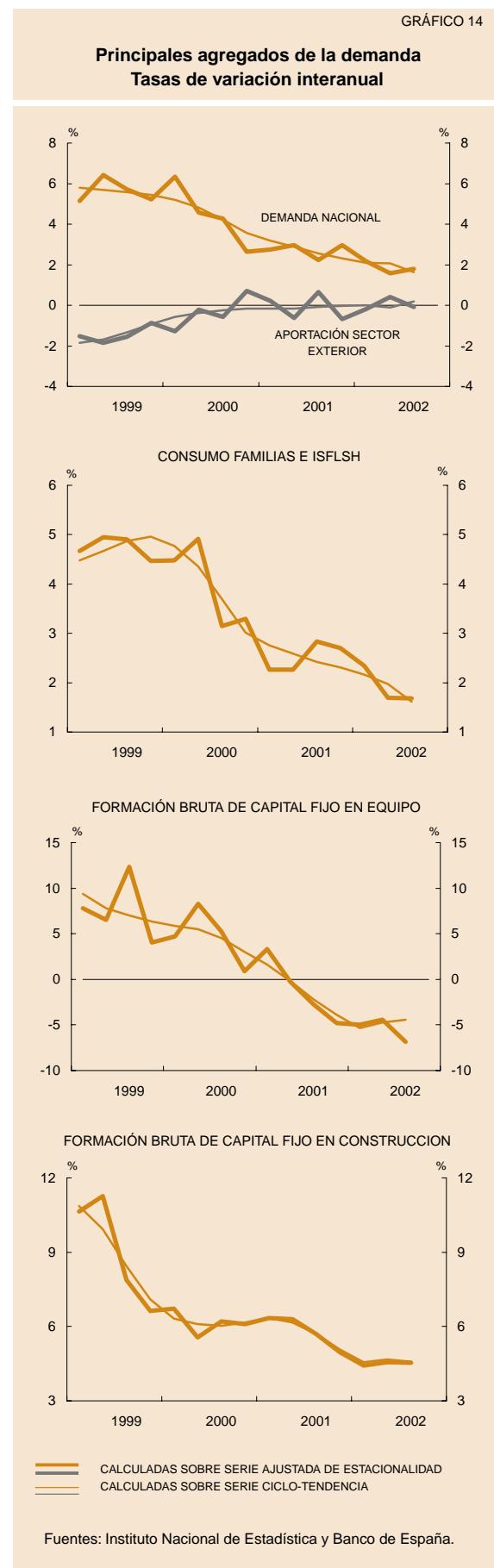
(1) Tasas calculadas sobre series corregidas de efectos estacionales, salvo indicación en contra.

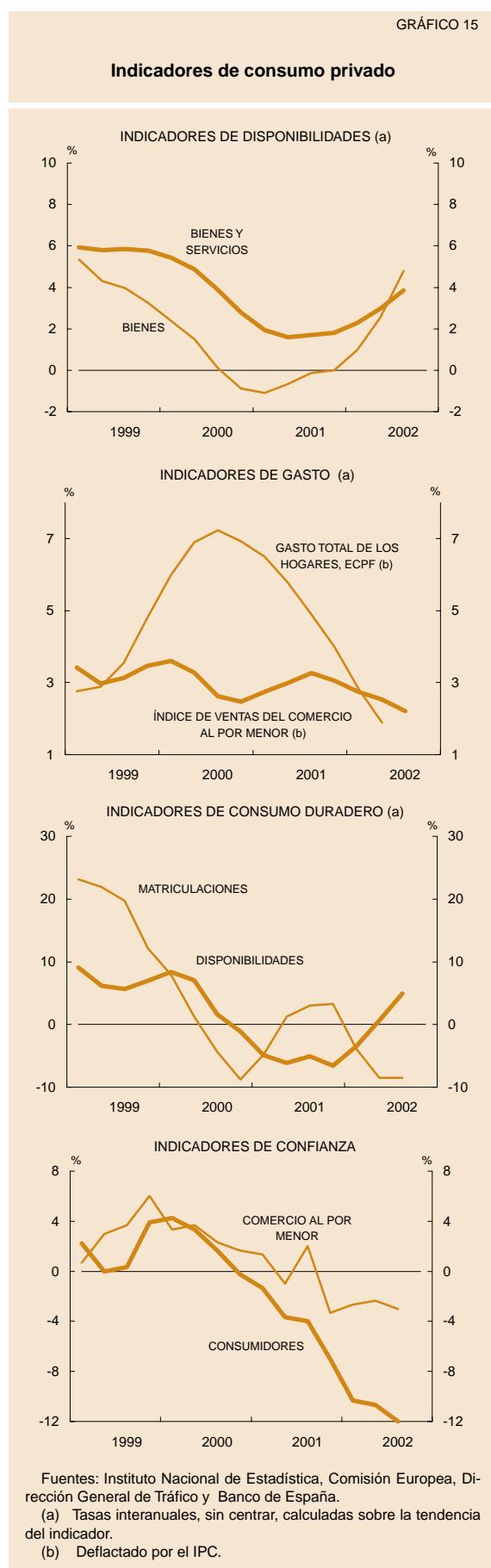
ductividad aparente del trabajo ha venido registrando avances muy reducidos en los trimestres más recientes, que ilustran la elevada generación de empleo que sigue acompañando al actual patrón de crecimiento.

Las estimaciones de la CNTR muestran que en los dos primeros trimestres de 2002 los costes laborales por unidad de producto se desaceleraron ligeramente. A ello contribuyeron los menores incrementos salariales pactados en la actual ronda de negociación colectiva, que se está desarrollando en el marco del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC), firmado por los agentes sociales. Por su parte, los precios de los productos importados también ejercieron un impacto moderador sobre los precios finales, apoyados en la evolución favorable del precio del petróleo, hasta el mes de agosto, y en la notable apreciación del euro, a partir del mes de abril. Sin embargo, los precios finales han mantenido tasas elevadas de crecimiento, que han sido ascendentes en el caso de los precios de consumo, y los márgenes de explotación han seguido ampliándose. Para los próximos meses cabe esperar presiones alcistas sobre los costes de los productos importados, ligadas al aumento reciente de los precios del petróleo; además, es probable que la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2002 tenga un efecto expansivo significativo sobre el crecimiento salarial. Todo ello puede dificultar el retorno a tasas de inflación más reducidas, a pesar de la menor presión de la demanda. La tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, alcanzó un máximo del 3,6% en el mes de abril, y ha permanecido en ese entorno hasta el mes de septiembre.

4.1. Demanda

En la primera mitad del año en curso, el gasto en consumo final de los hogares continuó reduciendo su ritmo de avance real, que en el segundo trimestre se situó en el 1,7%, en tasa interanual. La información disponible para los meses más recientes proporciona señales algo diferenciadas, que serían compatibles con una estabilización del ritmo de crecimiento del consumo en el tercer trimestre. Este sostenimiento del gasto, que contrasta con el rápido deterioro del clima de confianza, en un entorno internacional adverso que ha agudizado la crisis de los mercados financieros, estaría apoyado en la fortaleza que conserva la creación de empleo. En cualquier caso, se estima que la moderación del consumo en el año 2002 está siendo más intensa que la experimentada por la renta disponible, dando lugar a una recuperación de la tasa de ahorro de las familias.





Entre los indicadores del gasto de los hogares, las disponibilidades de bienes y servicios de consumo han mantenido una tendencia ascendente, centrada en el componente de bienes, que ha reflejado tanto la mejora de la producción interior como el repunte de las importaciones de estos bienes (véase gráfico 15). Sin embargo, otros indicadores más directamente relacionados con el gasto han tenido una evolución menos positiva: el índice general de ventas del comercio al por menor se ha desacelerado suavemente en el período transcurrido del año y el gasto de los hogares de la encuesta continua de presupuestos familiares, disponible hasta el segundo trimestre, ha mostrado también una pérdida de dinamismo, así como una reducción del porcentaje de hogares con una percepción favorable de la situación económica. Únicamente las ventas de automóviles, que tuvieron un comportamiento muy contractivo en el primer semestre, han apuntado un cierto cambio de tendencia en sus últimos registros. A pesar de su ligera recuperación en septiembre, el indicador de confianza de los consumidores ha permanecido en el tercer trimestre en niveles muy reducidos, arrastrado por el empeoramiento de las perspectivas sobre la situación económica del país y de los hogares, si bien la evolución prevista del paro no ha empeorado en la misma medida.

El menor dinamismo del consumo en el período transcurrido del año, en relación con el ejercicio precedente, solo se explica parcialmente por la ralentización de la renta real disponible para el gasto. Esta ralentización, determinada en parte por el mayor crecimiento de los precios de consumo, es el resultado de combinar un menor avance de la remuneración por asalariado y del empleo, con un mayor impulso expansivo de las transferencias netas de las AAPP y de otras rentas no salariales. Por otra parte, la evaluación de los efectos derivados de los cambios en el valor de la riqueza es más compleja: la caída de las cotizaciones bursátiles, con el consiguiente descenso en la riqueza financiera de las familias, contribuiría a explicar el retramiento del gasto y el aumento del ahorro, pero, a la par, se ha producido una significativa revalorización de los activos inmobiliarios que estaría actuando en sentido contrario. Es posible que las turbulencias financieras hayan tenido un impacto negativo adicional sobre las expectativas de los consumidores y sus perspectivas económicas, reforzando sus efectos contractivos sobre el gasto.

En el segundo trimestre de 2002 el consumo final de la Administraciones Públicas registró una tasa de variación interanual del 1,5%, en términos reales, tres décimas menos que en el primer trimestre. La información disponible para

el tercer trimestre, obtenida de la evolución de los ingresos y gastos del Estado, y de los planes presupuestarios elaborados para el conjunto del año, apuntaría hacia una ligera aceleración, sin abandonar el tono de contención que viene caracterizando al consumo público en los últimos años.

La formación bruta de capital fijo registró un crecimiento real del 1,3%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2002, dos décimas por encima de la cifra del trimestre anterior, tras una larga trayectoria de desaceleración. Tanto la inversión en bienes de equipo como el gasto en construcción contribuyeron a frenar la pérdida de dinamismo inversor, al suavizar la primera su comportamiento contractivo —a pesar de lo cual disminuyó un 4,4%, en tasa interanual— y acelerarse en dos décimas la construcción —hasta el 4,6%—; la inversión en otros productos, que recoge en su mayor parte gasto en servicios relacionados con la construcción, continuó perdiendo ritmo en ese período. Como se aprecia en el gráfico 14, se estima que en el tercer trimestre la inversión en equipo registró un debilitamiento adicional, en tanto que la construcción siguió experimentando un crecimiento elevado.

Aunque los datos más recientes de importaciones de bienes de equipo —y en particular, el del mes de agosto— han mostrado una recuperación, la producción interior de estos bienes no ha modificado su tendencia fuertemente contractiva, de forma que el indicador de disponibilidades mantiene un comportamiento muy negativo (véase gráfico 16). Algunos indicadores de presión de la demanda presentan desde hace unos meses datos algo más favorables, como es el caso de las opiniones sobre la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo, y, en menor medida, de la industria en general; no obstante, la utilización de la capacidad productiva se mantiene en niveles claramente inferiores a su media histórica. En resumen, no se advierten todavía signos de un cambio en la trayectoria descendente del gasto en bienes de equipo.

Es difícil que se produzca una recuperación significativa de la inversión productiva sin una mejora de las expectativas económicas a nivel internacional y una reducción de la incertidumbre global. Las empresas son especialmente vulnerables a las turbulencias en los mercados financieros, que dificultan su acceso a las fuentes de financiación, reducen el valor de los activos que podrían utilizar como colateral y elevan el coste del capital, a través de las primas de riesgo. Según la información que proporcionan la Central de Balances del Banco de España y las Cuentas Financieras, las ratios de endeuda-

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.

miento de las empresas no financieras han aumentado en los últimos años, pero la carga financiera no lo ha hecho en la misma medida, debido al descenso de los tipos de interés; además, la rentabilidad derivada de la actividad ordinaria de las empresas sigue siendo elevada. En definitiva, las empresas se mantienen en una posición adecuada para reactivar sus planes de inversión, una vez se haya despejado la incertidumbre sobre el contexto económico internacional y los mercados de capitales superen la actual situación de crisis.

La inversión en construcción siguió siendo el componente más dinámico de la demanda en la primera mitad del año 2002 y, según las estimaciones disponibles, también en el tercer trimestre, período en el que habría crecido a un ritmo similar al del trimestre anterior. La información más actualizada sustenta esta estimación: el consumo aparente de cemento avanzó en los meses de verano a tasas próximas a las del segundo trimestre y los indicadores de empleo en el sector han mostrado también un tono sostenido, al acelerarse ligeramente el número de afiliados a la Seguridad Social (véase gráfico 16). Sin embargo, el indicador de confianza en la construcción viene experimentando una tendencia descendente, que se prolongó en el tercer trimestre.

Según los datos de la ECIC, disponibles hasta el segundo trimestre, el valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras se incrementó un 5,4%, en tasa real interanual, en ese período, casi dos puntos menos que en el trimestre precedente. La obra civil realizada se recuperó levemente, avanzando un 4%, al igual que la edificación no residencial (3%), mientras que la edificación residencial siguió siendo el componente más dinámico (creció un 6,6%), aunque dentro de una senda de desaceleración. Los indicadores referidos a la iniciación de obras avaliarían un mantenimiento de estas tendencias (véase gráfico 16). En el caso de la edificación del sector privado, la superficie a construir, ya sea según las licencias concedidas por los ayuntamientos o según los visados de los colegios de arquitectos, ha amainorado su ritmo de avance respecto de las tasas de crecimiento alcanzadas en el conjunto del año 2001, a pesar de que en el caso de la vivienda ambos indicadores han repuntado en el segundo trimestre de 2002. Por su parte, la licitación en obra civil, con un comportamiento muy irregular en el curso del ejercicio, creció un 30% en el conjunto de los siete primeros meses del año, por encima del aumento alcanzado en el mismo período de 2001.

Por tanto, aunque cabe proyectar una senda de desaceleración para la inversión en cons-

trucción en los próximos trimestres, su ritmo de avance seguirá siendo elevado, sustentado por la paulatina materialización de los planes de inversión en obra pública y por la edificación residencial, que está mostrando una notable persistencia en su evolución. En este sentido, la adquisición de activos inmobiliarios sigue representando una opción atractiva para colocar la riqueza, por las expectativas de revalorización y las posibilidades de entrar en el mercado de alquileres, frente a la adquisición de activos financieros. Por el contrario, la edificación no residencial mantiene un tono deprimido, en línea con el de la inversión productiva privada.

La variación de existencias se viene caracterizando por la notable variabilidad de sus aportaciones al crecimiento del producto, especialmente cuando se miden sobre las series corregidas de efectos estacionales. En el segundo trimestre del año 2002, al contrario de lo sucedido en los dos trimestres anteriores, las existencias tuvieron una aportación nula al crecimiento del PIB, en tasa interanual, que se correspondió con una aportación fuertemente negativa a la tasa intertrimestral. Entre los escasos indicadores disponibles, las opiniones recogidas en la encuesta de coyuntura industrial mostraron un descenso del nivel de existencias, en relación con el deseado, en el segundo trimestre, que se ha prolongado, pero de forma más suave, en los meses de verano. Por ello, se estima que durante el tercer trimestre la aportación de las existencias al crecimiento del PIB habría sido más neutral, dando lugar a una recuperación en términos interanuales.

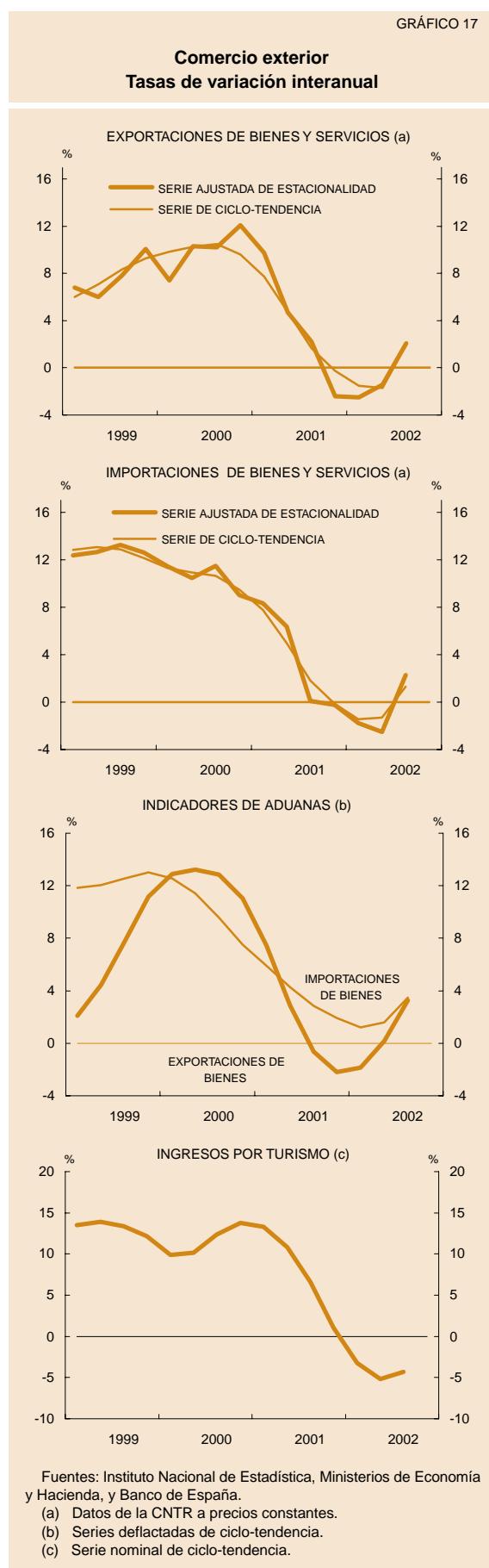
En el segundo trimestre de 2002, la demanda exterior neta sumó cuatro décimas al crecimiento interanual del PIB, en términos reales, tras haber tenido aportaciones negativas en los dos trimestres precedentes. Las exportaciones de bienes y servicios aminoraron su ritmo de caída interanual hasta el -1,4%, frente al -2,5% de los dos trimestres anteriores. La recuperación, aunque menos intensa de lo esperado, de las economías de Estados Unidos y de los países del sudeste asiático, en el primer semestre, propició una reactivación de las ventas a esos mercados, que, sin embargo, no se trasladó a las exportaciones a la UE, afectadas por el estancamiento económico de la zona y por las pérdidas de competitividad, vía precios y costes, que han acumulado los productos españoles en estos mercados. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios intensificaron su retroceso en el segundo trimestre, disminuyendo un 2,5% interanual, influidas por el progresivo debilitamiento de la demanda interna. La información, aún incompleta, correspondiente al tercer trimestre de 2002 muestra que la mejora de las exportaciones ha continuado y

han alcanzado tasas de variación positivas; asimismo, las importaciones han experimentado un impulso, arrastradas por la propia recuperación de las exportaciones y por el abaratamiento de sus precios relativos, en un contexto de apreciación del euro. En conjunto, la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB habría retornado a valores ligeramente negativos (véase gráfico 14).

Las exportaciones de bienes, que llegaron a descender un 4,3%, en tasa interanual, en el último trimestre de 2001, aminoraron su ritmo de caída interanual hasta el -2,5% en el segundo trimestre de 2002, según datos de la CNTR. La información procedente del registro de Aduanas confirma el comportamiento positivo de las exportaciones de mercancías, que en los meses de julio y agosto pasaron a incrementarse un 7,6%, en términos reales, frente a los descensos del primer semestre (véase gráfico 17). La continuidad de estos resultados, coherentes, en principio, con la progresiva recuperación de los mercados mundiales, podría verse comprometida por el mantenimiento de importantes diferencias en el crecimiento de los precios y costes en España, en relación con los países competidores, reforzados por la apreciación del euro.

En los ocho primeros meses del año, las exportaciones a zonas extracomunitarias se incrementaron un 1,7%, en términos reales. Este aumento, que contrasta con los importantes retrocesos observados desde el segundo trimestre de 2001, refleja la recuperación de las ventas a Estados Unidos y a los países del sudeste asiático, así como el notable dinamismo de las dirigidas a los países del centro y del este de Europa, mientras que los mercados de Japón y Latinoamérica continuaron debilitándose. Por su parte, las exportaciones reales a la UE descendieron un 1,8% en el período enero-agosto, a pesar de que al importante deterioro experimentado a lo largo del primer semestre, le siguió una reactivación generalizada de las ventas a casi la totalidad de los países de la zona, en julio y agosto. Por grupos de productos, tanto las ventas de manufacturas de consumo como las de bienes intermedios no energéticos se recuperaron en esos meses, mientras que las exportaciones de bienes de equipo continuaron cayendo, a pesar del mejor comportamiento de las ventas de material de transporte. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, las exportaciones de bienes de equipo cayeron un 15,7%, mientras que las de bienes de consumo y de bienes intermedios han acumulado crecimientos moderados, del 0,9% y del 2,9%, respectivamente.

Según la CNTR, en el segundo trimestre de 2002 el consumo de los no residentes en Espa-



ña mantuvo la debilidad del trimestre anterior, con un descenso interanual del 4,9%, en un contexto de notable moderación de la demanda turística global, que surgió a raíz de los atentados del 11 de septiembre, y se prolongó por la desaceleración económica mundial y el consiguiente deterioro de la confianza de los consumidores. Los indicadores reales han recogido esta evolución negativa, que solo se interrumpió en el mes de agosto, bajo los efectos de las ofertas de precios que han acompañado a la campaña turística de verano. Así, los turistas entrados por fronteras crecieron un 2,3% en el conjunto de los ocho primeros meses del año, tras aumentar un 10,9% en agosto, y los viajeros extranjeros alojados en hoteles descendieron un 2,1%, en el conjunto del período. El bajo tono que, en cualquier caso, muestran los ingresos por turismo se corresponde con la debilidad de las economía europeas —principales emisores de turistas hacia España—, a la que se suman la competencia ejercida por otros países del Mediterráneo y los cambios en las preferencias de los turistas, que parecen inclinarse por acortar sus estancias y dirigirse a lugares cercanos de su lugar de residencia, utilizando el coche como medio de transporte. Así, en los ocho primeros meses de 2002 el número de turistas alemanes se redujo y el de los británicos se ralentizó, mientras que los procedentes de Francia y Holanda, que se caracterizan por preferir los acampamientos turísticos, registraron un mayor dinamismo. Las exportaciones de otros servicios continuaron mostrando un elevado avance, del 9,1%, en el segundo trimestre de 2002, en línea con la información de la Balanza de Pagos.

La intensa atonía de las importaciones reales de bienes en el segundo semestre de 2001 se prolongó con descensos acusados en los dos primeros trimestres de 2002, como consecuencia de la ralentización de la demanda final y la debilidad de la producción industrial. Sin embargo, según los datos de Aduanas, esta tendencia se quebró en los meses de julio y agosto, en los que las compras al exterior en términos reales se incrementaron un 10,3%, en tasa interanual, impulsadas en parte por la reactivación de las exportaciones y por la apreciación del euro. Por grupos de productos, cabe destacar la notable recuperación de las compras de consumo no alimenticio en julio y agosto, especialmente de su componente no duradero, y el vigor de las importaciones de bienes intermedios no energéticos, mientras que las compras de bienes de equipo frenaron su ritmo de descenso. En el conjunto del período enero-agosto, los principales componentes de las importaciones no energéticas se desaceleraron, destacando el retroceso de las de bienes de equipo (-8,9%). Las compras de bienes de con-

sumo reflejaron el comportamiento negativo de los automóviles, y las de bienes intermedios no energéticos crecieron a un ritmo moderado, en línea con la débil evolución de la producción interior de estos bienes; finalmente, las importaciones energéticas reflejaron un importante vigor en el primer semestre, impulsadas por la fuerte reducción de sus precios en euros y la necesidad de reposicionar existencias.

Las importaciones reales de servicios intensificaron su carácter contractual en el segundo trimestre de 2002, con un descenso interanual del 3,4%, según la CNTR. Los otros servicios retrocedieron un 4,2% en ese período, en línea con la caída de las importaciones de mercancías y el debilitamiento de los flujos de inversión extranjera, mientras que los pagos por turismo crecieron un 0,7%, frente al descenso del 1,4% del trimestre precedente. No obstante, los pagos por turismo de la Balanza de Pagos, en términos nominales, continuaron desacelerándose también en el segundo trimestre, de acuerdo con la evolución del indicador de confianza de los consumidores.

4.2. Producción y empleo

Como se señaló en la introducción de este epígrafe, la actividad en las ramas primarias mostró un comportamiento contractual en el primer semestre de 2002, registrando un retroceso del 3,8%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del año (véase gráfico 18). Sin embargo, en los meses más recientes se percibe una recuperación de la producción vegetal, que se ha visto favorecida por el régimen de lluvias —no tanto por su cuantía como por su distribución temporal y espacial—. En particular, los cereales y las leguminosas presentan ritmos de avance de dos dígitos, y solo se esperan descensos en la producción cítrica.

La esperada recuperación de la actividad industrial se ha visto lastrada por una coyuntura internacional debilitada y unas expectativas poco optimistas sobre la evolución de la demanda interna. En este contexto, y según las estimaciones de la CNTR, la actividad industrial experimentó una nueva contracción en el segundo trimestre de 2002, del 0,8% interanual, tras la caída del 0,7% en los tres primeros meses del año; si se excluye la producción de energía, los descensos fueron del 2,4% y del 2%, respectivamente. Entre la información coyuntural relativa al tercer trimestre de 2002, los indicadores de opinión han registrado una mejora, que se resume en un notable aumento del índice de confianza de la industria, y que se aprecia en la tendencia creciente de la producción esperada. También las afiliaciones a la Se-

guridad Social y las importaciones de bienes intermedios se han recuperado. No obstante, el índice de producción industrial (IPI) —índicador básico de la industria— volvió a registrar tasas de variación negativas en el conjunto de los meses de julio y agosto, cuando se corrige de efectos calendario. Entre las actividades que contribuyeron a estos pobres resultados cabe mencionar la producción de energía, tras el buen comportamiento del primer semestre, el textil y la confección, y las actividades dedicadas a la fabricación de maquinaria.

Las últimas cifras de la CNTR indican que, en el segundo trimestre de 2002, el valor añadido de la rama de la construcción interrumpió su proceso de suave desaceleración, incrementando en dos décimas su tasa de variación interanual, hasta el 4,8%. Por el contrario, la ECIC ha estimado una desaceleración del valor de los trabajos realizados por las empresas del sector, en ese período; la pérdida de dinamismo se ha circunscrito al subsector de la vivienda, que en cualquier caso ha seguido avanzando a tasas elevadas. En línea con el análisis realizado de la inversión en construcción, los indicadores coyunturales más adelantados avaliarían una cierta estabilidad en el ritmo de avance de la actividad constructora en el tercer trimestre, que retomaría posteriormente una senda de suave desaceleración.

A pesar del repunte estimado por la CNTR en la tasa interanual del valor añadido de las actividades terciarias en el segundo trimestre, hasta el 2,8%, esta evolución se inscribe en una senda de desaceleración, acorde con la del sector industrial y con la moderación de la demanda interna. El VAB del conjunto de los servicios siguió un perfil similar al de la actividad en los servicios de mercado (véase gráfico 18). Según los indicadores disponibles para las distintas actividades de servicios, el comercio y la reparación son las únicas actividades que habrían mostrado signos de recuperación en el tercer trimestre, reflejados en la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social y en un menor descenso de las ventas de vehículos. Por el contrario, la actividad hotelera continuó desacelerándose, condicionada por la mala coyuntura turística, aunque su pérdida de tono tendió a suavizarse en los meses de verano, según señalan las estadísticas de pernoctaciones y de afiliados a la Seguridad Social. También las afiliaciones ilustran la pérdida de dinamismo de las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales, cuyo perfil de ligera desaceleración está condicionado principalmente por la evolución adversa de las actividades de informática e I+D, reflejo de la crisis que atraviesa el sector de tecnologías de la información. Por último, la rama de actividad de trans-



porte, almacenamiento y comunicaciones ha evolucionado de manera estable, pues la ligera recuperación del transporte se ha visto compensada por la pérdida de ritmo en correos y telecomunicaciones.

La estimaciones de la CNTR indican que el empleo (2) creció un 1,4%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del año 2002, un ritmo muy próximo al alcanzado en el período anterior (1,3%), y que permitió una ligera recuperación de la productividad aparente del trabajo, hasta tasas del 0,4%, frente al 0,3% del primer trimestre y de la media de 2001. Los indicadores coyunturales avalan la tónica de estabilidad en el crecimiento del empleo: según la Encuesta de Población Activa (EPA), el aumento de la ocupación fue del 2,3% en el segundo trimestre, una décima por encima del registrado en el período enero-marzo, y las afiliaciones a la Seguridad Social (SS) presentaron igualmente un avance interanual estable del 3%, en el conjunto del primer semestre. Entre julio y septiembre, el empleo mantuvo una tónica similar, como se desprende de la evolución de los afiliados (que crecieron un 3,2% en esos meses) y de la suave ralentización mostrada por el paro registrado. No obstante, el último dato conocido de ambas estadísticas, correspondiente al mes de septiembre, ha incorporado un empeoramiento, que podría estar apuntando hacia un menor avance del empleo en la parte final del año.

Como puede apreciarse en el gráfico 18, la ocupación, medida por la CNTR, ha evolucionado en sintonía con el VAB en las distintas ramas de actividad. En el segundo trimestre de 2002, las ramas de construcción y de servicios, en las que el valor añadido bruto se aceleró, al menos ligeramente, registraron una creación neta de empleo, junto con unas mayores ganancias de productividad. En la construcción, el número de trabajadores aumentó un 3,7%, 1,2 puntos porcentuales por debajo de la tasa del primer trimestre, y por debajo también de la estimada por la EPA. En el conjunto de actividades terciarias, el ritmo de generación neta de puestos de trabajo (2,4%) permaneció relativamente estabilizado, reflejando, básicamente, la evolución del empleo en las actividades de mercado. Por el contrario, el empleo se contrajo en la agricultura, al caer el VAB de manera intensa, y en la industria, aunque la pérdida de empuje de la producción tendió a frenarse; en ambas ramas, la productividad aparente del trabajo se desaceleró, disminuyendo en la industria. En el tercer trimestre, los datos de afiliados a la Seguridad Social —todavía provisionales para el mes de septiembre— señalan una pro-

longación de las tendencias apuntadas en la agricultura, una estabilidad del empleo en la industria y una ligera desaceleración en los servicios, mientras que en la construcción, este indicador muestra un perfil acelerado, que contrasta con la ralentización que reflejaron la CNTR y la EPA en el segundo trimestre.

La creación neta de empleo se ha concentrado en el colectivo de asalariados, que, según las cifras de la CNTR, elevaron su crecimiento hasta el 2,2% en el segundo trimestre (2% entre enero y marzo). A su vez, los trabajadores por cuenta propia continuaron su senda descendente, al reducirse un 2,4% en tasa interanual. La información de la EPA muestra que tanto los asalariados con contrato indefinido como los temporales se aceleraron en el segundo trimestre, alcanzando tasas de variación del 3,8% y del 1,9%, respectivamente, de forma que la *ratio* de temporalidad quedó situada en el mismo valor que el trimestre precedente (31,2%), y cuatro décimas por debajo que en el mismo período del año anterior; la menor incidencia de la temporalidad benefició únicamente al colectivo masculino. En términos de duración de la jornada, el crecimiento de los asalariados con jornada completa fue superior a los de jornada parcial: pese a las modificaciones legislativas introducidas en los últimos años, el empleo a tiempo parcial sigue sin experimentar un empuje significativo y la tasa de parcialidad permanece en torno al 8%. En el segundo trimestre, los asalariados con contrato indefinido y dedicación a tiempo parcial mostraron un mayor dinamismo que los temporales (6,7%, frente a 1,9%), situando la *ratio* de temporalidad para los trabajadores con jornada reducida en el 55,9%, por debajo de la correspondiente al mismo período del año 2001.

Según la EPA, la población activa intensificó de nuevo su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2002, registrando un avance interanual del 3,1%; a ello contribuyó la tasa de actividad, que se elevó hasta el 53,8%, 1,2 puntos por encima de su valor un año antes. Considerando únicamente a la población entre 16 y 64 años, la *ratio* de participación alcanzó el 66,9%. El mayor dinamismo de la población activa se tradujo en un aumento del número de desempleados y de la tasa de paro, que se situó en el 11,1% en el segundo trimestre, 0,7 puntos por encima de su nivel un año antes. Por su parte, el número de desempleados aumentó un 10,5%, más que en el primer trimestre; el paro registrado mostró un perfil similar, puesto que, tras comenzar el año con un incremento del 3,5%, se aceleró hasta el 7,1% en el segundo trimestre, aunque volvió a moderarse ligeramente entre julio y septiembre. Por sexos, el crecimiento de la tasa de paro fue más mo-

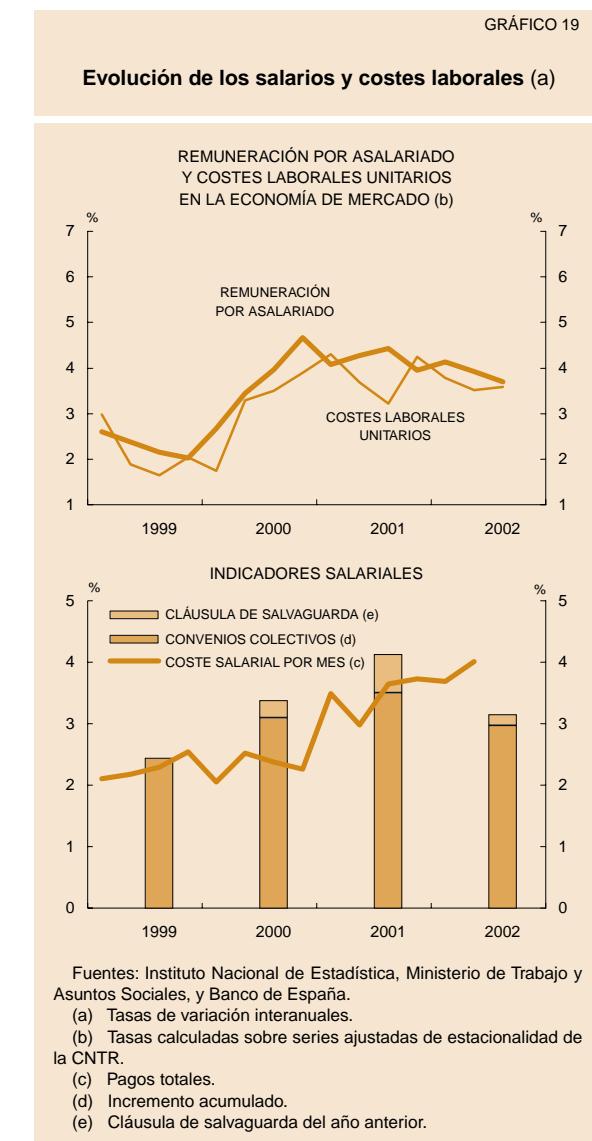
(2) Medido en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo

derado entre los hombres, y, por edades, el único colectivo donde no se redujo la tasa de paro fue el de los que superan los 45 años. Por último, el paro de larga duración descendió nuevamente, hasta un 37% del total de desempleados, frente a una incidencia del 40,5% en el segundo trimestre del pasado año.

4.3. Costes y precios

Las últimas cifras de la CNTR han incorporado una revisión de las estimaciones de la remuneración de asalariados para los años 2000 y 2001, y de su reparto entre las actividades de mercado y no mercado. Esta revisión, que ha moderado significativamente el crecimiento estimado de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en el año 2001, aproximándolo al del índice de costes laborales, cambia la perspectiva con la que han de analizarse las cifras del año 2002. En particular, la moderación de la remuneración en el primer semestre de este año aparece ahora como menos intensa (véase gráfico 19). Como se observa en el gráfico, la remuneración por asalariado en las actividades de mercado aumentó un 3,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero y tres por debajo de la media de 2001. El coste laboral unitario se desaceleró algo más intensamente, debido a la ligera recuperación de la productividad, quedando un 3,5% por encima de su nivel del año anterior. En el conjunto de la economía, la remuneración por asalariado creció un 3,5%, en el segundo trimestre, como consecuencia del avance más moderado de las remuneraciones en las Administraciones Públicas.

La desaceleración experimentada por la remuneración por asalariado en el año 2002 se ha producido en un contexto de menores aumentos salariales pactados en convenios colectivos durante este año, en el que está vigente el AINC, que firmaron los agentes sociales con el compromiso de tomar la previsión oficial de inflación (2%) como referencia en la negociación colectiva. De acuerdo con la información del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, el incremento salarial medio pactado en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de agosto era del 3%, frente al 3,5% pactado en 2001 (véase gráfico 19). Los convenios firmados hasta esa fecha afectaban a unos seis millones de trabajadores, la mayoría de los cuales tienen convenios firmados en años anteriores. De hecho, hasta agosto el avance de la negociación de los convenios de nueva firma fue significativamente menor que en el mismo período del año 2001. El incremento de las tarifas en estos convenios se situó en el 4,2%, con tendencia paulatina a la desaceleración. Por su parte, los

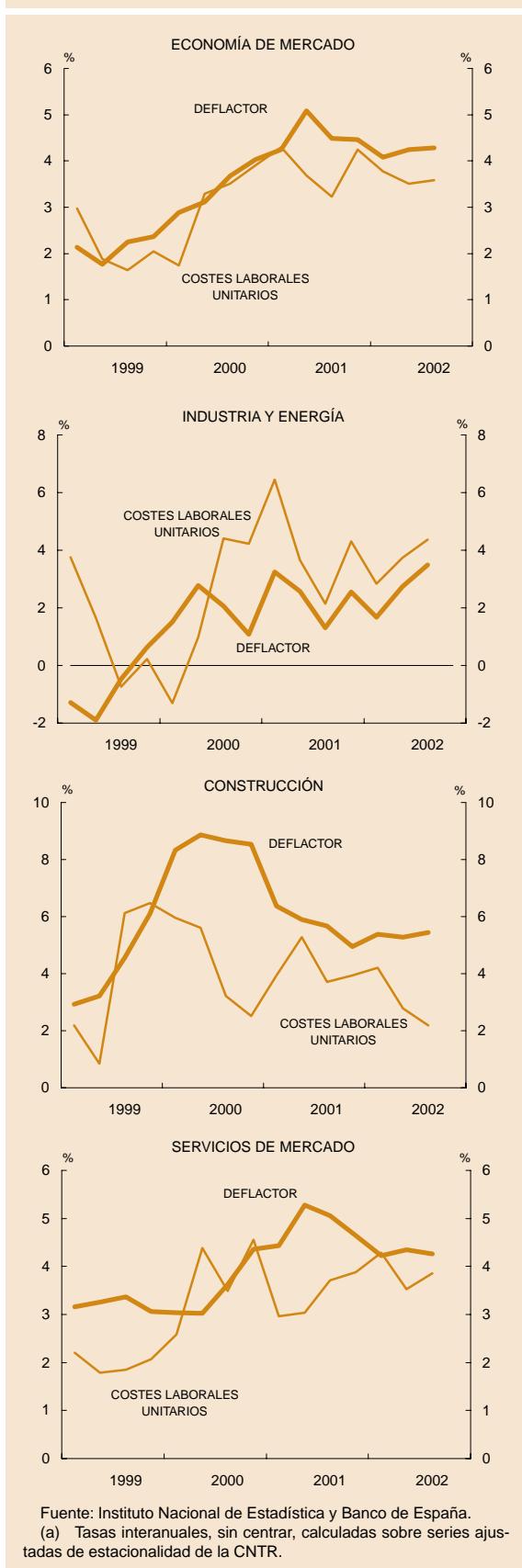


convenios revisados, cuyo registro está prácticamente finalizado, han incorporado una subida salarial del 2,8%. Cabe señalar que, en todo caso, un 74% de los trabajadores tienen cláusulas de salvaguarda, que implicarán un ajuste automático de los salarios si la inflación en diciembre supera, como es probable, la tasa tomada como referencia (véase recuadro 3).

En línea con las estimaciones de la CNTR, el índice de costes laborales (ICL) se aceleró en el segundo trimestre de 2002, al aumentar los costes totales por trabajador y mes un 4,6%, seis décimas más que en el período anterior. Esta aceleración se debió fundamentalmente al componente de costes no salariales, que crecieron un 6,5%, aunque también los costes salariales se elevaron un 4%, tres décimas más que en los primeros meses del año. Por ramas de actividad, los costes laborales aumentaron en la industria 1,4 puntos porcentuales más que en el trimestre anterior, un

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



5,1%, mientras que en los servicios se aceleraron en tres décimas, hasta el 4,7%; finalmente, en la construcción, donde se desaceleraron una décima, crecieron un 4,5%.

A pesar del menor crecimiento registrado por los costes laborales unitarios, el deflactor del valor añadido en la economía de mercado, variable representativa de las presiones internas de costes, mantuvo incrementos superiores la 4% en el primer semestre de 2002, dando lugar a una ampliación continuada de los márgenes unitarios. En el gráfico 20, que recoge el comportamiento de estas variables en las principales ramas de actividad, se observa que, en las ramas de la industria y la energía, el crecimiento de los costes laborales unitarios se ha situado de forma casi constante por encima del deflactor, que, por su parte, registra tasas de variación inferiores a los deflactores de otras ramas, sujetas a menores grados de competencia; todo ello ha dado lugar a una contracción sistemática de los márgenes en estas actividades, que limita sus posibilidades de recuperación, al someterlas a una constante pérdida de competitividad. Por el contrario, en los servicios de mercado el avance del deflactor, a pesar de haberse desacelerado en 2002, se ha mantenido por encima de los costes, permitiendo una nueva ampliación del excedente unitario. Por último, en la rama de construcción, la notable desaceleración de los costes laborales unitarios, junto con la suave moderación del deflactor, ha resultado en una significativa ampliación del excedente unitario en el primer semestre del año, en línea con lo sucedido en el reciente período de expansión de esta actividad.

Por otra parte, los costes de importación, medidos por el deflactor de las importaciones, contribuyeron a moderar el avance de los precios finales en la economía durante la primera mitad del año. Los precios de importación pasaron de caer un 0,9%, entre enero y marzo, a descender un 0,1% en el segundo trimestre. Detrás de este comportamiento se encuentra la favorable evolución de los precios internacionales, en especial los de la energía y las materias primas, que, no obstante, se aceleraron significativamente en los meses estivales; la apreciación del euro en los meses de primavera suavizó el impacto de estas subidas. En conjunto, el deflactor de la demanda final creció un 3%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, tras aumentar un 2,7% en el primero, y se estima que habrá mantenido incrementos del mismo orden en el tercer trimestre, siempre por debajo del deflactor del VAB.

En el segundo trimestre del año, el IPC, principal indicador de precios finales de la economía española, experimentó una aceleración

RECUADRO 3

El efecto de las cláusulas de salvaguarda en la negociación colectiva

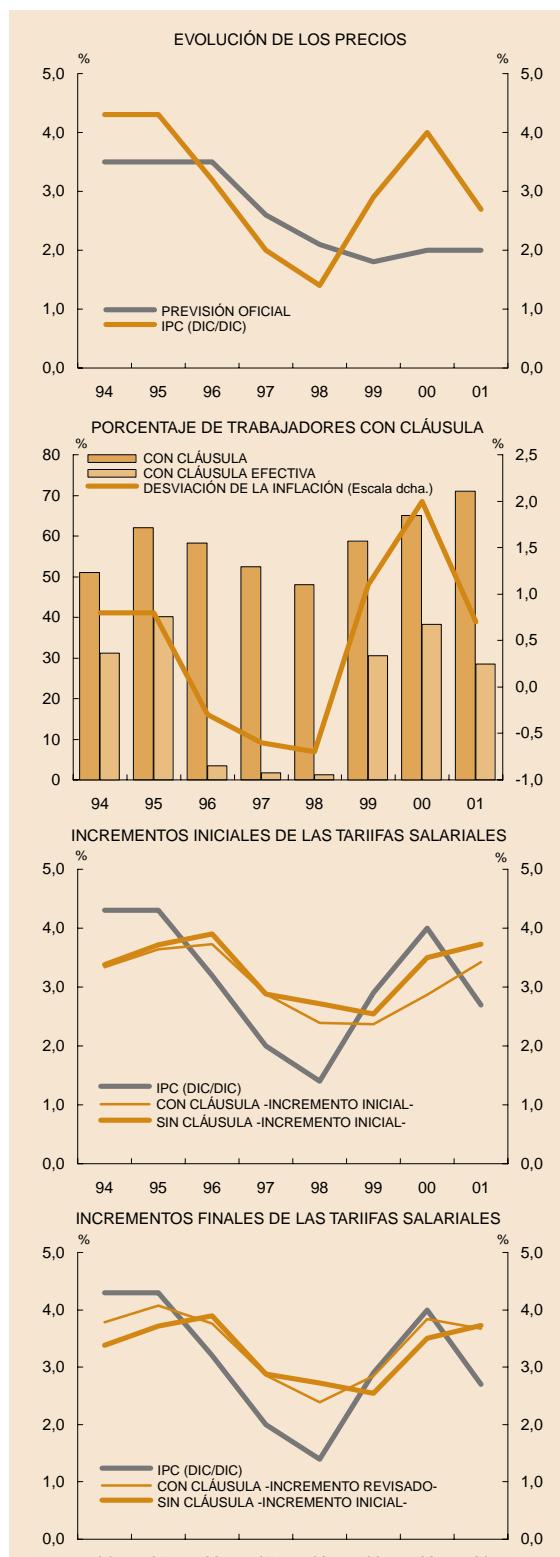
Uno de los aspectos más relevantes de la negociación colectiva española es la inclusión generalizada de cláusulas de salvaguarda en los convenios. Estas cláusulas garantizan el mantenimiento del poder adquisitivo de los salarios nominales cuando la inflación observada supera a la tasa de inflación tomada como referencia en el convenio. Por tanto, inducen un ajuste automático de los salarios a los aumentos pasados de la tasa de inflación, que favorece la persistencia de los incrementos de precios y dificulta el retorno a tasas de inflación más moderadas. En los tres últimos años, la activación de las cláusulas de revisión ha tenido efectos significativos sobre el crecimiento salarial —con un impacto medio cercano a las cuatro décimas de punto porcentual por año—, mientras que en el año 2002 el impacto podría aproximarse a un punto porcentual.

Las cláusulas adoptan formas diversas y se activan a partir de umbrales diferentes, aunque en la mayoría de los casos se aplican cuando la tasa de inflación observada supera, ya sea el crecimiento de los precios tomado como referencia en el convenio —que, en muchos casos, coincide con la previsión oficial de inflación—, ya sea el propio incremento salarial pactado. Por otra parte, las cláusulas se diferencian en aspectos concretos, como la existencia o no de un máximo en la revisión de las tarifas, la corrección o no de la desviación en caso de que sea negativa, la definición o no de una diferencia mínima entre la inflación y el valor de referencia, a partir de la cual la cláusula se hace efectiva, o su posible carácter retroactivo y consolidable.

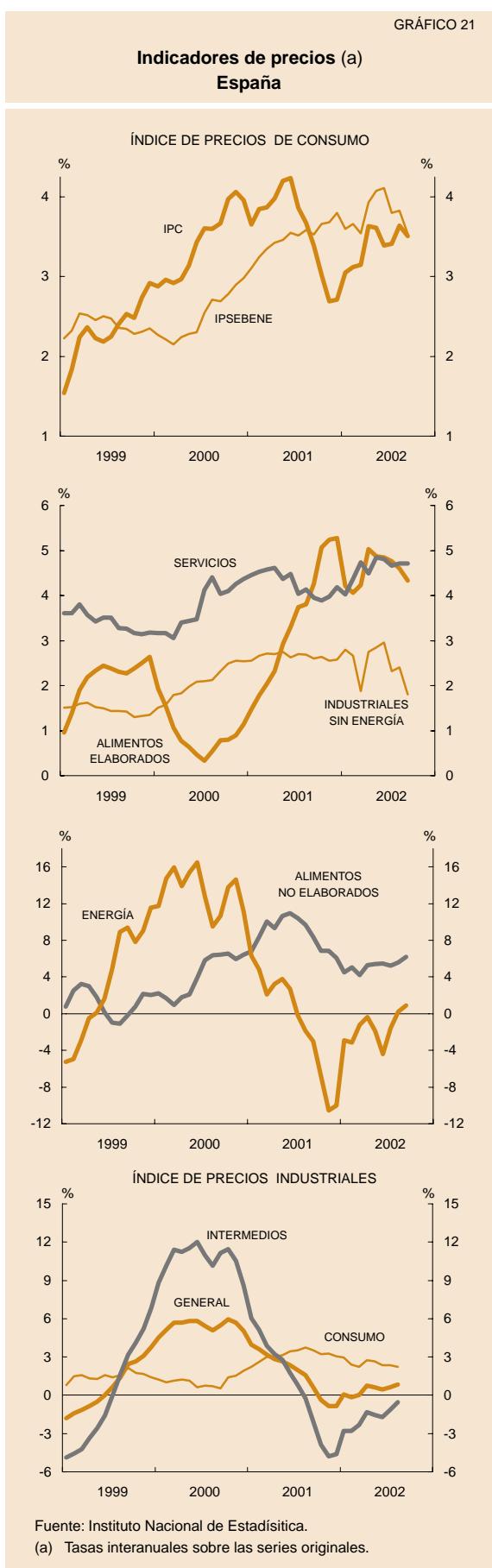
Para analizar correctamente el efecto que han tenido las cláusulas sobre la dinámica salarial es conveniente separar los convenios según contengan o no cláusula, y en caso de tenerla, según que esta se haya hecho o no efectiva. Como se puede ver en la parte central del gráfico adjunto, el porcentaje de trabajadores sometidos a convenio con cláusula varía en el tiempo. En concreto, en los últimos tres años se ha producido un incremento progresivo de este porcentaje, asociado al aumento de la tasa de inflación. A su vez, la medida en la que estas cláusulas se han hecho efectivas ha dependido de las desviaciones de la inflación respecto de las previsiones oficiales. Así, en los años en los que el objetivo de inflación se cumplió sobradamente (1996-1998), el porcentaje de trabajadores con cláusula efectiva fue lógicamente muy reducido, pero ha aumentado rápidamente cuando han aparecido desviaciones más o menos significativas. En cualquier caso, esta proporción es sensiblemente inferior al porcentaje de convenios que inicialmente contienen cláusulas: en el año 2000 estas solo se activaron para el 38% de los trabajadores, frente al 65% que las habían pactado inicialmente, y en el año 2001 dichas ratios fueron del 28% y del 71%, respectivamente.

Como se observa en el gráfico, en los años más recientes, en los que han aumentado las presiones inflacionistas, los convenios con cláusula se han pactado con incrementos de las tarifas salariales inicialmente inferiores a los de los convenios sin cláusula. Por tanto, las cláusulas se han utilizado como un seguro que ha permitido fijar aumentos de los salarios relativamente moderados, a pesar de los riesgos al alza sobre la tasa de inflación. Sin embargo, cuando la inflación ha terminado superando a la previsión oficial y se han aplicado las cláusulas de revisión, los incrementos de las tarifas, una vez incorporadas las revisiones, han resultado ser mayores que los de los convenios sin cláusula, y muy próximos, o superiores, a la inflación observada. En los convenios sin cláusula, los salarios también se han ajustado a las desviaciones de inflación, pero el ajuste se ha producido con retraso, a través de los convenios de años posteriores.

En definitiva, el carácter automático de las cláusulas de salvaguarda hace que —aunque se tomen como referencia tasas moderadas de crecimiento de los precios y los incrementos inicialmente pactados se acomoden a ellas— cualquier repunte de la tasa de inflación, aunque sea transitorio, se recupere en términos de mayor incremento salarial, en muchas ocasiones de forma retroactiva. Así, las aceleraciones de los precios, con independencia de su origen, se trasladan hacia delante en términos de mayores salarios, introduciendo elementos de inercia en la formación de los precios y dificultando el retorno a tasas de inflación reducidas. Además, raramente se observan ajustes a la baja, cuando la tasa de inflación resulta ser inferior a la prevista. Por el contrario, la reacción de los salarios pactados en los convenios sin cláusula a las desviaciones de la inflación no es automática, lo que puede facilitar su adaptación a los cambios en el contexto macroeconómico.



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



que situó su tasa de crecimiento interanual en el 3,5% (3,4% en junio), ritmo que ha mantenido en el tercer trimestre (véase gráfico 21). Por su parte, el IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— llegó a incrementarse un 4% en el promedio del segundo trimestre, moderándose posteriormente hasta finalizar el tercer trimestre con una tasa de crecimiento del 3,5%, similar a la del IPC. Quizá lo más destacable de la evolución de los componentes del IPC en los meses de verano haya sido la desaceleración experimentada por los precios de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados, que explican el comportamiento del IPSEBENE. En el caso de los precios de los industriales no energéticos, la desaceleración parece estar ligada a la incidencia de las ofertas y rebajas, que, por primer año, están incluidas en el índice, lo que añade incertidumbre a su evolución futura. También es destacable la aceleración experimentada por los precios energéticos, que finalizaron el tercer trimestre en tasas positivas del 0,9%, tras descender un 2,2% en el segundo. Estas tasas reflejan un efecto base, derivado de las fuertes caídas ocurridas un año antes, y también el encarecimiento del crudo, ya mencionado. Los precios de los alimentos no elaborados experimentaron, por su parte, un repunte importante en el tercer trimestre, motivado principalmente por los mayores aumentos de los precios de la carne y del pescado. En el caso de los precios de los servicios, cuya tasa de avance permaneció en el 4,7% en los meses de verano, los servicios relacionados con el turismo y la hostelería evolucionaron de forma contenida, acusando el menor dinamismo en la demanda turística, aunque se mantienen todavía en tasas interanuales en torno al 6%.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también finalizó el tercer trimestre con una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, que situó el diferencial de inflación con la zona del euro en 1,4 puntos porcentuales, por encima de la media de los últimos años. Como se observa en el gráfico 22, al finalizar el trimestre había diferenciales especialmente elevados en los precios de los alimentos, tras su fuerte incremento en la primera parte del año, y en el de los servicios. En el caso de la energía, el diferencial también se ha ampliado a lo largo del verano, mientras que ha tendido a reducirse en el de los bienes industriales no energéticos, debido a la moderación de los precios de consumo de estos bienes en España (véase gráfico 22).

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) se mantuvo relativamente estable entre junio y agosto (véase gráfico 21). Los precios de producción de los bienes de consumo ali-

menticio aminoraron su ritmo de crecimiento interanual en casi un punto porcentual, y también lo hicieron, aunque en menor medida, los de los bienes de equipo. Por el contrario, los precios de los bienes intermedios, especialmente los energéticos, se aceleraron considerablemente. No obstante, el diferencial de crecimiento con la zona del euro se redujo en estos meses (3).

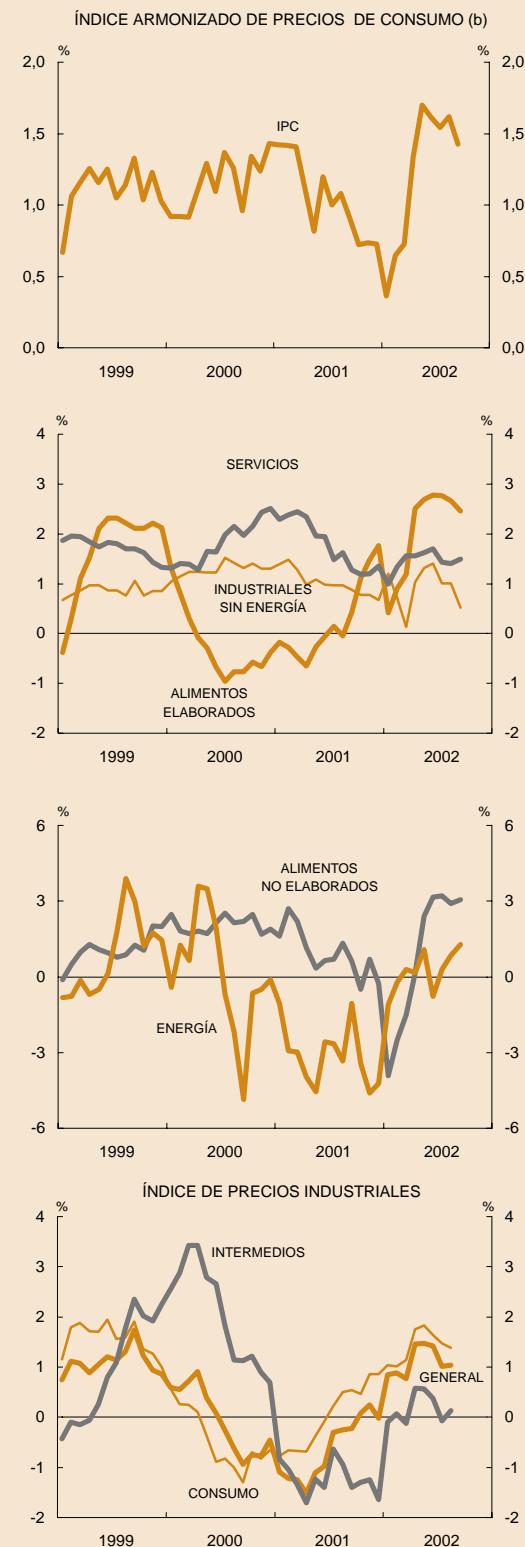
4.4. La actuación del Estado

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003, en la actualidad sujeto a trámite parlamentario, se ha elaborado, por primera vez, bajo las directrices de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Siguiendo el proceso marcado por esta Ley, el Pleno del Congreso fijó, en el primer cuatrimestre de este año, el objetivo de estabilidad presupuestaria del conjunto de las Administraciones Públicas y de cada uno de sus agentes para el período 2003-2005, así como el límite de gasto no financiero del Estado para el año 2003. En este contexto, el Proyecto de Presupuestos estima que el saldo de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas, en términos de Contabilidad Nacional, se mantendrá equilibrado en 2003. La elaboración de estos Presupuestos ha tenido en cuenta la entrada en vigor, el próximo año, de la reforma del IRPF, para la que se estima un impacto recaudatorio de cinco décimas del PIB, y el funcionamiento pleno del nuevo sistema de financiación autonómica, que se ha ido implantando de forma gradual a lo largo de este año. En cuanto al año 2002, el cierre de la cuenta de las Administraciones Públicas supone también el logro del equilibrio presupuestario. Por agentes, el Estado registrará un déficit de cinco décimas del PIB, que será compensado con un superávit de la Seguridad Social de igual cuantía (véase recuadro 4, para información sobre la ejecución presupuestaria de este agente), mientras que las Administraciones Territoriales se mantendrán en equilibrio, igualando los objetivos que se establecieron en la última Actualización del Programa de Estabilidad.

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado también incorpora el Avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado, en términos de caja, para el año 2002, información que se presenta en el cuadro 3 (columnas 3 y 4). Según este avance, el Estado ingresaría y gastaría alrededor de un 5% menos que lo presupuestado inicialmente, por lo que el déficit de caja

(3) Una vez cerrada la edición de este Boletín, se ha publicado el IPRI del mes de septiembre; su crecimiento interanual se ha acelerado ligeramente, hasta el 1,1%.

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.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación	Variación	Avance liquid.	Variación	Liquidación	Liquidación		
	2001	porcentual	2002	porcentual	ENE-JUN	2001	2002	Variación
	2001/2000		2002	2002/2001	Variación	ENE-SEP	ENE-SEP	porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	125.187	5,5	104.953	-16,2	-16,7	86.081	75.358	-12,5
Impuestos directos	55.697	8,3	53.999	-3,0	-20,2	38.013	36.267	-4,6
IRPF	36.469	13,4	32.464	-11,0	-25,8	25.321	21.900	-13,5
Sociedades	17.217	0,1	19.703	14,4	6,8	10.900	12.974	19,0
Otros (a)	2.012	-3,0	1.832	-9,0	-17,7	1.792	1.393	-22,3
Impuestos indirectos	53.157	3,7	37.276	-29,9	-20,3	39.752	29.412	-26,0
IVA	34.674	3,8	24.977	-28,0	-15,2	25.905	20.069	-22,5
Especiales	16.612	3,5	10.333	-37,8	-34,9	12.444	7.874	-36,7
Otros (b)	1.871	2,5	1.966	5,1	4,1	1.403	1.469	4,7
Otros ingresos	16.333	2,1	13.678	-16,3	12,9	8.316	9.679	16,4
2. Pagos no financieros (c)	128.072	5,7	108.602	-15,2	-14,0	95.994	81.964	-14,6
Personal	16.827	3,5	17.643	4,8	2,9	12.204	12.650	3,7
Compras	2.554	7,7	2.680	4,9	-2,5	1.733	1.799	3,8
Intereses	18.264	3,1	19.070	4,4	-12,4	16.601	16.018	-3,5
Transferencias corrientes	77.151	5,9	57.038	-26,1	-20,4	57.040	42.838	-24,9
Inversiones reales	6.461	7,1	6.263	-3,1	-2,0	4.058	4.493	10,7
Transferencias de capital	6.815	15,2	5.908	-13,3	-4,1	4.358	4.166	-4,4
3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-2.884	18,7	-3.649	26,5	5,8	-9.913	-6.607	-33,4
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL :								
Ingresos no financieros	126.611	6,1	107.808	-14,9	-15,2	87.296	77.999	-10,6
Pagos no financieros	129.945	4,6	111.288	-14,4	-16,5	91.393	76.686	-16,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-3.334	-31,8	-3.480	4,4	-36,7	-4.097	1.313	-

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.

sería prácticamente igual al presupuestado. Hay que señalar, no obstante, que una parte importante de estas desviaciones se debe a que los Presupuestos de 2002 incorporaron solo de forma parcial los efectos en ingresos y gastos del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, mientras que el Avance de liquidación los refleja en su totalidad, una vez que se ha completado la asunción de las competencias de Sanidad por todas las CCAA y se ha suscrito, por tanto, el Nuevo Sistema de Financiación. En comparación con las cifras de ejecución presupuestaria hasta septiembre, que se comentan a continuación,

el Avance de liquidación supone una intensificación en los ritmos de caída de ingresos y gastos, de particular intensidad en el caso de los ingresos (4).

Por su parte, en términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta sep-

(4) Estando ya cerrada la edición de este Boletín, se han recibido los datos correspondientes a la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre, en términos de Contabilidad Nacional, observándose un superávit de 1.313 millones de euros (0,2% del PIB), frente a un déficit de 4.097 millones de euros (-0,6% del PIB) en el mismo período del año anterior.

RECUADRO 4

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 5.138 millones de euros, según los datos de ejecución presupuestaria hasta julio de 2002, inferior en 594 millones de euros (un 10,4%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Este descenso del superávit hasta julio resultó menos acusado que el previsto en el presupuesto inicial de 2002 en relación con la liquidación de 2001 y que el registrado hasta abril. 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 hasta julio muy superiores a las previstas en el Presupuesto, aunque algo menos intensas que las registradas en el primer cuatrimestre del año.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un crecimiento del 5,6% hasta julio, lo que supone una apreciable desaceleración respecto a la evolución seguida en 2001, lo que se explica, en parte, por un menor incremento del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3,1% hasta septiembre (3,9% en el conjunto del año 2001). Este ritmo de crecimiento de las cotizaciones en los primeros siete meses de 2002, aunque resulta muy superior al que se deriva del Presupuesto, en comparación con la liquidación del año anterior, se sitúa en línea con las estimaciones oficiales de liquidación para el conjunto del año (1). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes, procedentes del Estado casi en su totalidad, registró una disminución del 72,7% hasta julio (más intensa que la presupuestada), como consecuencia del nuevo sistema de financiación de las CCAA.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció solo un 3,6% hasta julio, lo que podría deberse a un diferente criterio de imputación temporal, respecto a julio de 2001, que se corregiría en agosto. Sin embargo, su ritmo de crecimiento en el primer semestre, el 5,2%, se situó en línea tanto con el de la ejecución de los cuatro primeros meses como con el 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 julio, en línea con lo previsto y ligeramente por debajo del crecimiento registrado en 2001. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal situó su tasa de crecimiento en el 12,3%, en contraste con la caída prevista presupuestariamente.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo se desaceleró notablemente en septiembre, aunque mantiene todavía un crecimiento muy elevado, del 11,2% (11% de crecimiento en 2001). Esta evolución estuvo determinada tanto por el aumento del paro registrado (un 7,2% hasta septiembre, frente al 0,1% en el conjunto de 2001) como por el de la tasa de cobertura, que se situó en el 72,6% hasta agosto, frente al 68,5% con que terminó el año 2001. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 13,2% hasta agosto, frente al 5,9% de crecimiento medio en 2001.

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 5,1% hasta junio, frente al 9,4% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 5,5% hasta mayo, en línea con lo previsto.

(1) En el Proyecto de presupuestos de la Seguridad Social para 2003 se estima un incremento del 6,1% en las cotizaciones normales al Régimen General para el conjunto del año 2002.

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

Puntos básicos

	Liquidación			Presupuesto			Liquidación ENE-ABR			Liquidación ENE-JUL		
	2001		% variación	2002		% variación	2001		2002		% variación	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5					
Ingresos no financieros	100.265	83.282	-16,94		-23,7	59.871	46.768	-21,9				
Cotizaciones sociales (c)	67.350	67.852	0,75		5,5	38.697	40.874	5,6				
Transferencias corrientes	31.383	14.389	-54,15		-73,5	20.313	5.551	-72,7				
Otros (d)	1.533	1.042	-32,02		-48,2	861	343	-60,1				
Pagos no financieros	93.941	79.411	-15,47		-24,6	54.139	41.630	-23,1				
Personal	14.545	6.683	-54,05		-69,4	8.806	2.433	-72,4				
Gastos en bienes y servicios	9.188	4.214	-54,14		-75,6	5.330	1.355	-74,6				
Transferencias corrientes	68.784	67.615	-1,70		-4,6	39.426	37.684	-4,4				
Prestaciones	68.326	67.615	-1,04		-4,4	39.379	37.683	-4,3				
Pensiones contributivas	53.375	56.231	5,35		5,4	30.619	31.736	3,6				
Incapacidad temporal	4.278	4.027	-5,88		3,4	2.204	2.475	12,3				
Resto	10.673	7.358	-31,06		-46,0	6.555	3.472	-47,0				
Resto transferencias corrientes	457	0	-100,00		-98,7	48	1	-98,4				
Otros (e)	1.424	899	-36,86		-76,3	576	158	-72,5				
Saldo no financiero	6.324	3.871	-38,79		-19,8	5.732	5.138	-10,4				

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

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues 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) Incluye recargos y multas.

(d) Excluye recargos y multas.

(e) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4		
Balanza de pagos: resumen (a)		
	Millones de €	
ENERO-JULIO		
	2001	2002
INGRESOS		
Cuenta corriente	138.521	135.735
Mercancías	79.056	77.471
Servicios	36.926	37.065
Turismo	20.888	19.815
Otros servicios	16.038	17.250
Rentas	13.223	11.737
Transferencias corrientes	9.316	9.462
Cuenta de capital	4.755	4.940
PAGOS		
Cuenta corriente	147.477	143.826
Mercancías	98.152	94.579
Servicios	21.775	22.504
Turismo	3.709	3.856
Otros servicios	18.066	18.648
Rentas	20.239	19.455
Transferencias corrientes	7.311	7.288
Cuenta de capital	593	596
SALDOS		
Cuenta corriente	-8.956	-8.092
Mercancías	-19.095	-17.108
Servicios	15.151	14.560
Turismo	17.179	15.959
Otros servicios	-2.028	-1.399
Rentas	-7.016	-7.718
Transferencias corrientes	2.004	2.174
Cuenta de capital	4.162	4.343

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

tiembre se saldó con un déficit de 6.606 millones de euros, inferior en un 33,4% al registrado en el mismo período del año anterior. La mejora en el déficit durante los meses de verano se debió a la recuperación de los ingresos, que aminoraron su ritmo de descenso hasta el 12,5% (16,7% en el primer semestre), y, en menor medida, a la intensificación en el ritmo de caída de los gastos, hasta el 14,6%.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a otras Administraciones, información, esta última, que no se recoge en el cuadro 3. Las cifras de recaudación total indican que los impuestos

directos se aceleraron notablemente en el tercer trimestre, al contrario que los impuestos indirectos, reflejando, en ambos casos la evolución seguida por las principales rúbricas. El IRPF aumentó un 7,1% hasta septiembre, lo que contrasta con la disminución registrada en el primer semestre del 5,8%, aunque ello se debe principalmente a cambios en el calendario de recaudación en 2002, que han retrasado el ingreso de gran parte de la cuota diferencial neta hasta el tercer trimestre de este año —frente al segundo trimestre del año anterior—. El Impuesto sobre Sociedades, por su parte, ha mostrado una importante aceleración, hasta el 19%, debida a los ingresos excepcionales ligados a la utilización por parte de las empresas de la Disposición transitoria tercera de la Ley de acompañamiento de los Presupuestos para 2002, que incentiva la integración en la base imponible del año 2002 de los beneficios extraordinarios pendientes de dicha integración. Por el contrario, el IVA, se desaceleró durante el tercer trimestre hasta alcanzar una tasa del 7,4%, frente al 9,5% del primer semestre, al tiempo que los impuestos especiales también reducían su ritmo de aumento. Finalmente, los otros ingresos se aceleraron ligeramente durante el tercer trimestre, hasta registrar un crecimiento del 16,4%. En comparación con estas cifras el Avance de liquidación para el conjunto del año supone una desaceleración adicional para la recaudación por IVA y, sobre todo, una fuerte desaceleración de los otros ingresos en la parte final del año, que se extiende a prácticamente todos los capítulos incluidos en esta rúbrica.

Por el lado del gasto, se observa en el transcurso del último trimestre una aceleración en casi todos los capítulos, excepto las transferencias. Destaca, no obstante, la moderación que continúan mostrando los gastos de funcionamiento (personal y compras), con crecimientos inferiores a los del PIB nominal. Los pagos por intereses, por su parte, siguen registrando tasas de variación negativas, aunque mantienen un perfil de aceleración que viene determinado por el calendario de vencimientos de la deuda pública. Por lo que respecta a los pagos por inversiones reales se han acelerado notablemente, hasta registrar un crecimiento del 10,7%, frente a la caída del 2% del primer semestre. En cuanto a los pagos por transferencias, han aumentado su ritmo de caída tanto las corrientes como las de capital. En general, el Avance de liquidación confirma las tendencias descritas de la ejecución presupuestaria, con la excepción de los pagos por inversiones reales y transferencias de capital, que se desacelerarían drásticamente en los últimos meses según dicho Avance.

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

En el período enero-julio de 2002, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital arrojó un déficit de 3.749 millones de euros, frente al saldo también negativo de 4.793 millones observado en las mismas fechas del año anterior. Esta importante mejora, del orden de 1.045 millones de euros, se explica, fundamentalmente, por la favorable evolución del déficit por cuenta corriente, fruto del notable descenso del déficit comercial y de la ampliación del superávit por transferencias corrientes, ya que los saldos de servicios y de rentas se deterioraron. El superávit de la cuenta de capital registró un moderado incremento.

En el conjunto de los siete primeros meses del año el déficit acumulado de la balanza comercial experimentó una mejora de 1.988 millones de euros sobre el nivel alcanzado en el mismo período del ejercicio anterior, lo que representa una reducción del 10,4%, por encima de la observada en el promedio de 2001 (-6,7%). La intensa mejora de la relación real de intercambio, en un contexto de apreciación del euro, unida a la desaceleración de las importaciones en términos reales, en el conjunto del período, propiciaron la notable corrección del desequilibrio del comercio de bienes.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en el período enero-julio se situó en 14.560 millones de euros, frente a los 15.151 millones contabilizados en igual período de 2001, lo que supone una reducción del 3,9%. Estos resultados reflejan el menor superávit por turismo y viajes (-7,1%), ya que el déficit del resto de servicios disminuyó un 31%. Los flujos turísticos intensificaron su desaceleración en este período del año, especialmente los ingresos, que registraron una caída del 5,1%, acorde con la atonía de las entradas de turistas extranjeros, en un clima de notable incertidumbre sobre la recuperación económica. Por su parte, los pagos por turismo se desaceleraron hasta el 4%, en el conjunto de los siete primeros meses del año, influidos por el debilitamiento de la confianza de los consumidores y por la sustitución de turismo en el extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad mundial.

La balanza de rentas acentuó notablemente su deterioro en el período enero-julio, situando su déficit en 7.718 millones de euros, 703 millones por encima del nivel registrado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Los ingresos descendieron un 11,2%, afectados por el recorte de los flujos de inversiones en el exterior que se ha producido desde el año 2001, ante la debilidad de la economía mundial y el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, agravada por las crisis que atraviesan algunos países latinoamericanos. Los pagos también descendieron en este período, aunque a un ritmo menor, del -3,9%, influidos también por el debilitamiento que acusó la inversión extranjera en España en 2001. En el ejercicio actual, aunque continúan descendiendo los flujos de inversiones directas, se aprecia un aumento de los flujos de inversiones de cartera, así como de las colocaciones de depósitos a corto plazo.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 2.174 millones de euros, en el período enero-julio, lo que supone un aumento de 170 millones en relación con el observado en idénticas fechas de 2001. Los ingresos avanzaron un 1,6%, a pesar del retroceso de los flujos procedentes de la UE, tanto en concepto de FEOGA-Garantía como, en mayor medida, del Fondo Social Europeo, ya que en el ejercicio anterior se habían producido importantes adelantos a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006. Los pagos, por su parte, descendieron ligeramente, un -0,3%, aunque destacó el notable incremento que continúan mostrando los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 4.343 millones de euros en el período enero-julio, 181 millones por encima del observado en el mismo período de 2001. En términos de tasas interanuales, el aumento se cifró en el 4,3%, y se explica por el notable avance de los flujos procedentes de la UE en concepto de Fondo de Cohesión y, en menor medida, de FEOGA-Orientación, mientras que se redujeron ligeramente los correspondientes al FEDER, también afectados por los anticipos ingresados en el ejercicio anterior a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Rasgos más destacados

En el segundo trimestre de 2002, en un contexto caracterizado por un clima de relativa debilidad de la actividad económica, por el aumento de la incertidumbre en torno a la recuperación de la economía mundial y por el agravamiento de la crisis en algunos países latinoamericanos, los mercados bursátiles nacionales —influidos también por la desconfianza de los inversores tras la aparición de nuevos casos de irregularidades contables en empresas estadounidenses— registraron un retroceso moderado de las cotizaciones, de modo que, durante el primer semestre, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumuló unas pérdidas del 12,3%. Sin embargo, ha sido a lo largo del tercer trimestre cuando, como consecuencia de la acentuación de algunos de los rasgos antes mencionados y, adicionalmente, del clima prebélico en torno a Irak, se ha producido una agudización de la inestabilidad en los mercados financieros que se ha traducido en un aumento de la volatilidad de los precios hasta alcanzar los niveles que se registraron tras los atentados del 11 de septiembre. Además, las pérdidas en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante el tercer trimestre llegaron a alcanzar el 20,3%, aunque se han recuperado algo durante el mes de octubre. No obstante, cabe señalar que el comportamiento de la Bolsa española ha sido menos desfavorable que el del promedio de las bolsas europeas (véase recuadro 5).

En este clima, la financiación concedida al sector privado no financiero —y, en particular, la otorgada por las entidades de crédito residentes— ha seguido creciendo a un ritmo elevado durante el segundo trimestre. En el caso de los hogares, se ha observado incluso una ligera aceleración en el ritmo de expansión del crédito. En concreto, los préstamos concedidos a las familias por parte de las entidades de crédito residentes aumentaron, en términos interanuales, un 13,8% durante el segundo trimestre, frente al 13,3% del trimestre anterior. En el caso de las sociedades no financieras, aunque se aprecia una cierta desaceleración, el ritmo de crecimiento sigue siendo considerable para la situación cíclica de la economía española. Además, la información provisional del tercer trimestre no apunta hacia una moderación significativa de la financiación al sector privado.

En consonancia con esta evolución de la financiación, no se ha producido, en lo que va de año, una recuperación del ahorro financiero neto del sector privado. Este desarrollo, que contrasta con lo sucedido en otras fases anteriores de desaceleración económica, ha amortiguado la intensidad de la desaceleración de la actividad en nuestra economía, aunque, en

RECUADRO 5

Un análisis sectorial comparado de la caída reciente de las cotizaciones bursátiles

El 14 de octubre, los precios de las acciones negociadas en los mercados españoles, medidos por el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), habían perdido un 27,5% del valor que tenían cuando se inició el año. Esta variación es similar a la registrada en el mismo periodo por el S&P 500 (27,2%), que agrupa a las empresas cotizadas en las bolsas de EEUU, y es inferior a la reducción del Euro Stoxx (36,4%), formado por las cotizaciones de las sociedades negociadas en las bolsas de la UEM. Estos descensos no se distribuyen homogéneamente entre los diferentes sectores que componen los índices, como muestra el cuadro adjunto, en el que se consideran 13 agrupaciones en función de la actividad de las empresas.

Como ya viene ocurriendo desde marzo de 2000, fecha en la que los principales índices alcanzaron sus máximos históricos, los sectores que han registrado una evolución más desfavorable de las cotizaciones fueron el tecnológico, el de telecomunicaciones y el de medios de comunicación. Además de los anteriores, otras empresas con una evolución especialmente negativa en la parte transcurrida del año han sido las de servicios públicos, los bancos (los españoles y los del resto de la UEM) y las empresas de seguro (de la UEM).

La comparación de las bolsas españolas con las del conjunto de la UEM pone de manifiesto que los grupos formados principalmente por empresas con una presencia significativa en América Latina (bancos, telecomunicaciones, servicios públicos y energía, que son, por otra parte, los que tienen un peso superior en nuestros mercados) registraron, en nuestro país, una evolución solo ligeramente más desfavorable que la que se observó, en media, en la UEM. Lo contrario ocurrió, sin embargo, en casi todos los demás sectores. La comparación con las bolsas de EEUU produce una relación más equilibrada: en cinco de los doce grupos con presencia en los mercados de ambos países el comportamiento en España fue peor.

Las contribuciones por sectores a las caídas de los índices fueron muy distintas en los tres grupos de bolsas estudiados. Así, en España, los cuatro sectores con mayor ponderación explican casi el 92% de la variación del IGBM, lo que refleja la elevada concentración sectorial de nuestros mercados. En los otros dos índices, las contribuciones estuvieron más repartidas, destacando la del sector tecnológico. Además de este grupo, la evolución negativa de los precios negociados de los bancos y de las compañías de telecomunicaciones y, en el caso de la UEM, de las empresas de seguro, tuvieron, también, una importancia significativa para explicar los descensos en los índices.

Ahora bien, si se aplicaran las ponderaciones correspondientes a la composición del Euro Stoxx y del S&P 500 a la evolución de las cotizaciones sectoriales del IGBM se obtendría una variación del índice de la bolsa española (-25,5% y -27,5%, respectivamente) muy similar a la realmente observada (-27,5%), lo que sugiere que las diferencias en la composición sectorial de nuestras bolsas no parece haber desempeñado un papel significativo para explicar su evolución diferencial en este periodo. Antes al contrario, el comportamiento menos desfavorable de la Bolsa española parece reflejar unas perspectivas algo más optimistas sobre nuestra economía, a pesar de la exposición de algunas empresas nacionales a la evolución de la situación en Latinoamérica.

Evolución sectorial de las bolsas en el 2002 (a)

%

	ESPAÑA			UEM			EEUU		
	Variación 1	Peso 2	Contribución 3=1x2	Variación 4	Peso 5	Contribución 6=4x5	Variación 7	Peso 8	Contribución 9=7x8
Bancos	-35,2	31,8	-11,2	-33,7	15,4	-5,2	-22,1	13,4	-3,0
Telecomunicaciones	-41,9	20,1	-8,4	-40,4	8,6	-3,5	-46,0	5,5	-2,5
Servicios públicos	-33,3	12,5	-4,2	-30,8	5,9	-1,8	-42,3	3,1	-1,3
Energía	-19,2	7,5	-1,4	-16,1	11,0	-1,8	-15,5	6,3	-1,0
Construcción	2,2	4,1	0,1	-28,4	2,2	-0,6	-22,6	0,1	0,0
Alimentación	13,0	2,8	0,4	-21,3	6,9	-1,5	-4,4	5,0	-0,2
Bienes inversión	-15,4	3,4	-0,5	-29,7	7,2	-2,1	-28,6	11,1	-3,2
Tecnología	-46,9	2,7	-1,2	-56,2	11,8	-6,7	-45,1	17,6	-7,9
Seguros	-14,1	0,5	-0,1	-53,1	7,4	-3,9	-21,9	4,2	-0,9
Salud	-37,6	0,5	-0,2	-37,2	5,1	-1,9	-20,6	14,4	-2,9
Medios	-46,7	1,7	-0,8	-55,5	4,5	-2,5	-34,6	4,1	-1,4
Minorista	-5,1	6,3	-0,3	-28,7	2,4	-0,7	-22,3	6,2	-1,4
Automóviles	—	0,0	—	-23,3	3,5	-0,8	-27,5	1,0	-0,3
Resto	-8,5	6,1	-0,5	-38,2	8,1	-3,1	-13,1	8,0	-1,0
Índice del mercado (b)	-27,5	100,0	-27,5	-36,4	100,0	-36,4	-27,2	100,0	-27,2
No explicado (c)	—	—	1,0	—	—	-0,3	—	—	-0,1

Fuentes: Bloomberg y Banco de España.

(a) Hasta el 11 de octubre de 2002.

(b) Índice General de la Bolsa de Madrid para España, Euro Stoxx para la UEM y S&P 500 para EEUU.

(c) Las contribuciones no suman igual que la caída de los índices del mercado, debido a cambios en la composición de los índices durante el periodo.

CUADRO 5

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

% PIB

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

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.

contrapartida, se ha producido un incremento significativo de las *ratios* de endeudamiento de las sociedades no financieras y de los hogares. Todo ello está repercutiendo en un aumento del grado de exposición del sector privado no financiero ante posibles perturbaciones que puedan afectar negativamente a su riqueza, a sus ingresos o a los costes de refinanciación de sus pasivos.

Durante el segundo trimestre de 2002, en línea con la evolución registrada en el trimestre anterior y con la tendencia observada a lo largo del pasado año, se redujo ligeramente el

saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación, que terminó situándose en el 1,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (5) (véase cuadro 5). Esta moderada disminución del recurso neto al ahorro generado en el exterior fue el resultado de un comportamiento dispar por parte de los distintos sectores residentes. Así, por un lado, las AAPP presentaron un saldo deudor en sus

(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 del segundo trimestre, de forma que su ahorro financiero neto acumulado en cuatro trimestres se redujo hasta el 0,1% del PIB. Por otro lado, disminuyeron las necesidades de financiación del sector privado no financiero, que se situaron en el 3,2% del PIB. La evolución del saldo neto de este último sector vino determinada por el comportamiento de las sociedades no financieras, para las que la absorción de recursos netos de otros sectores disminuyó hasta situarse en el 3,8% del PIB. En el caso de los hogares, el valor de sus operaciones financieras netas fue similar al del mismo trimestre del año anterior y, en consecuencia, su ahorro financiero neto, en términos acumulados de cuatro trimestres, se mantuvo en el 0,5% del PIB, lo que constituye un mínimo histórico.

La información sobre los flujos netos intersectoriales (parte inferior del cuadro 5) pone de manifiesto que en todos los sectores no financieros aumentaron los recursos netos recibidos de las entidades de crédito residentes. Este aumento fue más pronunciado en el caso de los hogares, para los que el saldo deudor de sus operaciones financieras netas frente a las entidades de crédito residentes alcanzó el 2,7% del PIB. Como contrapartida, las entidades de crédito aumentaron de forma considerable su saldo deudor frente al resto del mundo, hasta el 3,9 % del PIB, si bien, este volumen es todavía notablemente inferior al observado en el período 1998-2000. Las sociedades no financieras, por su parte, redujeron el importe de los recursos netos recibidos del resto del mundo, que se situó en el 1,1% del PIB. Las AAPP también recibieron menor financiación neta del exterior, que se situó en el 1,5% del PIB.

5.2. Los flujos financieros de los hogares

A lo largo del segundo trimestre de 2002, los hogares presentaron un ahorro financiero neto positivo por un valor del 0,3% del PIB, a diferencia de los dos trimestres precedentes, en los que captaron recursos netos de otros sectores de la economía. No obstante, en términos acumulados de cuatro trimestres, su ahorro financiero siguió situado en el 0,5% del PIB, lo que representa un mínimo histórico (véase cuadro 5), especialmente reseñable habida cuenta del contexto de incertidumbre y de desaceleración de la actividad que caracterizó dicho trimestre. La moderación experimentada por el gasto de los hogares durante la primera mitad de 2002 no ha venido acompañada de una ralentización equivalente en su demanda de financiación que, como ya se comentaba en el informe anterior, ha seguido estimulada por un nivel de ti-

pos de interés reducido y por la continuada elevación del precio de la vivienda (6).

La adquisición de activos financieros por parte de los hogares fue ligeramente superior a la del mismo trimestre del año anterior, de modo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el 8% del PIB, frente al 7,5% del trimestre precedente. La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de los hogares continuó mostrando tendencias similares a las observadas en los trimestres precedentes (véanse cuadro 6 y gráfico 23). En particular, se siguió registrando una recomposición de las carteras de los hogares a favor de los activos más líquidos y de menor riesgo. Así, el ahorro materializado en medios de pago experimentó una ligera aceleración —creció a una tasa interanual del 10,3%, frente al 9,9% del trimestre anterior—, incrementándose hasta el 2,7% del PIB. La adquisición neta de acciones y otras participaciones fue ligeramente positiva y se materializó, en mayor medida, en acciones no cotizadas, reduciéndose el valor negativo de la inversión acumulada en cuatro trimestres hasta el -0,1% del PIB. A diferencia del trimestre anterior, las suscripciones netas de participaciones de fondos de inversión fueron ligeramente positivas y, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron el 0,6% del PIB. Por último, 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% del PIB.

Por el lado del pasivo, las familias experimentaron un aumento en el flujo de financiación recibido de otros sectores: 7,5% del PIB, frente al 7% del trimestre anterior. Este incremento fue el resultado, en gran medida, del aumento del crédito bancario, que alcanzó un volumen elevado: 6,1% del PIB, frente al 5,7% del trimestre anterior. La financiación total —considerando los préstamos bancarios y los recursos intermediados por fondos de titulización— registró una aceleración adicional a la observada el trimestre anterior, alcanzando el 14%, frente al 13,4% del trimestre precedente (véase pro memoria del cuadro 6).

La información correspondiente a la distribución del crédito por finalidades en el segundo trimestre del año revela una disparidad notable entre sus distintos componentes. Así, por un lado, los préstamos destinados a la adquisición de vivienda mantuvieron un elevado ritmo de crecimiento: 16,6%, en términos interanuales.

(6) Para un análisis más detallado del mercado de la vivienda, véase en el *Boletín económico* de septiembre de 2002 el artículo de J. Martínez y Ll. Matea, titulado «El mercado de la vivienda en España».

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
				IV TR	I TR
HOGARES E ISFLSH:					
Operaciones financieras (activos)	9,8	9,6	9,1	7,3	7,5
Medios de pago	3,2	4,5	1,0	1,2	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-1,8	2,5	6,5	3,1	2,5
Acciones y otras participaciones (b)	0,0	0,1	0,5	-0,5	-0,3
Fondos de inversión	5,0	-2,2	-3,4	0,8	0,4
FIAMM	-1,1	-1,4	-1,4	1,3	1,4
FIM	6,1	-0,8	-2,0	-0,5	-0,9
Reservas técnicas de seguros	2,4	3,3	3,5	2,2	2,2
Del cual:					
Seguros de vida	1,2	2,0	1,9	1,5	1,5
Fondos de pensiones	1,0	1,0	1,4	0,5	0,5
Resto	0,8	1,2	1,0	0,4	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	6,5	7,6	8,1	6,3	7,0
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,5	6,8	5,1	5,7
Fondos de titulización	0,5	0,6	0,1	0,3	0,2
Resto	0,1	0,5	1,1	0,9	1,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:					
Operaciones financieras (activos)	14,0	17,8	27,4	17,5	17,4
Medios de pago	1,5	0,7	0,9	1,6	1,9
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,2	-0,2	1,3	0,8	0,2
Acciones y otras participaciones	3,1	8,2	14,1	4,2	4,5
Del cual:					
Frente al resto del mundo	2,2	6,5	10,9	3,7	3,7
Resto	9,2	9,2	11,1	10,9	10,9
Operaciones financieras (pasivos)	15,1	20,2	30,9	21,6	21,7
Créditos de entidades de crédito residentes	4,6	4,8	6,7	6,0	6,5
Fondos de titulización	0,2	0,4	0,9	0,8	1,0
Préstamos exteriores	1,6	3,0	3,5	3,6	2,8
Valores de renta fija (a)	0,0	0,5	-0,5	0,1	0,1
Acciones y otras participaciones	2,5	5,0	12,1	3,8	3,9
Resto	6,2	6,3	8,1	7,3	7,6
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):					
Financiación (c)	16,7	19,5	18,9	15,1	15,3
Hogares e ISFLSH	19,3	19,6	17,3	12,4	13,4
Sociedades no financieras	14,7	19,4	20,0	17,1	16,7

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.

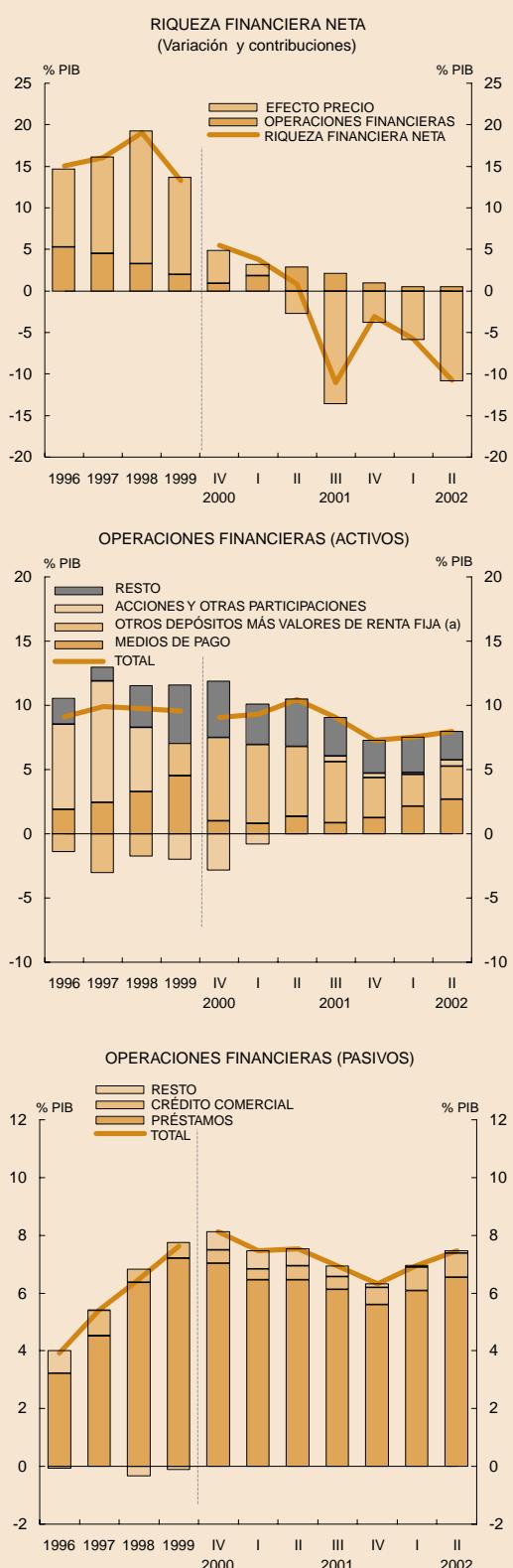
(c) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

Diferenciando por tipo de entidad, las cajas de ahorros, que continuaron ganando cuota de mercado en este segmento, incrementaron su cartera de este tipo de préstamos en un 19%, mientras que los bancos lo hicieron en un 13,5%. Por otro lado, el crédito destinado al gasto en bienes corrientes y duraderos mostró una intensa desaceleración, y creció al 13,9%

en tasa interanual, después de registrar tasas superiores al 20% en los cuatro trimestres precedentes. No obstante, su peso dentro del total de préstamos concedidos a personas físicas es inferior al 15%.

La información provisional sobre los flujos financieros de la economía española durante el

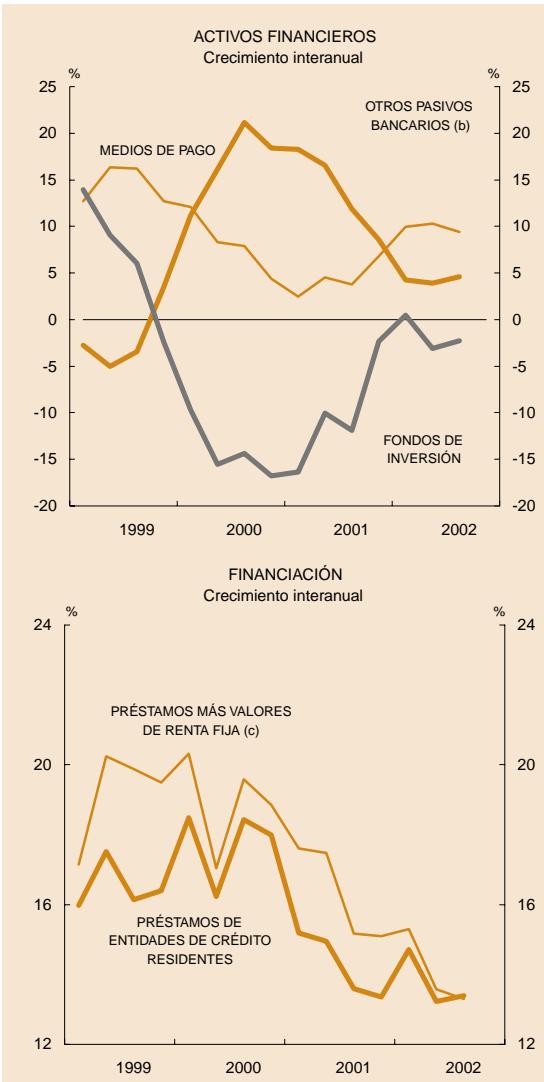
GRÁFICO 23

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)


Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del tercer trimestre de 2002 son provisionales.

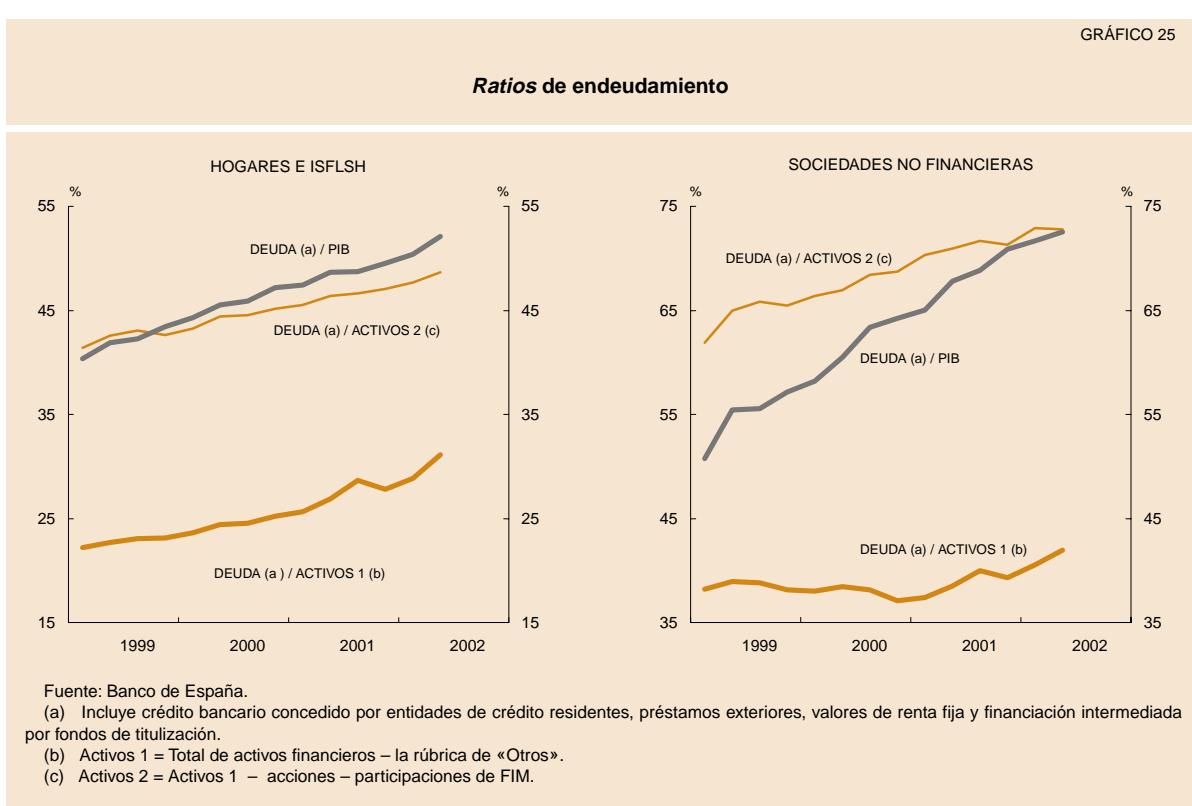
(b) Incluye depósitos a plazo, cesiones temporales, valores bancarios y depósitos en el exterior.

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

tercer trimestre de 2002 sugiere un cierto repunte en las tasas de crecimiento de los activos y pasivos financieros de las familias (7) (véase gráfico 24). Por el lado de la inversión en activos financieros, los medios de pago y los otros pasivos bancarios han continuado aumentando a ritmos similares a los registrados durante el segundo trimestre. Sin embargo, las tenencias

(7) 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.

GRÁFICO 25



de fondos de inversión, aunque han vuelto a experimentar una variación negativa como consecuencia del deterioro de las cotizaciones bursátiles, se han desacelerado menos que tres meses antes. En cuanto a la financiación, las entidades residentes han expandido la concesión de crédito al sector privado, que crece a un ritmo del 13,4%, frente al 13,2% del segundo trimestre, lo que puede haberse visto favorecido por el mantenimiento de un elevado ritmo de crecimiento en el precio de la vivienda.

Cabe señalar, finalmente, que la situación patrimonial de las familias al final del segundo trimestre se vio, además, negativamente afectada por la pérdida de valor de las tenencias de acciones y participaciones de fondos de inversión derivada del descenso de las cotizaciones bursátiles. Así, la pérdida de riqueza financiera neta superó el 10% del PIB en el conjunto de los cuatro últimos trimestres disponibles. Del mismo modo, el nivel de endeudamiento de las familias aumentó tanto en términos del componente más líquido de su riqueza financiera (52,1%, frente al 50,4% del trimestre precedente) como en términos del PIB (48,6%, frente al 47,7% del trimestre precedente) (véase gráfico 25).

5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

Durante el segundo trimestre de 2002, el saldo de las operaciones financieras de las so-

ciedades no financieras fue del -0,6% del PIB, frente al -1,1% del mismo trimestre del año anterior. En términos acumulados de cuatro trimestres, dicho saldo alcanzó el 3,8% del PIB, frente al 4,3% en el trimestre precedente (véase cuadro 5). Esta reducción refleja la disminución de la brecha de financiación de este sector, es decir, de los recursos ajenos necesarios para acometer la inversión doméstica y en el exterior (véase gráfico 26). A pesar de su tendencia descendente en los últimos trimestres, el desahorro financiero neto de las empresas sigue en un nivel históricamente elevado, lo que, en un contexto como el actual de debilidad de la inversión (doméstica y en el exterior), podría indicar, como se comentó en informes anteriores, la persistencia de una menor capacidad de generación interna de recursos.

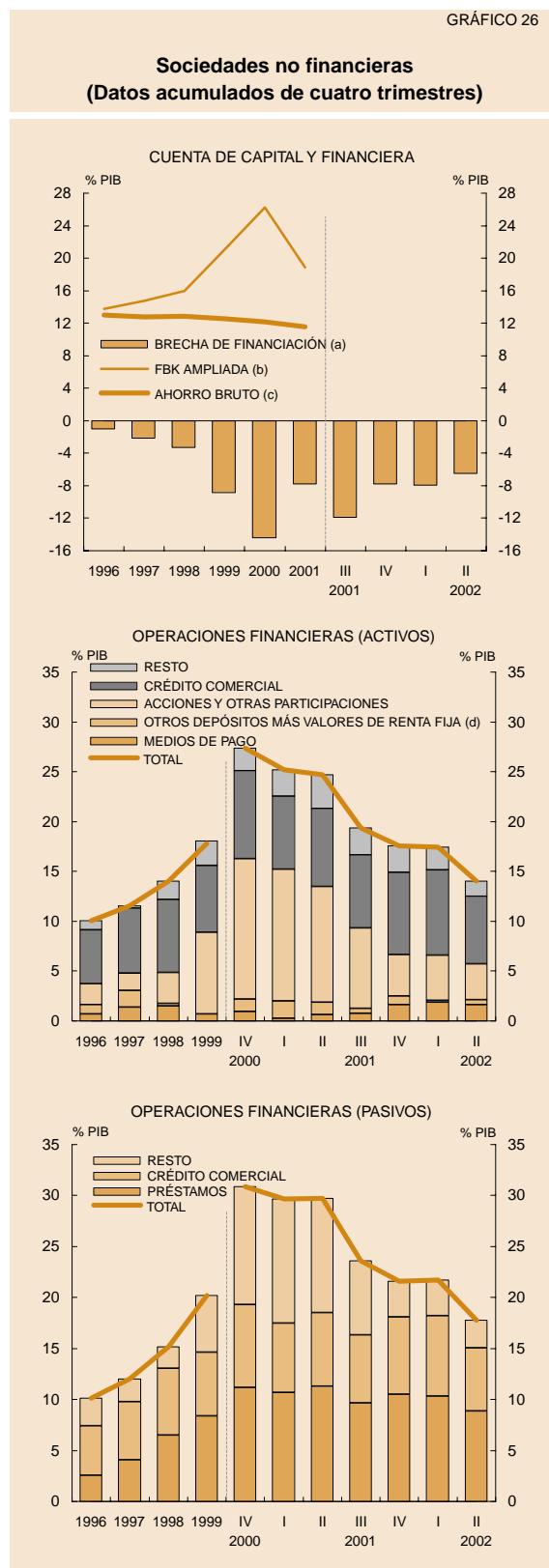
La inversión en activos financieros continuó desacelerándose y se situó en el 14% del PIB, mientras que un trimestre antes fue del 17,4% (véase cuadro 6). Esta disminución se materializó, en primer lugar, en una reducción en relación con el mismo trimestre del año anterior de la adquisición de acciones y otras participaciones —fundamentalmente, en el exterior—. Además, los medios de pago experimentaron una ligera reducción, hasta alcanzar el 1,6% del PIB. Por el contrario, la demanda de otros activos líquidos, recogidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija, experimentó un ligero repunte tras las reducciones observadas en los dos trimestres precedentes. Final-

mente, también se ha registrado una menor inversión en los activos agrupados bajo la rúbrica «Resto» en el cuadro 6, entre los que se encuentra el crédito comercial, que alcanzó el 8,3%, frente al 10,9% del trimestre anterior. No obstante, hay que reseñar que esta evolución se ve compensada con una desaceleración de igual magnitud en los flujos de financiación comercial recibidos, que se recogen en la rúbrica «Resto» del lado del pasivo. Por tanto, no se ha observado una variación significativa en los flujos netos de financiación interempresarial.

Por lo que se refiere a las operaciones de pasivo, con la excepción de las canalizadas a través de los fondos de titulización, se observaron menores volúmenes que los registrados en el mismo trimestre del año anterior. Así, la financiación obtenida mediante acciones y otras participaciones experimentó una contracción moderada. Los créditos de entidades residentes y la financiación intermediada por fondos de titulización disminuyeron conjuntamente desde el 7,5% del PIB, en el trimestre anterior, hasta el 6,7%, de modo que se compensó el aumento registrado en el trimestre previo. Los préstamos del exterior continuaron desacelerándose (2,1% del PIB, frente al 2,8% en el trimestre previo), lo que podría reflejar la menor apelación a este tipo de financiación por parte de las grandes empresas. De esta forma, el crecimiento interanual de la financiación concedida a las sociedades se situó en el 13,2%, lo que supone una continuación en el proceso de desaceleración iniciado a principios de 2001 (véase *pro memoria*, cuadro 6).

La información sobre la distribución del crédito de entidades residentes por actividades productivas muestra cómo la desaceleración del crédito se concentró en las actividades industriales —excluida la construcción— y del sector servicios. En particular, el crédito para el sector servicios, que es el principal componente del crédito destinado a actividades productivas, redujo su ritmo de crecimiento en el segundo semestre de 2002 hasta el 11,6%, desde el 13,6% del trimestre anterior. Por el contrario, los préstamos destinados a la construcción se aceleraron hasta el 13,6%, desde el 12,1% en el trimestre precedente.

Aunque el volumen de financiación —mediante préstamos y valores distintos de acciones— experimentó una ligera desaceleración durante el segundo trimestre de 2002, su expansión continúa siendo elevada 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 72,5%, frente al 55,4% registrado tan solo tres años antes. Finalmente,



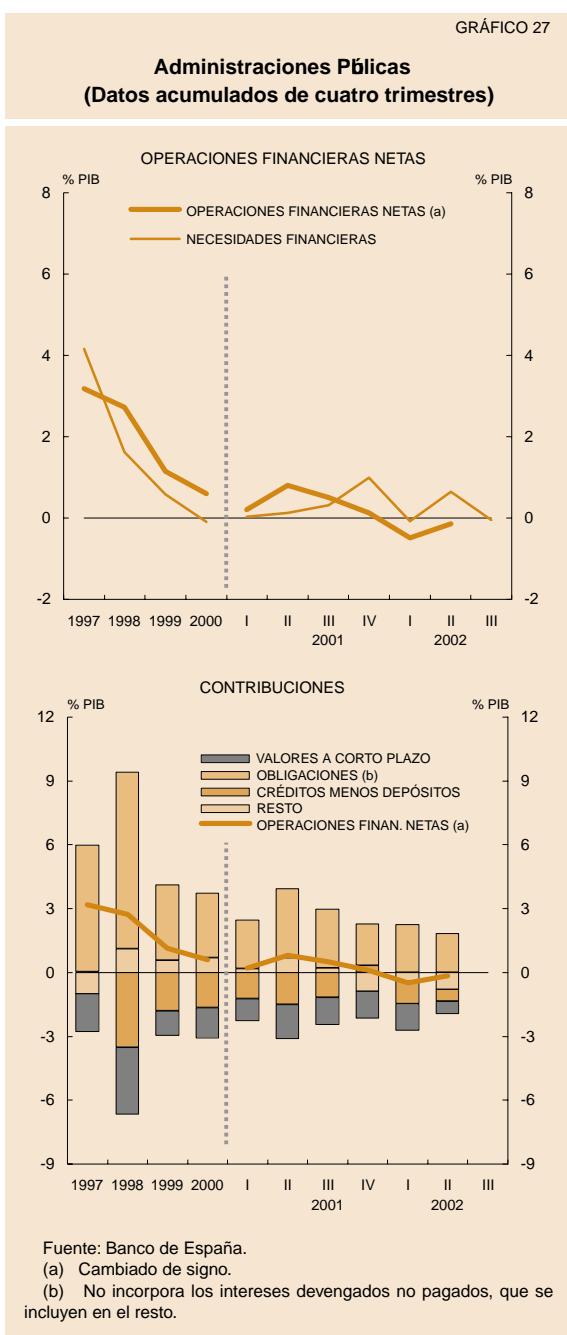
Fuente: Banco de España.

(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.



el valor de la deuda en relación con la cartera de activos financieros de las empresas se incrementó hasta el 41,9%, desde el 40,5% del trimestre precedente. Estas tendencias ponen de manifiesto la mayor exposición de las empresas españolas a posibles situaciones adversas, una exposición que no se distribuye homogéneamente entre las diferentes sociedades que conforman el sector (véase recuadro 6).

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Pùblicas

El saldo de las operaciones financieras de las AAPP fue negativo durante el segundo tri-

mestre de 2002, lo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, supuso una disminución de cuatro décimas en su ahorro financiero neto, hasta situarse en el 0,1% del PIB (véase gráfico 27).

Durante el segundo trimestre del año, el Tesoro realizó una emisión neta de valores a largo plazo de 5,5 mm de euros, de forma que, en términos acumulados de cuatro trimestres, el saldo de bonos y obligaciones de las AAPP se incrementó un 1,8% del PIB, frente al 2,2% del trimestre anterior. Las emisiones netas de valores a corto plazo, por su parte, fueron prácticamente nulas y, acumulando cuatro trimestres, alcanzaron el -0,6% del PIB. Los recursos netos obtenidos con las emisiones contribuyeron al aumento de los depósitos (netos de préstamos) en un 0,6% del PIB. Finalmente, durante el segundo trimestre, no se apreciaron cambios significativos en la distribución de la cartera de deuda pública entre los distintos inversores, de modo que las tenencias de bonos y obligaciones en manos de los no residentes seguían representando alrededor del 50% del saldo total emitido.

La información provisional correspondiente al tercer trimestre indica un incremento de los fondos obtenidos a través de la emisión de valores a corto plazo y del aumento de los créditos otorgados por las instituciones financieras. Esta captación de recursos se ve compensada por la amortización de bonos y obligaciones, de modo que 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 redujo hasta el -0,05% del PIB en el tercer trimestre del año, frente al 0,65% del trimestre previo (véase gráfico 27). Por último, es importante destacar que, en los últimos meses, el Tesoro se ha beneficiado del descenso de las rentabilidades de sus emisiones, propiciado por el desplazamiento de los inversores hacia activos de menor riesgo.

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

Entre abril y junio de 2002, el saldo de las operaciones financieras de la nación mostró un comportamiento más favorable que el del mismo trimestre del año anterior, situándose en el -1,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 7). A diferencia de la tendencia observada durante los últimos trimestres, los flujos de adquisición neta de activos financieros y de pasivos exteriores experimentaron un ligero aumento. Asimismo, es importante destacar que los flujos de activos y pasivos frente al exterior materializados en va-

RECUADRO 6

Situación financiera y nivel de actividad: un análisis microeconómico

La posición financiera de las empresas influye en las condiciones macroeconómicas y en la estabilidad del sistema financiero de un país a través de su contribución a la demanda agregada y de sus vínculos con el sistema bancario y los mercados de capitales. Así, por ejemplo, un excesivo endeudamiento puede afectar negativamente a su gasto en inversión o puede, ante una perturbación inesperada, propiciar una recomposición brusca de sus carteras. Ahora bien, desde el punto de vista de la identificación de los riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera es preciso tener en cuenta que la fragilidad de unas empresas no tiene por qué compensarse, necesariamente, con la solidez de otras. De este modo, basar la evaluación de la situación financiera de las sociedades en el análisis de indicadores sectoriales agregados, pese a ser informativo, puede, en ocasiones, enmascarar vulnerabilidades que solo un estudio a nivel desagregado podría poner de manifiesto. De hecho, el comportamiento de las compañías más expuestas desde el punto de vista financiero resulta, a estos efectos, tan relevante —o más— que el comportamiento medio del sector.

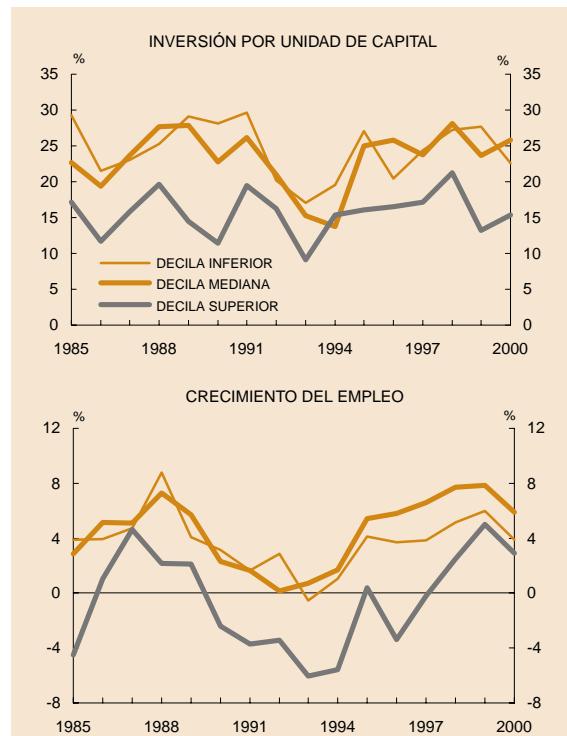
Concretamente, utilizando información individual de las empresas contenidas en la Base de Datos Anual de la Central de Balances del Banco de España para el período 1985-2000 se compara el ritmo de utilización de factores productivos —trabajo y capital físico— de distintos conjuntos de empresas definidos en función de su situación financiera.

La situación financiera de las empresas suele caracterizarse mediante un conjunto relativamente amplio de indicadores que, a menudo, se denominan de presión financiera. Entre ellos, es habitual encontrar *ratios* que proporcionan información sobre la rentabilidad, el endeudamiento (o apalancamiento) y la liquidez de las sociedades, variables que en numerosos trabajos teóricos y empíricos determinan el riesgo de quiebra de las compañías. Así, es más probable que una empresa quiebre o suspenda pagos si su volumen de endeudamiento es muy elevado, su rentabilidad muy reducida o si no dispone de la suficiente liquidez. La posición financiera de las empresas puede aproximarse mediante una medida de la carga relativa de la deuda (o, lo que es lo mismo, de la capacidad de la empresa para hacer frente a los pagos de intereses), que se define como la *ratio* entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Esta variable, al ser el resultado neto de cambios en los tipos de interés, en la rentabilidad empresarial y en el nivel de endeudamiento de las empresas, constituye un indicador relevante de la presión financiera a la que pueden estar sometidas las sociedades.

En los gráficos adjuntos se presenta, para cada año, el valor medio de la inversión por unidad de capital y de la tasa de crecimiento del empleo para los conjuntos de empresas correspondientes a tres deciles diferentes de la distribución de las empresas en términos de la *ratio* entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Así, la decila mediana (que agrupa a las empresas comprendidas entre los percentiles 45 y 55) puede considerarse representativa del comportamiento de una empresa con una situación financiera promedio. Análogamente, las empresas pertenecientes a la decila superior (inferior) son las que se enfrentan a una presión financiera más (menos) elevada.

Como se aprecia en los gráficos, no existen diferencias significativas en cuanto a la utilización de factores productivos entre las empresas que tienen un mayor grado de holgura financiera (decila inferior) y las empresas que registran una presión financiera promedio. Sin embargo, las empresas que se enfrentan a una carga financiera más elevada en relación con su capacidad de generación interna de recursos presentan tasas de inversión y de crecimiento del empleo sustancialmente menores. Además, en el caso del empleo, este rasgo parece acentuarse en las fases recesivas.

Esta evidencia descriptiva sugiere que el impacto de la situación financiera sobre la actividad empresarial no es lineal y se hace relativamente más intenso cuando la presión financiera sobrepasa un cierto umbral. Por tanto, el riesgo de que el aumento de los niveles de endeudamiento que se viene registrando entre las sociedades no financieras españolas pueda afectar a la actividad económica depende de que, para un número importante de sociedades, la presión financiera llegue a superar dicho umbral.



Fuente: Banco de España.

Nota: Cada línea representa el valor medio de la variable correspondiente (inversión por unidad de capital o crecimiento del empleo) para el conjunto de empresas pertenecientes a la decila específica (inferior, mediana o superior) definida en función de la distribución de la *ratio* entre gastos financieros y resultado económico bruto de la explotación.

CUADRO 7

Operaciones financieras de la nación (Datos acumulados de cuatro trimestres)

% PIB

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

Fuente: Banco de España.

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

lores experimentaron un cierto retroceso en consonancia con el entorno menos propicio para este tipo de activos, debido a la inestabilidad de los mercados y al clima de incertidumbre. No obstante, cabe pensar que este retroceso sea meramente coyuntural y hay que señalar que estos flujos continúan mostrando unos volúmenes históricamente elevados.

La adquisición neta de activos exteriores alcanzó el 9,9% del PIB, frente al 8,7% del tri-

mestre anterior, gracias, fundamentalmente, al aumento de los depósitos en el exterior. A diferencia de lo observado en los dos trimestres precedentes, tanto las entidades de crédito como los *otros sectores residentes* aumentaron sus tenencias de depósitos exteriores y redujeron sus inversiones en títulos de renta fija. Así, la adquisición de valores distintos de acciones se redujo hasta el 5,8% del PIB, desde el 7,4% registrado en el trimestre anterior. Por su parte, la compra de acciones fue menor, un 2,7% del

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

Fuente: Banco de España.

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

(b) Datos del segundo trimestre.

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

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

PIB, frente al 3,1% del trimestre anterior, y fue el resultado, fundamentalmente, de la disminución de este tipo de inversión por parte de las sociedades no financieras, ya que el sistema crediticio aumentó su cartera de renta variable en el exterior. De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, la inversión en el exterior con carácter permanente, inversión directa, supuso aproximadamente un 50% de la realizada en el mismo trimestre del año anterior. Por su parte, la inversión en cartera se redujo en un 30% con respecto a la registrada en el segundo trimestre de 2001. Por último, los préstamos concedidos por las sociedades no financieras al exterior alcanzaron el 1,2% del PIB, frente al 1,5% registrado en el primer trimestre del año.

Como ya se ha mencionado, el volumen de las operaciones de pasivo con el exterior también fue mayor, 11,7% del PIB, frente al 10,6% en el trimestre anterior. Este aumento fue el resultado de la mayor inversión en depósitos por parte de los no residentes, que alcanzó el 4,5%, y de descensos de magnitud desigual en el resto de las rúbricas. Así, se produjo una ligera reducción en la adquisición de valores de renta fija por parte de no residentes, y reducciones más acusadas de los préstamos exteriores recibidos —en particular, de los recibidos por las sociedades no financieras— y de la inversión de los no residentes en acciones y otras

participaciones. En particular, el descenso más acusado se observó en las inversiones directas, que alcanzaron un valor cercano al 40% del registrado el mismo trimestre del año anterior. Por el contrario, las inversiones en cartera experimentaron un ligero ascenso. En el conjunto del trimestre, el volumen de inversiones directas del exterior en España fue inferior al correspondiente a las de España en el exterior. No obstante, esta pauta no parece confirmarse, a tenor de la última información provisional disponible de la Balanza de Pagos, que se refiere al mes de julio.

Como resultado de las operaciones financieras con el exterior y de la evolución del precio de los activos financieros y del tipo de cambio, la economía nacional ha mejorado, a lo largo del primer semestre, su posición deudora neta frente al exterior, situándose en el -21% del PIB (véase cuadro 8). El deterioro de los activos netos exteriores de las instituciones financieras —y, en concreto, de las instituciones de crédito— fue más que compensado por la mejora de la posición de los sectores no financieros. En particular, las AAPP y, sobre todo, las sociedades no financieras experimentaron notables reducciones de sus saldos deudores frente al exterior.

30.10.2002.

Estimación de los stocks de capital productivo y residencial para España y la UE

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

1. INTRODUCCIÓN

El stock de capital productivo de una economía es uno de los determinantes de su producto potencial y de la productividad del trabajo. Por ello, a la hora de examinar el proceso de convergencia real de la economía española con relación al conjunto de la UE, es importante analizar su evolución y su nivel relativo. En este contexto, también es relevante distinguir entre el capital productivo privado y el público, dado que ello permite diferenciar entre el esfuerzo inversor realizado por cada uno de estos dos sectores y disponer de un indicador del capital en infraestructuras (el capital público).

El conjunto de indicadores de convergencia real que publica el Banco de España en su página web (1) incorpora la serie de stock de capital (en niveles relativos y en diferenciales de tasas de variación España-UE) disponible en AMECO (2) y elaborada con una metodología común para todos los países de la UE. Esta serie se refiere al stock de capital total que incluye, además del capital productivo, el capital residencial, indicador muy relevante para analizar el nivel de bienestar, la movilidad laboral o el mercado de la vivienda, pero que está más alejado de los determinantes del producto potencial. De forma complementaria al stock de capital total, en estos mismos indicadores se presenta información sobre capital productivo —y su desglose entre público y privado— procedente de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS) (3). Estas últimas series se elaboran a partir de fuentes de información y de supuestos de partida distintos de los utilizados por AMECO, por lo que no son totalmente comparables con la serie de stocks de capital total ya mencionada.

En este contexto, el objetivo de este artículo es presentar una estimación de la distribución del stock de capital total que publica AMECO en capital residencial y capital productivo (privado y público, respectivamente), con el objetivo último de incorporar las serie estimadas al conjunto de indicadores de con-

(1) Véase «El seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto 2001.

(2) AMECO (*Annual Macro Economic Data Base*, de la Comisión Europea) publica series de stock de capital total (en moneda nacional y en PPC del euro) para cada una de las economías de la UE, cubriendo el período 1970-2001.

(3) Véase Martín y Velázquez (2000).

vergencia que publica el Banco en su página web. La estimación se realiza aplicando el método del inventario permanente a las series de inversión disponibles en AMECO (4) para cada una de las economías de la UE, obteniéndose, con una metodología común, series de los distintos componentes del *stock* de capital coherentes con la serie de *stock* de capital total publicada por AMECO. Al menos para el caso de la economía española, es posible disponer —a pesar de no existir estimaciones oficiales— de series de *stock* de capital elaboradas con mayor grado de precisión y detalle (5), pero su utilidad para efectuar comparaciones internacionales puede ser más cuestionable, por las posibles diferencias metodológicas con las estimaciones realizadas para otras economías europeas. Con la estimación que aquí se propone, se ha sacrificado, por tanto, precisión por homogeneidad.

El artículo se estructura de la siguiente manera: en el apartado segundo se describen los aspectos metodológicos relacionados con la estimación; en el apartado tercero se comparan los resultados obtenidos con los estimados por el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE) y por FUNCAS. Finalmente, el artículo concluye con una breve descripción de los rasgos más destacados de la evolución de las series estimadas de *stocks* de capital en España y la UE.

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

2.1. Método de inventario permanente

Uno de los métodos de estimación del *stock* de capital más utilizado en la literatura económica y en los organismos estadísticos de los países de la OCDE es el método del inventario permanente, que toma como punto de partida la ecuación, estándar en la teoría económica, de acumulación de capital:

$$K_t^i = K_{t-1}^i + I_t^i - CCF_t^i \quad [1]$$

Es decir, el *stock* de capital del tipo *i* en un período *t* (K_t^i) es igual al *stock* en *t-1* (K_{t-1}^i) más el flujo de inversión durante el período *t* (I_t^i) menos el consumo de capital fijo en *t* (CCF_t^i). Suponiendo una depreciación geo-

(4) Estas series provienen de la Contabilidad Nacional de los distintos países miembros.

(5) Véanse, por ejemplo, las series elaboradas por el IVIE, www.ivie.es/banco/stock.php y Mas y Pérez (2000), y Central de Balances del Banco de España, véase González Pascual (2002).

métrica a una tasa constante (δ_i), el consumo de capital fijo puede expresarse como el producto del capital preexistente y de la tasa de depreciación, por tanto:

$$K_t^i = K_{t-1}^i + I_t^i - \delta_i * K_{t-1}^i \quad [2]$$

Operando en la expresión anterior de forma recursiva se obtiene la expresión básica del método del inventario permanente:

$$K_t^i = (1 - \delta_i)^t K_0^i + \sum_{j=0}^{t-1} (1 - \delta_i)^j * I_{t-j}^i \quad [3]$$

Por tanto, el nivel del *stock* de capital *i* en *t* puede obtenerse a partir de la acumulación de los flujos de inversión, netos de depreciación, desde el período considerado inicial (*t*=1) hasta *t*, y del *stock* de capital inicial. Cabe señalar que, generalmente, el *stock* de capital en el año inicial no se conoce, teniéndose que realizar algún supuesto para su elaboración. No obstante, la influencia del *stock* de capital inicial sobre la expresión [3] disminuye a medida que se amplía el período considerado.

La expresión [3] sirve de punto de partida para estimar, para cada una de las economías de la UE, las series de *stock* de capital residencial, productivo privado y productivo público, imponiendo adicionalmente la condición de que la suma de los *stocks* estimados coincida con el *stock* de capital total publicado por AMECO. Es importante señalar que los *stocks* estimados, así como el que publica AMECO, se refieren a *stocks* de capital neto, de forma que las tasas de depreciación utilizadas recogen tanto el retiro como la depreciación del capital. A continuación se describe la obtención de las variables de partida —series de inversión, tasas de depreciación y *stock* de capital en el año inicial— para cada uno de los tipos de capital considerados.

2.2. Series de inversión

AMECO publica, para todos los países de la UE, las series de formación bruta de capital fijo total (FBCF), distinguiendo entre equipo, construcción y otros productos (6). La FBCF en construcción se desglosa, a su vez, en inversión en viviendas y otras construcciones. Estas

(6) Esta partida de otros productos, que se obtiene por diferencia entre la FBCF total y la FBCF en construcción y en equipo, incluye los servicios inmobiliarios, la inversión en software, productos de la agricultura, etc.

series vienen expresadas en moneda nacional y precios constantes de 1995. Asimismo, AMECO publica la serie de FBCF de las Administraciones Públicas y del Sector Privado, expresadas en moneda nacional y precios corrientes.

La reorganización de esta información hasta alcanzar las series de inversión deseadas ha requerido la realización de ciertos ajustes. Así, se ha distribuido la FBCF en otros productos entre la inversión en construcciones y bienes de equipo y otros (7). Por otra parte, se ha transformado la serie de FBCF de las Administraciones Públicas a precios constantes (8) y, por último, las series de inversión resultantes se han expresado en términos de paridad de poder de compra del PIB (PPC) de 1995, con objeto de tener en cuenta, de forma aproximada, las diferencias en los niveles de precios en las distintas economías de la UE.

En el gráfico 1 se representan los niveles de la inversión en España —desagregada según la clasificación anterior y reescalada en cada caso con la variable que se ha considerado relevante— en relación con los niveles promedios de la UE, así como los diferenciales en las tasas de variación correspondientes.

2.3. Tasas de depreciación

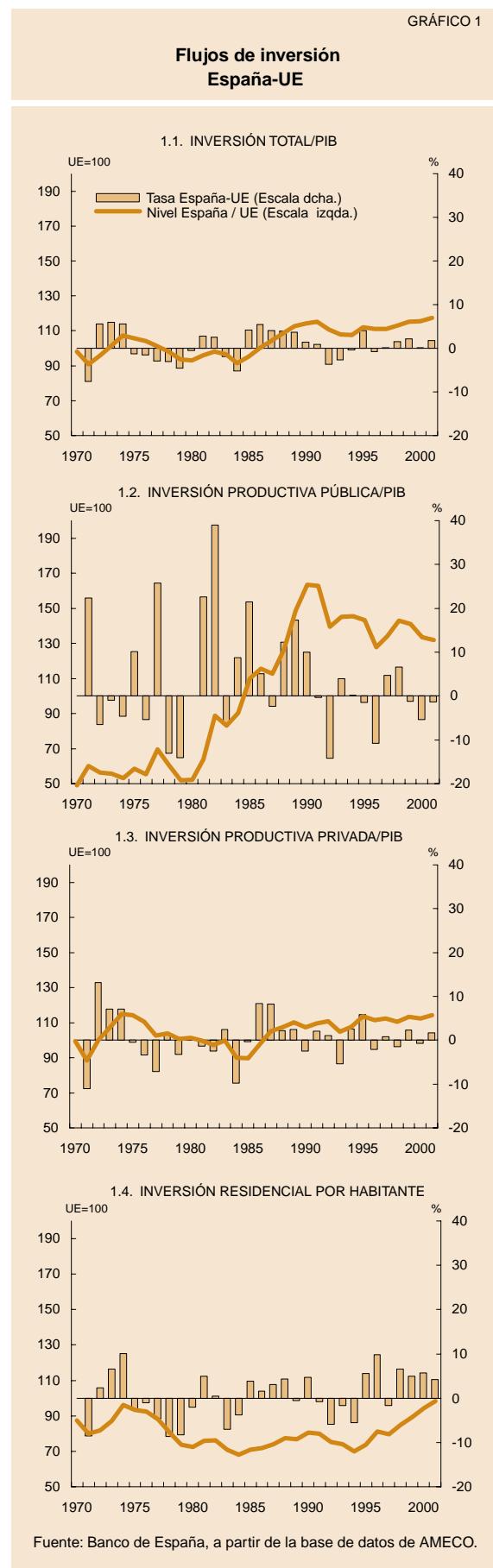
Con las cautelas que hay que tener en cuenta a la hora de determinar un nivel para la tasa de depreciación (9), se ha decidido aplicar tasas de depreciación constantes a lo largo del tiempo y entre países, tomándose como referencia para su estimación las tasas de depreciación que utiliza el IVIE, las aplicadas por el *Bureau of Economic Analysis* de EEUU y por otros países de la OCDE (10).

(7) Concretamente, la inversión en otros productos se ha repartido entre inversión en equipo y en construcción de forma proporcional al peso de cada componente en la FBCF. A su vez, la parte de inversión en otros productos asignada al componente de construcción se ha repartido entre otras construcciones y viviendas familiares, de forma que la proporcionalidad de estos componentes se ha corregido para dar una mayor ponderación al último. Este criterio de asignación se basa en la desagregación estimada por el INE para la inversión en otros productos para el año 1995.

(8) Para ello, se ha estimado el correspondiente deflactor como media ponderada del deflactor de la FBCF en otras construcciones y de la FBCF en equipo, que son los dos tipos de productos con mayor peso en la inversión pública.

(9) La estrategia seguida en este trabajo ha sido tomar como referencia las establecidas en otros estudios más minuciosos, teniendo en cuenta que la tasa para el capital total que se obtiene de AMECO se sitúa alrededor del 4,5%. No obstante, cabe señalar que la utilización de tasas de depreciación ligeramente más bajas o altas a las aquí aplicadas no alteran de forma sustancial los resultados obtenidos.

(10) Véanse Fraumeni (1997) y OCDE (1992 y 2001).



Para el stock de capital residencial se supone una tasa de depreciación de un 2% (11). Para el stock de capital productivo privado se ha supuesto una tasa de depreciación del 8,5%, que se obtiene a partir de las tasas de depreciación del stock de capital de las distintas ramas de actividad. Por último, para el stock de capital público se ha supuesto una tasa de depreciación del 3,5%, que combina una tasa de depreciación del 2% para el stock de capital en construcciones no residenciales, con un mayor peso en el capital público, y del 10,5% para el capital en bienes de equipo y otros.

2.4. Condiciones iniciales

El método del inventario permanente requiere asignar un nivel del stock de capital en el año inicial. En este trabajo, este nivel se ha estimado suponiendo que el stock inicial para cada tipo de capital se calcula como la ratio entre la inversión del primer período y la tasa de depreciación ($I^i/8$) (12), distribuyendo, a continuación, la diferencia entre la suma de los stocks así calculados y el stock inicial del capital total que figura en la serie de AMECO entre los distintos tipos de capital, de forma proporcional a su peso inicial.

2.5. Ajuste final

Para asegurar la coherencia transversal de las estimaciones de los tres componentes del stock de capital obtenidas según el procedimiento descrito en la expresión [3] con la serie de stock de capital total de AMECO, se ha repartido la diferencia existente, asignándola al consumo de capital fijo correspondiente. Este reparto se ha realizado de forma proporcional

(11) Esta tasa resulta muy próxima a la que utiliza el IVIE, que estima el stock residencial desde 1964 utilizando una tasa de depreciación creciente con el tiempo a un ritmo constante, y que oscila entre el 1,5% en 1964 y el 2% para 1997; por otra parte, también resulta muy similar la tasa del 1,72% utilizada por Rodríguez (1978).

(12) Nótese que esto equivale a suponer que en el primer período y dada la tasa de depreciación, la inversión que se observa implicaría mantener constante el stock de capital. Por otra parte, este supuesto puede, en algunos casos, distorsionar la composición del stock de capital total en el mencionado período. Piénsese, por ejemplo, en una economía con una dotación inicial baja en alguno(s) de los tipos de capital considerados y que, como consecuencia de estar inmersa en un proceso de convergencia, presenta un flujo de inversión en el primer año relativamente alto. En ese caso, la estimación del stock inicial tendría un sesgo al alza en ese componente y a la baja en los restantes. No obstante, como ya se ha mencionado, el efecto del nivel del stock inicial se diluye a medida que se avanza en el tiempo.

al peso relativo del consumo de capital fijo estimado inicialmente (13).

Como consecuencia de este ajuste, la tasa de depreciación para cada uno de los tipos de capital considerados no coincide con las que se establecieron en la fase inicial de la estimación, si bien, las discrepancias no son importantes, excepto para aquellos países para los que la tasa de depreciación agregada es muy diferente de la del resto de países (Grecia, Portugal y Luxemburgo). Así, y si no se tiene en cuenta a estos tres países, la tasa de depreciación media obtenida finalmente para los países de la UE a lo largo del período analizado es del 2,2% para el capital residencial, del 9,1% para el capital productivo privado y del 3,8% para el capital público, frente al 2%, 8,5% y 3,5%, respectivamente, considerados inicialmente.

3. COMPARACIÓN DE RESULTADOS CON LOS ESTIMADOS POR OTRAS FUENTES

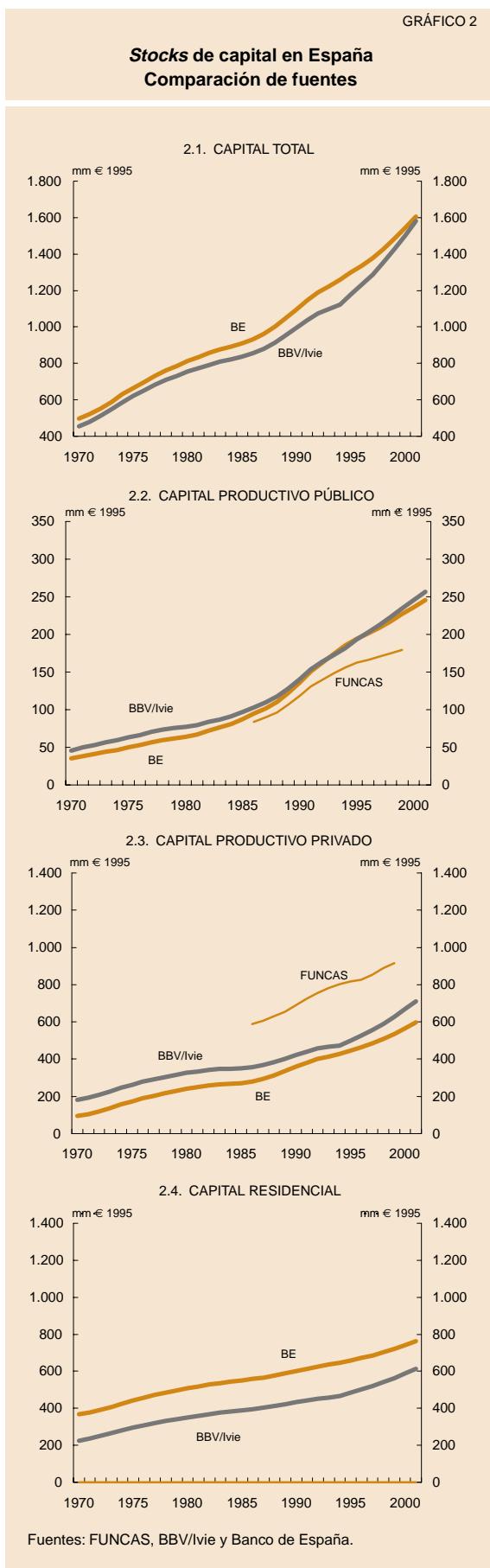
En este apartado se comparan los resultados obtenidos en la estimación de los stocks de capital para España con las series que estiman el IVIE y FUNCAS, para lo cual se han transformado estas últimas a precios de 1995 (véase gráfico 2).

En el gráfico 2.1 se observa que el nivel del stock de capital total que proporciona AMECO es superior al estimado por el IVIE, si bien la diferencia no es muy elevada —menor incluso en términos de tasas de variación—, alcanzando un 9% en el promedio del período. Atendiendo a la desagregación por tipos de capital, esta diferencia se corresponde con un mayor nivel del stock residencial en las estimaciones aquí presentadas (véase gráfico 2.4), mientras que los niveles del stock capital productivo son muy similares a los obtenidos por el IVIE, especialmente desde mediados de los años ochenta, (véanse los gráficos 2.2 y 2.3.) Por su parte, las

(13) En definitiva, la estimación final del stock de capital del tipo i se realiza añadiendo a la expresión [1] el mencionado ajuste, que se corresponde con la expresión en corchetes de la siguiente ecuación:

$$K_t^i = K_{t-1}^i + I_t^i - \delta^i * K_{t-1}^i - \left[(CCF_t - \sum_j \delta^j * K_{t-1}^j) * \frac{\delta^i * K_{t-1}^i}{\sum_j \delta^j * K_{t-1}^j} \right]$$

donde K , I , δ y CCF simbolizan, respectivamente, stock de capital, inversión, tasa de depreciación y consumo de capital fijo, el subíndice t se refiere al período para el que se estima el stock, el superíndice i se refiere a cada componente estimado del capital (residencial, productivo privado y productivo público) y el sumatorio en j abarca estos tres elementos.



estimaciones de capital productivo privado realizadas por FUNCAS arrojan niveles comparativamente más elevados, mientras que los estimados para el capital productivo público resultan ligeramente inferiores. Estas diferencias se explican, en parte, por las distintas tasas de depreciación utilizadas en el cálculo de los *stocks*, cuestión, esta última, sobre la que no se encuentra, por lo general, unicidad de criterios en la literatura (14).

La comparación con las estimaciones de IVIE y FUNCAS en términos de niveles relativos entre España y la UE es más complicada, ya que estos organismos utilizan diferentes años base de PPC (15), y su transformación a un año base común requiere realizar determinados supuestos sobre la PPC, que alteran de manera significativa la información elaborada. No obstante, cabe señalar que las discrepancias más notables entre las distintas estimaciones aparecen en los niveles relativos de capital público por ocupado, variable en la que la estimación de este trabajo se sitúa entre el IVIE, que da un valor relativo de España con respecto a la UE mucho más elevado (16), y la estimación de FUNCAS. Sin embargo, por lo que se refiere al capital productivo privado, las diferencias son pequeñas, no superando en el último año disponible para la comparación, 1997, los cuatro puntos porcentuales.

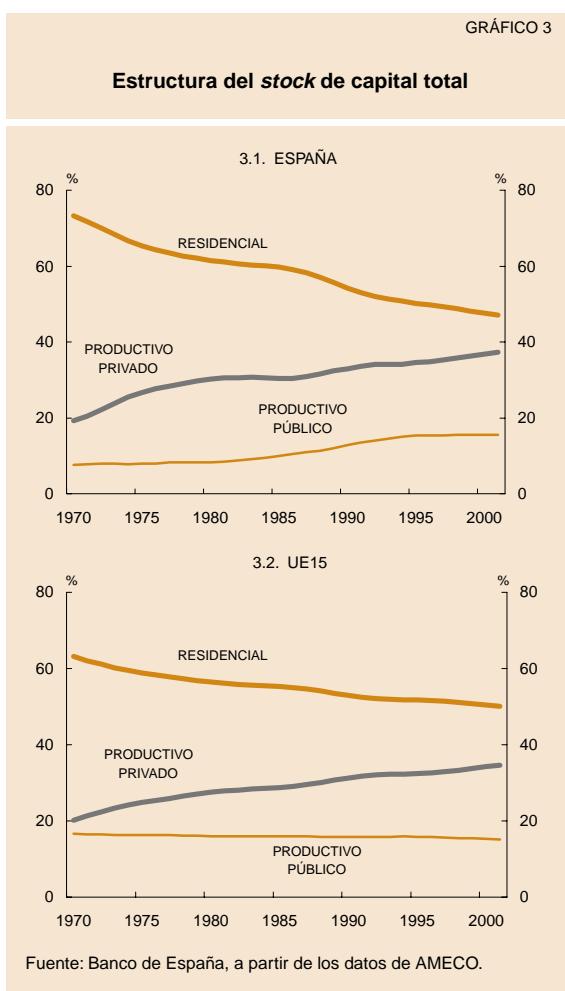
4. EVOLUCIÓN DE LOS STOCKS DE CAPITAL ESTIMADOS

La descomposición de las series de *stock* de capital total en sus componentes productivo y residencial permite aproximar mejor el proceso de convergencia de la economía española al proporcionar información sobre el componente del *stock* de capital productivo, que incide de una manera más directa en el potencial de crecimiento económico. Los resultados obtenidos

(14) Así, para el *stock* de capital público FUNCAS utiliza una tasa de depreciación del 5,4%, frente a la del 3,5% utilizada en este trabajo. Con relación al *stock* de capital productivo privado, la estimación de FUNCAS se refiere a un híbrido entre el *stock* en términos brutos —que considera solo el retiro— y en términos netos —que considera, además, la depreciación del capital—, por lo que la tasa de depreciación utilizada es significativamente más baja que la que se utiliza en la estimación realizada en este trabajo (5,4% y 8,5%, respectivamente).

(15) Así, mientras las *ratios* estimadas en este trabajo están calculadas a partir de las series expresadas en PPC del euro de 1995, los datos de FUNCAS están obtenidos a partir de las series en euros del año 1999, y, por último, los datos del IVIE se calculan a partir de las variables expresadas en PPC del dólar del año 1990.

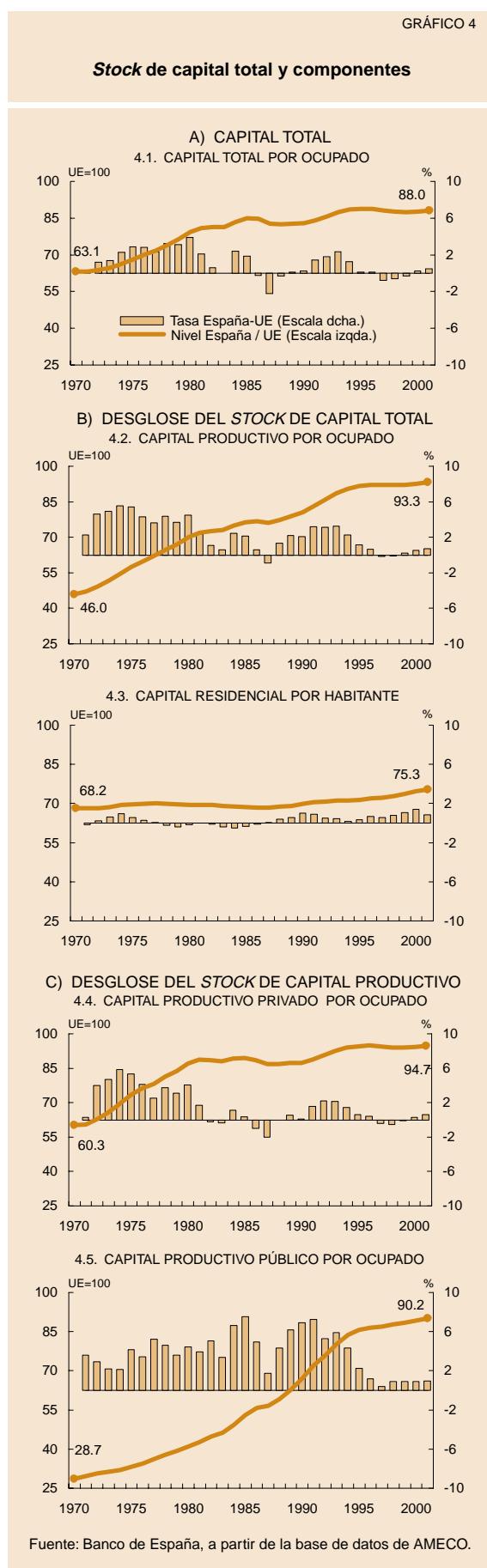
(16) En Mas y Pérez (2000) se destacan los valores bajos estimados para esta variable en el caso europeo, consecuencia de unas cifras que consideran como sorprendentemente bajas para Alemania Occidental y Reino Unido.



para España y la UE a lo largo del período 1970-2001 se resumen en los gráficos 3 y 4 y en el cuadro 1.

En el gráfico 3 se presenta la estructura del stock de capital por componentes que surge de estas estimaciones. Como se observa en el mismo, en ambas áreas geográficas ha ganado peso el stock de capital productivo frente al capital residencial. Esta evolución ha sido más acusada en España, de forma que, al final del período examinado, la composición del stock de capital entre ambas áreas geográficas era más homogénea.

El gráfico 4 y el cuadro 1 recogen los niveles relativos entre España y la UE y los diferenciales en las tasas de crecimiento del stock de capital total y de sus componentes, medidos con relación al empleo o la población. Como se observa en gráfico 4.1, a lo largo del período analizado las tasas de crecimiento del stock de capital total han sido, generalmente, más elevadas en el caso español, lo que ha supuesto un notable avance en el proceso de convergencia hacia los niveles de stock de capital observados para el



CUADRO 1

Stock de capital total y componentes
Nivel relativo España/UE y tasa de crecimiento diferencial España-UE

	Total/ ocupado		Productivo/ ocupado		Productivo privado/ ocupado		Productivo público/ ocupado		Residencial/ habitante	
	Nivel	Tasa	Nivel	Tasa	Nivel	Tasa	Nivel	Tasa	Nivel	Tasa
1970	63,1	—	46,0	—	60,3	—	28,7	—	68,2	—
1971	63,1	0,0	47,0	2,3	60,4	0,3	29,7	3,6	68,1	-0,2
1972	63,9	1,2	49,2	4,6	62,8	4,0	30,6	2,9	68,3	0,2
1973	64,8	1,4	51,6	4,9	65,8	4,7	31,3	2,2	68,7	0,6
1974	66,3	2,3	54,5	5,6	69,6	5,8	31,9	2,1	69,4	1,0
1975	68,2	2,9	57,4	5,4	73,3	5,3	33,3	4,2	69,8	0,6
1976	70,1	2,8	59,9	4,3	76,3	4,1	34,4	3,4	70,0	0,3
1977	71,7	2,4	62,1	3,6	78,3	2,5	36,2	5,3	70,0	0,1
1978	74,1	3,2	64,8	4,3	81,2	3,7	37,9	4,6	69,9	-0,2
1979	76,4	3,1	67,1	3,7	83,7	3,1	39,2	3,6	69,6	-0,4
1980	79,3	3,9	70,1	4,5	87,1	4,1	41,0	4,5	69,5	-0,2
1981	81,0	2,1	71,8	2,4	88,6	1,7	42,6	3,9	69,5	0,0
1982	81,4	0,6	72,6	1,1	88,4	-0,2	44,7	5,0	69,4	-0,1
1983	81,4	0,0	73,0	0,6	88,1	-0,3	46,2	3,4	69,1	-0,4
1984	83,4	2,4	74,8	2,5	89,1	1,1	49,3	6,6	68,7	-0,5
1985	84,9	1,9	76,4	2,1	89,4	0,3	53,0	7,6	68,5	-0,3
1986	84,7	-0,3	76,9	0,6	88,5	-1,0	55,7	5,0	68,4	-0,1
1987	82,8	-2,2	76,2	-0,9	86,7	-2,0	56,6	1,7	68,5	0,0
1988	82,6	-0,3	77,2	1,3	86,7	0,0	59,1	4,3	68,7	0,4
1989	82,7	0,1	78,9	2,2	87,2	0,5	62,7	6,2	69,1	0,5
1990	82,9	0,2	80,5	2,1	87,3	0,1	67,1	6,9	69,8	1,0
1991	84,0	1,4	83,1	3,2	88,6	1,6	71,9	7,2	70,4	0,9
1992	85,5	1,8	85,7	3,1	90,6	2,2	75,8	5,3	70,8	0,5
1993	87,5	2,3	88,5	3,2	92,6	2,2	80,2	5,9	71,1	0,4
1994	88,6	1,3	90,5	2,3	93,9	1,4	83,7	4,3	71,2	0,1
1995	88,8	0,1	91,6	1,1	94,5	0,6	85,6	2,2	71,4	0,3
1996	88,9	0,1	92,2	0,7	94,9	0,4	86,6	1,2	71,9	0,7
1997	88,2	-0,8	92,1	-0,1	94,5	-0,4	86,9	0,4	72,3	0,6
1998	87,6	-0,6	92,0	-0,1	94,0	-0,5	87,7	0,9	72,9	0,8
1999	87,4	-0,3	92,2	0,2	93,9	-0,1	88,5	0,9	73,7	1,1
2000	87,6	0,2	92,7	0,5	94,2	0,3	89,3	0,9	74,7	1,4
2001	88,0	0,5	93,3	0,7	94,7	0,6	90,2	1,0	75,3	0,8

Fuente: Banco de España, a partir de la base de datos de AMECO.

conjunto de la UE. Así, el stock de capital total por ocupado ha aumentado desde el 63,1% observado en el año 1970 hasta el 88% del año 2001. No obstante, este proceso ha experimentado una cierta ralentización en aquellos períodos de mayor crecimiento económico, lo que, en buena medida, se debe a un comportamiento anticíclico de la relación capital-trabajo, más acusado en España, que, a su vez, es consecuencia del elevado grado de prociclicidad del empleo.

El análisis por componentes indica que el recorte de la brecha con la UE se ha producido de forma notablemente más intensa en el componen-

te productivo, cuyo nivel relativo ha aumentado en el período considerado en más de 47 puntos porcentuales (véase gráfico 4.2) que en el residencial, para el que el recorte de la brecha ha sido de apenas 7 puntos porcentuales (gráfico 4.3). Dentro del capital productivo, el proceso de acercamiento hacia los niveles medios comunitarios ha sido más acusado en el capital público, cuyo nivel relativo, por ocupado, ha aumentado desde el 28,7% en 1970 al 90,2% en el 2001 (17), con diferenciales en las tasas de crecimiento entre España y la UE positivas en todos los años considera-

(17) Por su parte, el nivel relativo de capital público por habitante ha pasado del 26,6% en 1970 al 81,5% en 2001.

dos (véase gráfico 4.5). El período de mayor crecimiento diferencial se inicia con la entrada de España en la UE y se prolonga hasta 1995; a partir de ese momento, este mayor crecimiento pierde intensidad, en un contexto de fuerte creación de empleo. El nivel relativo España-UE de capital productivo privado también ha experimentado un notable avance (véase gráfico 4.4), si bien su evolución ha sido menos regular, presentando el comportamiento cíclico antes comentado.

Por su parte, la aproximación del *stock* de capital residencial hacia los niveles promedio de la UE se ha producido de forma más pausada, aunque se observa una cierta intensificación en el proceso de convergencia desde la entrada de España en la UE, y especialmente en los últimos años del período analizado (véase gráfico 4.3). El diagnóstico de las razones que subyacen a esta todavía importante diferencia en el nivel del *stock* de capital residencial, a pesar del importante recorte en las diferencias de bienestar económico entre España y la UE, exige un análisis que excede el objetivo de este trabajo, pero que deberá abordarse en el futuro. Pueden, sin embargo, apuntarse tentativamente algunas razones explicativas. Por un lado, hay que tener en cuenta los sesgos que podrían derivarse de una corrección insuficiente de los precios relativos cuando se aplica la PPP (18) o de

(18) En este sentido, una línea de mejora será la utilización de PPP específicos para cada tipo de inversión en la estimación de los diferentes stocks de capital.

los cambios de calidad en el *stock* residencial. Por otro, habría que señalar el mayor tamaño medio de los hogares en España y la menor superficie media de las viviendas, lo que podría determinar un nivel del *stock* residencial *per cápita* relativamente inferior en este país.

21.10.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- FRAUMENI, B. M. (1997). «The Measurement of Depreciation in the U.S. National Income and Product Accounts», Survey of Current Business, julio.
- GONZÁLEZ PASCUAL, I. (2002). «Estimación de las cuentas del sector sociedades no financieras: R.4 Stock de capital», Banco de España, Documento Interno ES/2002/2.
- MARTÍN, C. y VELÁZQUEZ, F. J. (2000). «Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EEUU», Estudios de la Fundación nº 9, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.
- MAS, M. y PÉREZ, F. (2000). «Capitalización y crecimiento de la economía española (1970-1997). Una perspectiva internacional comparada», Fundación BBV/Ivie.
- MAS M., PÉREZ F. y URIEL, E. (1998). «El stock de capital en España y su distribución territorial, 1964-1994», Fundación BBV/Ivie.
- OCDE (1992). «Methods used by OECD countries to measure stocks of fixed capital».
- (2001). «Measuring Capital».
- RODRÍGUEZ, J. (1978). «Una estimación de la función de inversión en viviendas en España», Banco de España, Estudios Económicos, nº 13.

Creación de valor en los procesos de fusión empresarial en la economía europea

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Campa, profesor del IESE y colaborador del Servicio de Estudios, y por Ignacio Hernando, titulado del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

La creación de la unión monetaria puede verse como un importante factor explicativo de la evolución de la actividad de fusiones y adquisiciones dentro de la Unión Europea en la medida en que haya estimulado el proceso de reestructuración empresarial a nivel europeo. La intensificación de este proceso como consecuencia de la introducción del euro se debería a dos mecanismos fundamentales. En primer lugar, la creación de la moneda única lleva consigo una mayor integración de los mercados de bienes y servicios, lo cual implica un mayor atractivo para las operaciones de reestructuración empresarial, por la posibilidad de beneficiarse de las nuevas oportunidades que esta integración supone, o bien, como medida defensiva para proteger los mercados nacionales de la creciente competencia internacional. El segundo mecanismo se derivaría de una mayor facilidad para la captación de recursos financieros necesarios para realizar ofertas de compra-venta empresarial derivada de una mayor integración de los mercados financieros dentro de la zona euro [Lamfalussy *et al.* (2001)].

El objetivo de este artículo es ofrecer un análisis de las operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales dentro de la Unión Europea (UE) en la última década y, en especial, en el período transcurrido desde la creación de la moneda única, con una doble perspectiva. En primer lugar, se intenta evaluar la intensidad del proceso de reestructuración empresarial tras la introducción del euro e identificar algunos de sus rasgos característicos. En segundo lugar, se analiza la rentabilidad para los accionistas de las fusiones y adquisiciones acometidas, con objeto de obtener alguna explicación de la velocidad y características del proceso en la unión monetaria.

El resto de este artículo está estructurado de la siguiente forma. En la segunda sección se presenta una visión panorámica de la evolución del proceso de fusiones y adquisiciones empresariales en la UE durante la última década. En ella se presta una atención especial al período posterior a 1998, con la introducción del euro, y se comparan los rasgos más relevantes de esta evolución en los países de la zona euro con los

(1) Este artículo es un resumen del documento de trabajo que se publicará próximamente con el título *Value Creation in European M&As*.

CUADRO 1

Evolución del número de operaciones de fusión y adquisición en la Unión Europea. 1991-2001

Nivel y % de variación

Año	Número	Total de operaciones			Fusiones nacionales		Fusiones internacionales			
					UEM-11 (a)	Resto (b)	UEM-11 (a)	Resto (b)	UEM-11 (a)	Resto (b)
		UE-15	UEM-11 (a)	Resto (b)						
1991	10.657									
1992	10.074	-5,5	4,7	-17,7	3,4	-3,5	-8,7	-14,6	5,9	-25,4
1993	8.759	-13,1	-19,9	-1,8	-22,5	4,6	-6,2	5,4	-8,9	22,3
1994	9.050	3,3	-0,1	6,9	-0,8	14,6	13,2	20,2	12,1	8,4
1995	9.854	8,9	12,1	5,1	8,8	3,7	20,3	18,2	9,0	7,0
1996	8.975	-8,9	-11,8	-5,4	-17,3	-7,2	-7,4	-1,1	-1,7	-4,6
1997	9.784	9,0	3,0	16,0	3,9	20,7	7,8	14,9	16,0	25,5
1998	11.300	15,5	13,0	18,1	4,3	17,0	34,7	17,6	9,9	26,2
1999	14.335	26,9	36,3	17,5	50,4	14,3	37,5	30,6	12,3	6,3
2000	16.750	16,8	20,5	12,7	19,9	8,3	27,3	11,8	14,4	18,0
2001	12.557	-25,0	-27,4	-22,1	-29,3	-21,1	-31,4	-23,3	-24,0	-30,5

Fuente: Comisión Europea (2001).

(a) UEM-11: Conjunto de países que formaron inicialmente la zona del euro.

(b) Dinamarca, Grecia, Reino Unido y Suecia.

de otras áreas geográficas. En la sección 3 se realiza un estudio más detallado del proceso de generación de valor que ha resultado de los procesos de fusiones y adquisiciones acometidos en la UE mediante el análisis de una muestra de 288 anuncios de fusiones llevados a cabo en el período 1998-2000. En este análisis se identifican diferencias en la generación de valor de estas fusiones en función del tipo de industria en el que se realicen, y en función del carácter doméstico o internacional de la transacción. Finalmente, en la sección 4 se presentan unas breves conclusiones del análisis.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA UNIÓN EUROPEA

La actividad de fusiones y adquisiciones de empresas en la Unión Europea durante la última década ha seguido un comportamiento marcadamente cíclico. En particular, tras un incremento muy pronunciado del volumen de operaciones en el período 1996-2000, esta actividad, durante los dos últimos años, se ha reducido sustancialmente (2). El número de transacciones se incrementó desde 10.657 operaciones en 1991 hasta alcanzar un máximo de 16.750 en 2000, observándose un retroceso

hasta 12.557 en 2001 (cuadro 1). El descenso en la actividad de fusiones y adquisiciones se ha debido fundamentalmente a la desaceleración del ciclo económico y a la disminución en las valoraciones bursátiles de las actividades empresariales.

Como se ha mencionado en la introducción, la creación del euro, al aumentar los beneficios potenciales de los procesos de reestructuración empresarial y disminuir los costes de financiación de los mismos, ha podido contribuir favorablemente al incremento de las operaciones de fusión y adquisición dentro de los países de la UEM. Aunque existe cierta evidencia en este sentido, el proceso no parece haber sido de una magnitud excepcional. Así, aunque en el período 1998-2000 se ha observado un crecimiento de la actividad de fusiones y adquisiciones empresariales más acentuado dentro de la zona euro, este se ha debido, principalmente, al aumento de las operaciones de fusión entre empresas de un mismo país, y, además, en el conjunto de la década pasada, la evolución de esta actividad ha seguido la misma tendencia que en el resto de la Unión Europea y Estados Unidos.

El número de operaciones con participación de empresas de los 11 países que originariamente formaron la UEM (3) se aceleró sustancialmente a partir de 1999, creciendo a tasas

(2) La información utilizada en esta sección proviene de la Comisión Europea, y está basada en el análisis de la base de datos SDC de *Thomson Financial Securities* (véase Comisión Europea, 2001).

(3) A los efectos de este análisis, se ha excluido a Grecia de la zona del euro, dado que no se incorporó a la misma hasta el año 2001.

anuales superiores al 20% durante el bienio 1999-2000 y superando ampliamente las tasas de crecimiento de las transacciones que involucraban a empresas de países de fuera de la UEM. El incremento acumulado durante el trienio 1999-2001 fue del 19,3% en la UEM y sólo del 3,1% en el grupo de países no miembros. Este mayor crecimiento relativo dentro de los países del euro en este período contrasta con un menor dinamismo en los años anteriores.

La intensificación de las operaciones de fusión y adquisición entre empresas de la UEM no ha sido homogénea, sino que se ha debido, principalmente, al crecimiento en el número de fusiones domésticas, es decir, fusiones entre empresas del mismo país (4). La tasa de crecimiento de las fusiones domésticas en la UEM se situó en un 50% en 1999 y en un 20% en 2000, comparado con un crecimiento del 14,3% y 8,3%, respectivamente, para las fusiones domésticas en los otros países de la UE (cuadro 1). Un patrón similar se observa en las transacciones internacionales (p.ej., con participación de empresas de distintos países). El número de adquisiciones internacionales por parte de empresas pertenecientes a la UEM creció, en el período 1999-2000, a tasas superiores a las mostradas por el número de operaciones de compra por parte de empresas de los países de la UE no pertenecientes al área euro. Sin embargo, el crecimiento de la actividad compradora de las empresas procedentes de la UEM ha sufrido una contracción mayor a partir de 2001, indicando que el comportamiento cíclico mencionado con anterioridad es aún más acentuado en el caso de empresas de la unión monetaria. Finalmente, la comparación entre la zona euro y el resto de países de la UE, en cuanto a la evolución del número de operaciones en función de la nacionalidad de la empresa comprada, ofrece un patrón similar, aunque menos acentuado.

El análisis de la distribución geográfica de la actividad de fusiones y adquisiciones en Europa, así como la comparación de esta actividad en la Unión Europea con las tendencias en el resto del mundo aportan información relevante. Respecto a la distribución nacional de esta actividad en la Unión Europea, esta se encuentra claramente concentrada en los países con alta capitalización bursátil. La existencia de un mercado de valores líquido facilita la realización de transacciones. En este sentido, empresas del Reino Unido participaron en más del 30% de

(4) Una previsible consecuencia de este hecho es la continuación de los procesos de especialización productiva entre los países de la UE y de concentración de la producción sectorial que, como consecuencia de la integración europea, se han venido produciendo durante los últimos veinte años [Midelfart-Knarvik *et al.* (2000)].

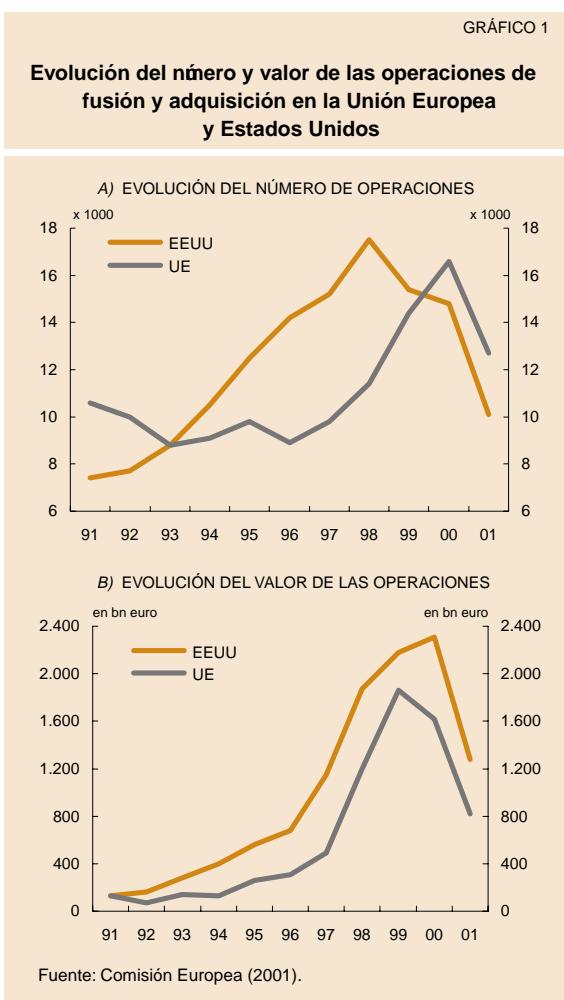
CUADRO 2
Distribución geográfica de las fusiones y adquisiciones en la Unión Europea. 1991-2001

	Cuota en la actividad de fusiones y adquisiciones	Cuota en términos del PIB
Reino Unido	31,4	13,2
Alemania	16,3	28,2
Francia	13,5	18,1
Países Bajos	6,5	4,9
Italia	6,2	12,6
Suecia	5,3	2,8
España	5,0	7,0
Finlandia	3,9	1,6
Bélgica	2,8	3,2
Dinamarca	2,6	2,1
Austria	2,1	2,7
Irlanda	1,7	0,9
Portugal	1,2	1,3
Grecia	1,1	1,4
Luxemburgo	0,5	0,2

Fuente: Comisión Europea (2001).

las transacciones que se realizaron en la Unión Europea durante la última década (cuadro 2). La comparación de la cuota de participación de empresas de cada país en el volumen total de actividad de fusiones y adquisiciones con la cuota de ese país en el PIB de la Unión Europea ofrece una imagen de la importancia relativa de esta actividad. El Reino Unido, Holanda y los países nórdicos presentan una actividad de compraventa empresarial superior a su cuota de participación en el PIB de la Unión Europea. La actividad de fusiones y adquisiciones empresariales es, en términos relativos, mucho menor en las economías continentales de mayor dimensión. En particular, el peso de las empresas españolas en la actividad de compraventa empresarial es inferior al peso de la economía española, en términos de PIB, en el conjunto de la UE.

Esta evolución de la actividad de fusiones y adquisiciones en Europa, sin embargo, no ha sido sustancialmente distinta de la evolución de la actividad en el resto del mundo. Durante la última década, tanto el número de operaciones como el valor de las transacciones en la Unión Europea ha seguido un patrón marcadamente similar al de la evolución en Estados Unidos. El número de operaciones en Europa se ha incrementado hasta llegar a superar ligeramente el número de transacciones en EEUU durante el año 2000 (gráfico 1.A). Sin embargo, el volumen monetario de las transacciones presenta un perfil muy próximo en las dos áreas, aunque



el nivel es siempre superior en Estados Unidos (gráfico 1.B). En promedio, las fusiones y adquisiciones en Europa han tenido lugar entre empresas de menor tamaño.

En cuanto a la distribución sectorial de las operaciones, en la última década se ha observado un incremento en las transacciones en el sector servicios y un descenso en el peso relativo de las fusiones en los sectores industriales. Sin embargo, no se observa ningún patrón diferenciador destacable entre sectores en cuanto al peso relativo de las operaciones domésticas e internacionales. Solamente en los sectores de servicios financieros y de distribución comercial parece existir evidencia de que el proceso de concentración se produjo prioritariamente entre empresas de un mismo país [Comisión Europea (2001)].

Como resumen de la evolución del proceso de reestructuración empresarial en Europa pueden destacarse las siguientes características. En primer lugar, la tendencia general durante la última década en la actividad de fusiones y adquisiciones en la UE no ha sido sustancialmente distinta de la observada en Es-

tados Unidos. No obstante, sí se aprecia, en el período 1998-2000, un crecimiento más acusado en el número de transacciones en las que están involucradas empresas de la UEM en relación con las transacciones en las que participan empresas del resto de países de la UE. En segundo lugar, este mayor incremento en el número de fusiones en la zona euro se ha debido fundamentalmente al aumento en el número de fusiones domésticas. Esto ha resultado en una cierta tendencia hacia una mayor concentración empresarial dentro de los países del área. Finalmente, la actividad de compra-venta empresarial alcanza una mayor dimensión, en términos relativos, en los países con elevada capitalización bursátil —como el Reino Unido y los países nórdicos—. Por el contrario, las fusiones y adquisiciones son relativamente menos importantes en los países continentales de mayor dimensión.

3. ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN UNA MUESTRA DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

En esta sección se presenta una valoración de la creación de valor —derivada de las operaciones de fusión y adquisición— para los accionistas de las empresas involucradas, utilizando una muestra de anuncios de fusiones y adquisiciones entre empresas de la UE realizados en el período 1998-2000. El objetivo es intentar identificar el tipo de transacciones, tanto por su dimensión geográfica como sectorial, que son percibidas por los mercados financieros como potencialmente rentables. La medida utilizada de generación de valor de una fusión, aunque parcial, puede ser útil en la tarea de identificar las fuentes y las dificultades más probables en la generación de valor en el proceso de reestructuración empresarial dentro de la zona euro (5).

3.1. Descripción de la muestra y definición de creación de valor

Con el fin de evaluar la generación de valor asociada a los procesos de integración empresarial, se utiliza una muestra de 288 anuncios de procesos de fusión y adquisición. Todas las transacciones recogidas en esta muestra cumplen los siguientes requisitos: 1) el anuncio de

(5) La creación de valor para los accionistas no es una medida global de la creación de riqueza para el conjunto de la sociedad. El valor neto social resultante de la fusión debería incluir los beneficios potenciales en ganancias de productividad que pueden reflejarse en aumentos de salarios, disminuciones de precios para los consumidores u otros efectos sobre otros agentes de la economía [Kang y Johansson (2000)].

la operación se realizó entre 1998 y 2000; 2) las dos empresas involucradas pertenecen a países de la Unión Europea; 3) ambas empresas cotizan en bolsa, y 4) para ambas empresas existe información sobre rendimiento total para el accionista (es decir, el rendimiento implícito por un accionista a través de retribuciones periódicas o incrementos en el valor de su participación). El cuadro 3 ofrece información sobre la composición de la muestra. La distribución geográfica de las operaciones de fusión y adquisición consideradas se recoge en el panel A, en el que se aprecia que Alemania, seguida a cierta distancia por el Reino Unido, Francia e Italia, es el país con mayor representación. Comparando esta muestra con el total de la población de procesos de fusión y adquisición, aproximada esta por la base de datos SDC, utilizada en la sección anterior, se observa que la distribución por países es relativamente similar. Si acaso, se observa que, las operaciones en las que participa una empresa del Reino Unido están infrarrepresentadas. Por otra parte, en el panel B del cuadro 3, que recoge la composición sectorial de las operaciones, se aprecia el predominio de las operaciones de fusión en los sectores de manufacturas y de servicios financieros. Por su parte, en el panel C se refleja el importante incremento en el número de operaciones anunciadas en el bienio 1999-2000. Finalmente, la proporción de fusiones domésticas —en las que ambas empresas pertenecen al mismo país— es del 69%, mientras que en la base de datos SDC esta proporción se sitúa en un 54%. Esta diferencia se explica, en gran parte, porque nuestra muestra no recoge fusiones internacionales en las que al menos una de las empresas involucradas no pertenezca a un país de la UE.

En este análisis, la pieza básica de información utilizada para evaluar la generación de valor asociada a un proceso de fusión es el exceso de rendimiento para los accionistas de las empresas involucradas. Este exceso de rendimiento se define como la diferencia entre el rendimiento observado en un determinado período (o ventana) alrededor del momento del anuncio y el rendimiento esperado en ese mismo período. En este artículo, el rendimiento esperado se calcula utilizando un modelo CAPM estimado con información de los cinco meses anteriores al anuncio de la operación (6). Los excesos de rendimiento se han obtenido tanto para los accionistas de las

(6) El modelo CAPM calcula la rentabilidad esperada de un activo teniendo en cuenta el incremento que la inclusión de dicho activo en una cartera diversificada causa en el riesgo total de la nueva cartera. Para nuestro cálculo hemos asumido que esa cartera diversificada es el índice bursátil representativo del país de origen de cada una de las empresas.

CUADRO 3

Composición de la muestra**PANEL A. DISTRIBUCIÓN POR PAÍSES**

	Empresas	
	Compradas	Compradoras
Austria	8	9
Bélgica	5	7
Dinamarca	8	9
Finlandia	7	12
Francia	37	38
Alemania	68	64
Grecia	17	16
Irlanda	2	3
Italia	33	38
Luxemburgo	1	1
Países Bajos	12	13
Portugal	13	14
España	26	18
Suecia	13	10
Reino Unido	38	36

PANEL B. DISTRIBUCIÓN POR SECTORES DE ACTIVIDAD

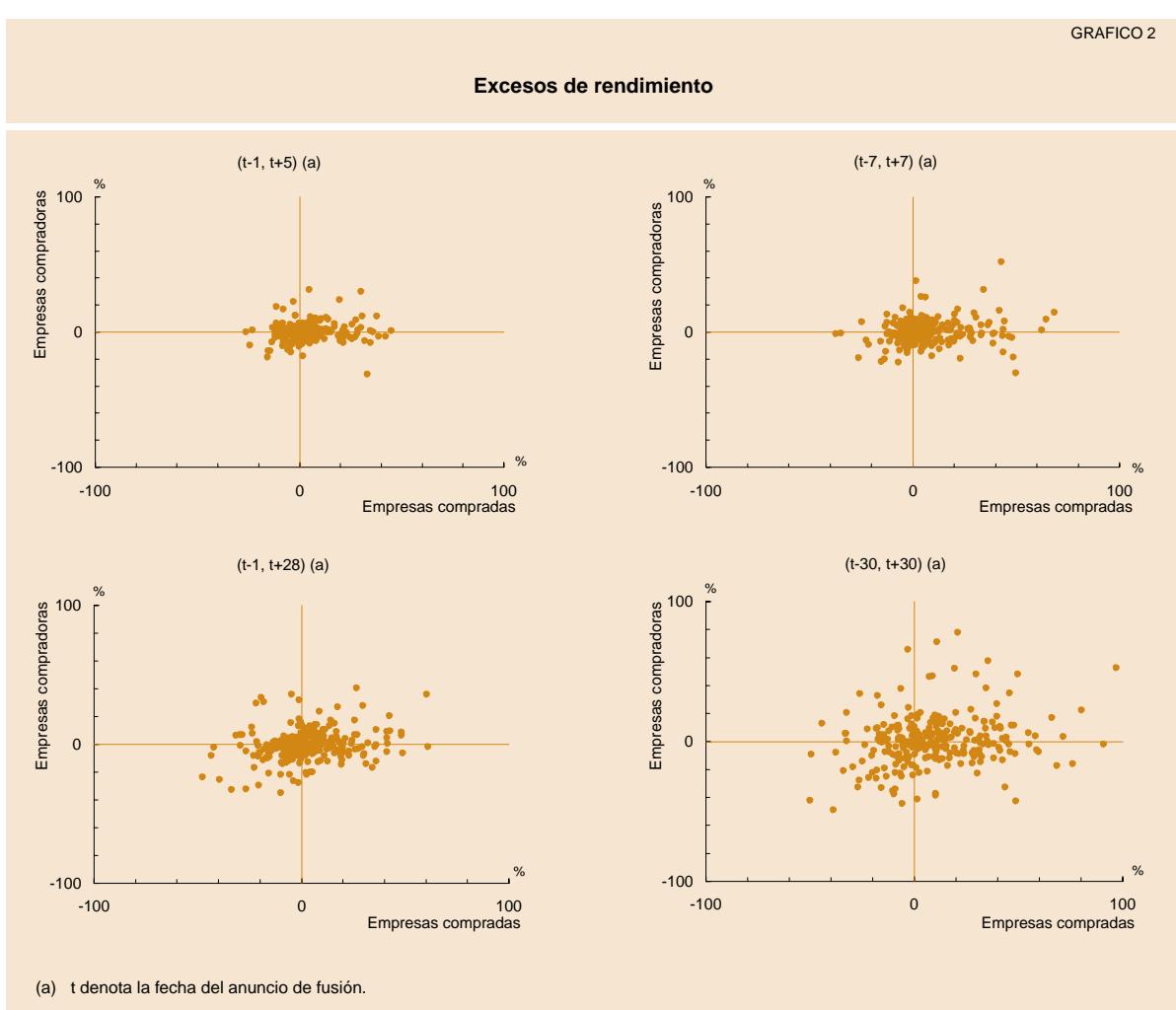
	Empresas	
	Compradas	Compradoras
Agricul., Silvicultura, Pesca	1	0
Minería y construcción	17	19
Manufacturas	92	83
Transp., Com., Elect., Gas	32	37
Distribución comercial	23	13
Finanzas, Seguros, Inmobili.	93	119
Servicios	30	17

PANEL C. DISTRIBUCIÓN EN FUNCIÓN DE OTRAS CARACTERÍSTICAS

1998	41
1999	77
2000	170
Nacionales	198
Internacionales	90
En sectores regulados	64

empresas compradas como para los de las compradoras. Además, ponderando los excesos de rendimiento de las dos empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles se ha derivado un exceso de rendimiento conjunto del proceso de fusión. Precisamente, en este artículo se define el valor generado (o creado) por la operación de fusión o adquisición como el exceso de rendi-

GRAFICO 2



miento conjunto para las empresas involucradas. En cuanto a la definición de la ventana temporal en la que se calculan los excesos de rendimiento, se han contemplado cuatro posibilidades: dos ventanas no centradas y dos ventanas centradas. Las no centradas comienzan el día anterior a la fecha del anuncio y tienen duraciones de una semana y un mes. Las centradas se definen de manera simétrica alrededor de la fecha del anuncio, abarcando desde una semana (un mes) antes hasta una semana (un mes) después de dicha fecha. La utilización de ventanas centradas trata de captar los cambios en los rendimientos de las acciones de las empresas motivados por filtraciones de información a los mercados previas al anuncio formal del proceso de fusión.

El gráfico 2 representa los excesos de rendimiento —para las empresas compradas y compradoras— derivados de los anuncios de las operaciones de fusión o adquisición, calculados para las distintas ventanas. De la observación de este gráfico cabe destacar los siguientes rasgos: en primer lugar, la dispersión de las

distribuciones aumenta con el tamaño de las ventanas; en segundo lugar, las distribuciones de excesos de rendimiento para las empresas compradas tienen un mayor rango de variación que las correspondientes distribuciones para las empresas compradoras, que están muy concentradas en torno al 0%; y, finalmente, la proporción de empresas con excesos de rendimiento positivos es mayor en el caso de las empresas compradas (alrededor del 65%) que en el caso de las empresas compradoras (en torno al 50%).

El cuadro 4 presenta los excesos de rendimiento medios para el conjunto de las fusiones de la muestra. Los resultados obtenidos son consistentes con los encontrados en la literatura (7). Así, en primer lugar, encontramos que los accionistas de las empresas compradas obtienen, en promedio, excesos de rendimiento positivos que oscilan desde un 3% en el caso de las ventanas no centradas hasta el 9% en el

(7) Véase Bruner (2001) para una revisión detallada de la literatura dedicada a valorar los efectos económicos de las fusiones y adquisiciones empresariales.

CUADRO 4

Excesos de rendimiento (a)

%

	Ventana (b)			
	(t-1, t+5)	(t-1, t+28)	(t-7, t+7)	(t-30, t+30)
Empresas compradas	3,43 (d)	2,76 (d)	5,78 (d)	9,09 (d)
Empresas compradoras	0,04	-0,54	0,08	0,27
Creación de valor (c)	0,64	-0,35	0,94	0,81

(a) Los excesos de rendimiento se computan en un período en torno a la fecha del anuncio de fusión.
(b) t denota la fecha del anuncio de fusión.
(c) Media ponderada de los excesos de rendimiento de las empresas compradas y compradoras, tomando como ponderación la capitalización bursátil. Se calcula para las 231 operaciones de fusión para las que está disponible la capitalización bursátil de ambas empresas.
(d) Valor estadísticamente significativo al 5%.

caso de la ventana más amplia. Además, de la comparación de los excesos de rendimiento para las diferentes ventanas parece deducirse que estos excesos de rendimiento se generan mayoritariamente en el mes anterior a la fecha del anuncio y en la primera semana posterior, lo que sugiere que algunas operaciones fueron anticipadas por los mercados en las semanas previas al anuncio formal de las operaciones. Por otra parte, los accionistas de las empresas compradoras no obtienen, en promedio, excesos de rendimiento significativos. De hecho, como se aprecia en el gráfico 2, las distribuciones de excesos de rendimiento para las empresas compradoras se disponen simétricamente en torno a cero. Por último, los excesos de rendimiento conjuntos de los procesos de fusión, obtenidos ponderando los excesos de rendimiento de las empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles son modestos y oscilan, en promedio para el conjunto de la muestra, desde el -0,4%, en el caso de la ventana no centrada de un mes, hasta el 0,9%, en el caso de la ventana centrada de una semana.

3.2. Diferencias en la creación de valor por tipo de operación

Dentro del análisis de la generación de valor asociada a los procesos de fusión y adquisición tiene sentido intentar detectar la existencia de diferencias significativas en función del tipo de operación, utilizando dos criterios de clasificación: la naturaleza doméstica o internacional de la operación y el carácter regulatorio del sector de actividad en el que se produce la fusión. La idea que subyace en esta aproximación es la de valorar en qué medida existen barreras significativas que dificultan la reestructuración de la actividad corporativa en la Unión Europea. Así, en la medida en que el proceso de integración europea haya difuminado las barreras de

diversa índole que obstaculizaban la realización de operaciones de fusiones y adquisiciones entre empresas de países distintos de la UE, cabría esperar una mayor frecuencia en este tipo de operaciones transfronterizas. Al mismo tiempo, en ausencia de este tipo de barreras, el exceso de rendimiento esperado derivado de un anuncio de fusión entre empresas de países distintos de la UE no debería ser inferior al de un anuncio de fusión entre dos empresas del mismo país. Por el contrario, en la medida en que este tipo de barreras persista, la creación de valor esperada por los mercados tras el anuncio de una fusión transfronteriza será inferior a la esperada tras el anuncio de una fusión doméstica. En principio, cabe esperar que estas barreras, si existen, sean potencialmente relevantes en los sectores más regulados.

Una forma sencilla de evaluar la existencia de diferencias en la intensidad del proceso de generación de valor en función de los dos criterios de clasificación de las operaciones mencionados —naturaleza doméstica o internacional de la operación y carácter regulatorio del sector de actividad en el que se produce la fusión—, consiste en calcular los excesos de rendimiento medios para los distintos subconjuntos de fusiones y en contrastar la significatividad de las diferencias entre los distintos subconjuntos (cuadro 5) (8). Con respecto al segundo criterio de clasificación, en este artículo se distingue entre fusiones en las que la empresa comprada pertenece a un sector que tradicionalmente ha estado regulado o ha contado con una impor-

(8) En el documento de trabajo que sirve de base a este artículo se han estimado modelos de regresión sencillos que permiten contrastar la existencia de diferencias sistemáticas en los excesos de rendimiento en función de los dos criterios de división analizados en este trabajo, una vez que se ha controlado por otros posibles determinantes de los excesos de rendimiento. Las conclusiones básicas se mantienen cuando se emplean estos modelos alternativos.

CUADRO 5

Excesos de rendimiento por tipo de operación (a)

%

Ventanas (b)	Empresas compradas		Empresas compradoras		Creación de valor (c)	
	(t-1, t+5)	(t-30, t+30)	(t-1, t+5)	(t-30, t+30)	(t-1, t+5)	(t-30, t+30)
EXCESOS DE RENDIMIENTO PROMEDIO:						
Fusiones domésticas en sectores regulados	2,52	7,54 (d)	-0,32	-0,44	-0,50	-2,51
Fusiones domésticas en sectores no regulados	3,71 (e)	9,73 (e)	0,67	1,82	1,55 (e)	2,71 (d)
Fusiones internacionales en sectores regulados	-0,58	-0,28	-1,16	-4,50 (d)	-1,66	-6,14 (e)
Fusiones internacionales en sectores no regulados	4,80 (e)	11,94 (e)	-0,81	-1,27	-0,22	0,30
DIFERENCIAS ENTRE EXCESOS DE RENDIMIENTO PROMEDIO:						
Sectores regulados:						
Domést. frente a intern.	3,10	7,82	0,84	4,06	1,16	3,63
Sectores no regulados:						
Domést. frente a intern.	-1,09	-2,21	1,48 (d)	3,09	1,77 (d)	2,41
Fusiones domésticas:						
Reg. frente a no reg.	-1,19	-2,19	-0,99	-2,26	-2,05 (d)	-5,22 (d)
Fusiones internacionales:						
Reg. frente a no reg.	-5,38 (e)	-12,22 (e)	-0,35	-3,23	-1,44	-6,44 (e)
(a) Los excesos de rendimiento se computan en un período en torno a la fecha del anuncio de fusión.						
(b) t denota la fecha del anuncio de fusión.						
(c) Media ponderada de los excesos de rendimiento de las empresas compradas y compradoras, tomando como ponderación la capitalización bursátil. Se calcula para las 231 operaciones de fusión para las que está disponible la capitalización bursátil de ambas empresas.						
(d) Valor estadísticamente significativo al 10%.						
(e) Valor estadísticamente significativo al 5%.						

tante presencia de empresas públicas, y el resto de fusiones. A su vez, se han considerado dentro de este grupo de sectores calificados como regulados los siguientes: comunicaciones, transportes, electricidad, gas, minería, banca y seguros (9).

La evidencia recogida en el cuadro 5 puede resumirse como sigue (10). En primer lugar, los excesos de rendimiento para las empresas compradas son siempre positivos, con excepción de las empresas compradas por empresas extranjeras en sectores regulados. Por el con-

(9) En concreto, estos sectores se corresponden con los siguientes códigos a 2 dígitos de la clasificación de sectores económicos (SIC): 10, 13, 33, 40, 44, 45, 48, 49, 60, 61, 80.

(10) En este cuadro solo se presentan los resultados correspondientes a las ventanas de amplitud extrema, es decir, no centrada de una semana y centrada de un mes. Los resultados correspondientes a las otras dos ventanas no difieren sustancialmente respecto de los aquí reflejados.

trario, los excesos de rendimiento para las empresas compradoras no son, en general, significativamente distintos de cero. La única excepción se da en el caso de las operaciones internacionales en sectores regulados que generan en promedio excesos de rendimiento negativos para las empresas compradoras. En cuanto al valor generado por los anuncios de los procesos de fusión y adquisición, el resultado más destacado es que las operaciones en sectores regulados tienden a destruir valor. Además, este efecto es estadísticamente significativo en el caso de operaciones entre empresas de distintos países.

En segundo lugar, se observa que, en general, los excesos de rendimiento para las empresas compradas son mayores siempre cuando se trata de fusiones en sectores no regulados que cuando se trata de operaciones en sectores regulados. Además, esta diferencia es significativa y de mayor magnitud (entre un

5% y un 12%, dependiendo del tamaño de la ventana) cuando comparamos fusiones internacionales. En el caso de las fusiones nacionales la diferencia entre los excesos de rendimiento en sectores regulados y no regulados se sitúa entre el 1% y el 2%. Este resultado parece reflejar la existencia de marcos regulatorios, en determinadas industrias, que configuran un entorno hostil para el desarrollo de los procesos de integración empresarial. Además, estas condiciones adversas son especialmente relevantes cuando el comprador es extranjero. Por otro lado, las diferencias en los excesos de rendimientos para las empresas compradas entre transacciones domésticas e internacionales no son significativas en ningún caso. En este sentido, la inexistencia de diferencias significativas en las primas de fusión no es sorprendente porque los accionistas de las empresas compradas exigirán, para transferir la propiedad, una oferta atractiva por parte de los compradores, con independencia de su nacionalidad.

En cuanto a los excesos de rendimiento para las empresas compradoras, estos son ligeramente menores en el caso de fusiones en sectores regulados, aunque las diferencias no son significativas. Los excesos de rentabilidad de estas empresas compradoras son mayores en el caso de las transacciones domésticas que en el caso de las internacionales. No obstante, esta diferencia es de reducida magnitud (entre 1% y 4%) y solo es significativa en el caso de operaciones en sectores no regulados. De nuevo, estos resultados serían consistentes con la existencia de algún tipo de obstáculos que dificulten la realización de operaciones transfronterizas y que se traduzcan en que los beneficios esperados para los accionistas de las empresas compradoras son menores en el caso de las fusiones internacionales y, de manera especial, si la empresa comprada pertenece a un sector tradicionalmente regulado.

4. CONCLUSIONES

A lo largo de la década pasada, la mayor interrelación de las economías nacionales, la desregulación en diversos sectores de actividad, la privatización de numerosas empresas públicas, la creciente integración de los mercados financieros y la creación de la unión monetaria han sido factores que han contribuido favorablemente al desarrollo de procesos de reestructuración empresarial en la UE y, en particular, en los países que forman parte del área del euro. Sin embargo, este efecto favorable no se aprecia de manera inequívoca cuando se analiza la actividad de fusiones y adquisiciones

en la UE. Por un lado, la tendencia general, durante la última década, en esta actividad en la UE no ha diferido sustancialmente de la observada en otras áreas geográficas —en particular, en Estados Unidos—. Por otro lado, aunque sí se ha apreciado, en el período 1998-2000, un crecimiento más acentuado en el número de transacciones en las que están involucradas empresas de la UEM en relación con las transacciones en las que participan empresas del resto de países de la UE, este mayor incremento en el número de fusiones en la zona euro —que puede parcialmente explicarse por el menor peso relativo que este tipo de operaciones ha tenido tradicionalmente en los países de la UEM que en el resto de países— se ha debido, primordialmente, al aumento en el número de fusiones domésticas. Esto ha dado lugar a una cierta tendencia hacia una mayor concentración empresarial dentro de los países del área.

En este artículo se ha analizado la creación de valor en un conjunto de operaciones de fusión y adquisición entre empresas de la UE anunciadas en el período 1998-2000. Los resultados del análisis indican, en consonancia con los resultados recogidos en la literatura, que los accionistas de las empresas compradas obtienen, en promedio, excesos de rendimiento positivos, a diferencia de los accionistas de las empresas compradoras, para los que no se estiman excesos de rendimiento significativos. Además, cabe señalar que, previsiblemente, el valor generado por los procesos de fusión —medido a horizontes más amplios de los considerados en este artículo— se haya visto deteriorado como consecuencia de las caídas de las cotizaciones en las bolsas internacionales iniciada en marzo de 2000. Cuando se distingue en función de la dimensión geográfica o sectorial de las operaciones, el análisis realizado muestra, como resultado más destacable, que los procesos de fusión en sectores que tradicionalmente han estado regulados o han contado con una participación significativa de empresas públicas, y en especial cuando la empresa compradora era extranjera, han destruido valor, es decir, han generado excesos de rentabilidad negativos para los accionistas de las empresas involucradas. Esta evidencia es consistente con la persistencia de barreras de diversa índole —culturales y, especialmente, regulatorias, resaltadas en los análisis para la creación de un mercado financiero integrado en Europa [Lamfalussy *et al.* (2001)]—, que contribuyen a que la probabilidad de éxito de este tipo de transacciones y, por tanto, su valor esperado sean reducidos.

18.10.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- BRUNER, R. (2001). «Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker», de próxima publicación en *Journal of Applied Finance*.
- COMISIÓN EUROPEA (2001). «Mergers and acquisitions», *European Economy*, Supplement A, Economic trends, No. 12, diciembre.
- LAMFALUSSY, A., HERKSTRÖTER, C., ROJO, L. Á., RYDEN, B., SPAVENTA, L., WALTER, N. y WICKS, N. (2001). «Final Report on The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets», Bruselas, febrero.
- KANG, N.-H. y JOHANSSON, S. (2000). «Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation», OECD STI Working Paper 2000/1.
- MIDELFART-KNARVIK, K. H., OVERMAN, H. G., REDDING, S. J. y VENABLES, A. J. (2000). «The Location of European Industry», European Commission Economic Papers, n. 142, abril.

El desarrollo financiero en América Latina en perspectiva

Este artículo ha sido elaborado por Sonsoles Gallego, Alicia García Herrero y Javier Santillán, de la Dirección General de Asuntos Internacionales (1).

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo analiza el desarrollo del sector financiero en América Latina, tanto en lo referente al sistema bancario como a los mercados de capitales. Primero se repasan muy brevemente los factores explicativos y las definiciones de desarrollo financiero existentes en la literatura; a continuación se lleva a cabo una clasificación de países, primero de todo el mundo y posteriormente dentro de América Latina, utilizando un análisis de grupos («análisis de cluster»), técnica mediante la cual se agrupa a los países por características similares en términos de las variables que se quieren analizar: en este caso, profundidad financiera y renta *per cápita*. Por último, se analizan con algún detalle las conclusiones obtenidas para América Latina.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA ECONÓMICA

La investigación económica reciente parece confirmar que el desarrollo del sector financiero contribuye de manera sustancial al crecimiento económico, frente a la idea que ha prevalecido durante algún tiempo de que dicho desarrollo es solo un reflejo de la economía real. Los canales más importantes por los que el desarrollo financiero contribuye al crecimiento económico son: la mayor capacidad de atracción de ahorro susceptible de ser utilizado en proyectos de inversión rentables, la gestión del riesgo de crédito y el aumento de la productividad total de los factores que se deriva de una intermediación más eficiente de los recursos. Además, la ausencia de perfecta movilidad del capital —o, al menos, la existencia de un sesgo nacional en la asignación del ahorro— pone de manifiesto la necesidad de desarrollar los sistemas financieros internos para fomentar el ahorro interno y aumentar así el crecimiento económico.

La literatura económica ha encontrado diversos factores explicativos del nivel de desarrollo financiero, que incluyen factores macroeconómicos e institucionales, así como las características mismas del sistema financiero en cada país. Entre los factores macroeconómicos, des-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0216, titulado *Latin American Financial Development in Perspective*, preparado por Alicia García Herrero, Javier Santillán, Sonsoles Gallego, Lucía Cuadro y Carlos Egea.

taca el impacto positivo sobre el desarrollo financiero de la riqueza, medida en términos de renta *per cápita*, y de la estabilidad de precios. Recientemente, se ha atribuido gran importancia al análisis de los factores institucionales como determinantes del desarrollo financiero; entre estos, cabe destacar el marco legal y regulatorio de cada país, y en particular, aspectos tales como el grado de protección de los derechos de los acreedores.

Dentro de las características propias del sistema financiero destaca, en primer lugar, la estructura financiera, entendida como la proporción del sistema bancario respecto a los mercados de capitales. Durante mucho tiempo, esta cuestión ha suscitado opiniones muy diversas en lo que se refiere a las ventajas de un modelo preponderantemente bancario respecto a uno basado en el mercado de capitales. Recientemente, parece haberse llegado a un consenso, según el cual una composición equilibrada entre sistema bancario y mercados de capitales tiene efectos beneficiosos sobre la estabilidad del sistema financiero, ya que permite explotar las ventajas de su complementariedad.

Otras características a destacar como determinantes de la morfología del sistema financiero y que han sido ampliamente estudiadas por la literatura son: el grado de liberalización financiera, el impacto de las crisis bancarias, la integración financiera internacional, la presencia de banca extranjera, el papel del banco central o la existencia de sistemas de garantía de depósitos.

3. MEDIDAS DEL DESARROLLO FINANCIERO

Aunque existen muchas definiciones posibles del concepto de desarrollo financiero, la literatura se concentra en dos aspectos principales del mismo: el tamaño del sistema financiero y su eficiencia. Los factores que afectan al primero han sido estudiados con más frecuencia que los determinantes del segundo, en buena parte debido a la dificultad de definir el concepto de eficiencia y de encontrar medidas comparables.

Las medidas que se han utilizado para analizar el tamaño del sistema financiero varían desde conceptos muy estrechos, como los pasivos bancarios más líquidos (M_2) respecto al PIB [McKinnon (1973)], hasta otros más amplios que pueden englobar los pasivos bancarios, los bonos públicos y privados en circulación, y la capitalización bursátil [Rajan y Zingales (1998)]. Otra medida frecuentemente utiliza-

da es el crédito bancario al sector privado [Levine y Zervos (1998)], que suele ser también un indicador indirecto del grado de eficiencia del sistema bancario, en la medida en que el crédito al sector privado es, habitualmente, más beneficioso para el crecimiento que el crédito al sector público.

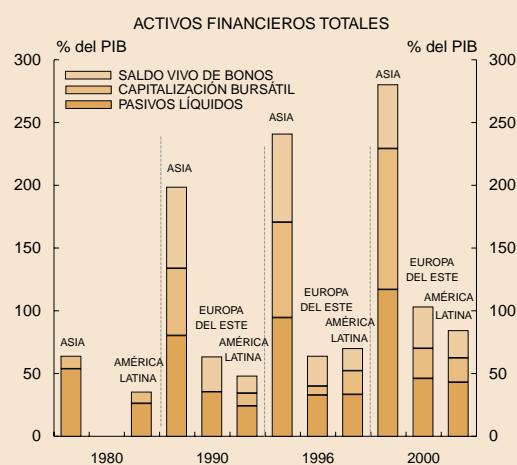
En cuanto a las medidas de eficiencia comúnmente utilizadas, el margen de intermediación es la más habitual para el sistema bancario. Un margen de intermediación reducido es un indicador positivo que normalmente denota un alto grado de competencia en el sistema bancario, aunque en ello pueden influir otros factores, como el nivel de los tipos de interés (si estos son bajos el margen de intermediación se reduce) o la volatilidad macroeconómica [Demirguc-Kunt y Levine (1999)]. En cuanto a la eficiencia del mercado de capitales, una posible medida es su liquidez, que se puede aproximar, entre otras medidas, por la negociación total en el mercado secundario [Levine y Zervos (1998)], o por la negociación respecto al saldo vivo [Demirguc-Kunt y Levine (1996)].

La relación entre el tamaño y la eficiencia financiera es relativamente estrecha en la mayoría de los países [Bossone y Lee (2002)] aunque no hay que inferir que un mayor tamaño sea necesariamente positivo en todos los casos; por ejemplo, en los casos en que el tamaño del sistema financiero está sesgado por la abundancia de activos de mala calidad, con el consiguiente deterioro de la eficiencia en la intermediación financiera.

4. TENDENCIAS REGIONALES DEL DESARROLLO FINANCIERO

Uno de los problemas más frecuentes en los estudios comparativos entre regiones es la ausencia de suficientes rasgos comunes entre los países de una región que justifiquen un tratamiento regional. Por este motivo, se realiza en este trabajo una clasificación de cincuenta y cinco países (industrializados y emergentes) en grupos relativamente homogéneos, a través de un «análisis de cluster», según el tamaño de sus sistemas financieros y su renta *per cápita*. Se ha preferido tomar una definición amplia de tamaño del sistema financiero (que incluye los saldos vivos de bonos públicos y privados y la capitalización bursátil, además de los pasivos bancarios), ya que proporciona una visión más completa. Los resultados muestran una separación relativamente clara entre los países industrializados y emergentes. Dentro de estos últimos, todos los países latinoamericanos, excepto uno (Chile), se encuentran en el grupo

GRÁFICO 1

Profundidad financiera en regiones emergentes

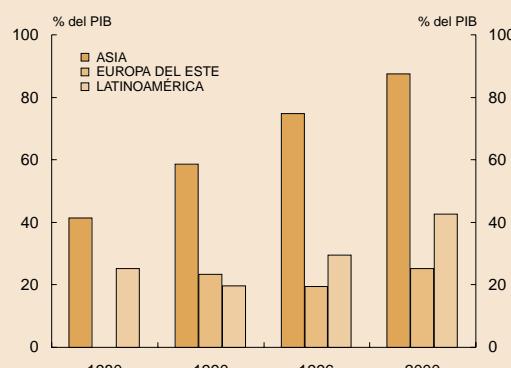
Fuentes: Beck et al. (1999). Para el año 2000: IFS (2001), BIS (2001) y Banco Mundial (2001a).

menos desarrollado financieramente de la muestra. Otras conclusiones que se derivan de este análisis son, en primer lugar, que los sistemas financieros de los países emergentes son inferiores en tamaño a lo que correspondería por su PIB *per cápita*, lo que, de acuerdo con la literatura reciente sobre crecimiento y desarrollo financiero, podría constituir un impedimento para su crecimiento. En segundo lugar, del análisis se desprende también que los sistemas financieros latinoamericanos tienen un grado de homogeneidad que los sitúa en el mismo grupo, lo que permitiría hablar de una «dimensión regional» en lo que respecta al desarrollo financiero. Muchos de los sistemas financieros de otras áreas emergentes, como Asia y Europa Central y del Este, aparecen reunidos también en grupos con un fuerte componente regional, si bien presentan un grado de homogeneidad inferior al conjunto de los latinoamericanos (2). El trabajo se apoya en la existencia de esas características regionales comunes en los sistemas financieros para analizar su evolución reciente en Asia, Europa del Este y Latinoamérica.

El primer rasgo que destaca al comparar las tres regiones es su diferente grado de profundidad financiera. Latinoamérica tiene

(2) Para este análisis, Asia incluye: China, Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Tailandia y Singapur; Europa Central y del Este incluyen: Estonia, Eslovaquia, Hungría, Lituania, Polonia, República Checa y Rumanía; Latinoamérica incluye: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICO 2

Crédito bancario al sector privado

Fuente: IFS (2001).

sistemas financieros de tamaño muy inferior a los de Asia, incluso después de la crisis asiática, aunque solo algo inferiores a los de Europa del Este (gráfico 1). En términos de composición, las diferencias son también importantes, ya que en los sistemas financieros latinoamericanos el predominio de los bancos es muy superior al de Asia, y comparable al de Europa del Este, y además, con una perspectiva temporal, parece observarse una consolidación de estas tendencias: sistemas financieros con un mayor equilibrio entre la proporción de bancos y de mercados de capitales en Asia, y relativamente más bancarizados en Europa Central y del Este o Latinoamérica.

Las medidas de eficiencia y solvencia de los sistemas financieros, sin embargo, no permiten una caracterización tan clara como las de tamaño o composición. Por un lado, los sistemas financieros en Latinoamérica aparecen como menos eficientes a partir de medidas como los márgenes de intermediación, que se mantienen relativamente amplios. Sin embargo, en lo que respecta a indicadores de solvencia, la calidad de los activos es superior en Latinoamérica que en Asia, probablemente como consecuencia de la crisis asiática, mientras que las ratios de capital ponderadas por riesgo son en América Latina inferiores a las de Asia, pero superiores a las de Europa Central y del Este.

Uno de los indicadores de desarrollo financiero que presenta mayores diferencias regionales es el crédito bancario al sector privado (ver gráfico 2). Medido como porcentaje del PIB, en Latinoamérica este es menos de la mitad del nivel de Asia, aunque es moderadamente superior al de Europa Central y del Este.

Las diferencias entre los sistemas financieros de las tres regiones se ponen de manifiesto también cuando se analiza la estructura de propiedad de la banca. Mientras que en Latinoamérica y Europa Central y del Este la participación pública en los bancos ha disminuido sustancialmente en la última década hasta niveles inferiores al 20% de los activos totales, en Asia dicha tendencia no es tan clara, como pone de manifiesto el hecho de que la banca pública siga poseyendo alrededor de un 40% de los activos bancarios totales. Por el contrario, la participación de la banca extranjera ha aumentado sustancialmente en Latinoamérica y Europa del Este, hasta alcanzar niveles superiores al 40% de los activos totales, mientras que en Asia, tras la crisis, esta se sitúa en niveles no superiores al 10% (3). Finalmente, la concentración bancaria es superior en Asia y Europa del Este que en Latinoamérica, aunque hay indicios de que está aumentando recientemente en algunos países latinoamericanos.

En lo que respecta a la situación de los mercados de capitales, resulta destacable que tanto Latinoamérica como Europa del Este mantengan mercados de capitales mucho menos desarrollados que Asia. Los mercados de deuda interna en Latinoamérica tienen un menor tamaño que los de las otras regiones, a pesar de los recientes avances. La emisión de bonos sigue, pues, orientada a los mercados internacionales, mucho más que en Asia o Europa del Este, y la capitalización bursátil es significativamente inferior a la asiática.

5. DIFERENCIAS EN EL GRADO DE DESARROLLO FINANCIERO EN AMÉRICA LATINA: CLASIFICACIÓN POR PAÍSES

Tras encuadrar la situación de los sistemas financieros en América Latina en una perspectiva global, se aplica la misma técnica de «análisis de cluster» para identificar grupos de países dentro de la propia región con un nivel similar de desarrollo financiero y renta *per cápita*. Los resultados obtenidos a partir de una muestra de veinte países latinoamericanos muestran que se pueden identificar cuatro grupos de características similares.

El primero incluye aquellos países de elevada profundidad financiera y renta *per cápita* media-alta, es decir, Chile y Panamá. El se-

(3) Se han excluido, para esta comparación, Hong Kong y Singapur, que en su condición de centros financieros sí tienen un elevado porcentaje de participación de la banca extranjera.

gundo engloba países de inferior profundidad financiera y de renta *per cápita* relativamente elevada, como son Argentina, Brasil, México, Uruguay, Trinidad y Tobago, y Costa Rica. El tercer grupo está compuesto por países con una profundidad financiera media-baja y cuya renta *per cápita* es baja, como son Honduras, Haití, Bolivia y Nicaragua. Finalmente, el cuarto grupo incluye los países de renta *per cápita* media-baja y baja profundidad financiera: El Salvador, Colombia, la República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Paraguay, Perú y Venezuela. Resulta destacable que los dos últimos grupos sean los que presentan una homogeneidad mayor, seguidos del primero, mientras que el segundo grupo presenta, como cabía esperar, dada la diversidad de países que lo integran, el mayor grado de heterogeneidad. Cabe resaltar también el hecho de que en este segundo análisis de grupo se encuentre una menor correlación entre profundidad financiera y PIB *per cápita* (53%) que en el primero realizado a nivel global (donde era el 66%). Tal resultado parece indicar que existen una serie de factores, además de la renta *per cápita*, que, en América Latina, tienen un importante poder explicativo del grado de desarrollo financiero, superior, en todo caso, al que resulta en el análisis de grupo global. Este resultado es robusto, en términos generales, a la especificación del grupo con medidas de eficiencia bancaria (como el inverso del margen de intermediación financiera) en lugar de medidas de tamaño del sector financiero, como las utilizadas en el grupo mundial.

6. CARACTERIZACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS

A partir de la base de los grupos encontrados en el «análisis de cluster», se describen a continuación las características principales de los sistemas financieros latinoamericanos, si bien es necesario tener presente que aquí se hace una descripción generalizada, pese a que pueden existir diferencias apreciables, incluso entre países que aparecen reunidos en un mismo grupo.

Los sistemas financieros de América Latina presentan grandes diferencias en términos de tamaño. Países como Chile o Panamá, incluidos en el primer grupo, se caracterizan por tener sistemas financieros cuyo tamaño supera el 100% del PIB. En el extremo opuesto, los países incluidos en el cuarto grupo tienen sistemas financieros reducidos, inferiores en tamaño al 40% del PIB. Resulta destacable también la distinta evolución seguida a lo largo del tiempo: mientras en los países del primer grupo el desarrollo financiero ha sido muy dinámico, es-

pecialmente durante la primera mitad de los noventa, en los demás grupos el desarrollo ha sido relativamente más lento.

Otro rasgo interesante es la muy diferente estructura del sistema financiero en lo que se refiere al peso relativo del sector bancario y de los mercados de capitales. Si bien el predominio del sector bancario es claro en el conjunto de la región, resulta destacable que el primer grupo, caracterizado por un mayor desarrollo financiero, sea también el que cuenta con una composición más equilibrada entre bancos y mercados de capitales. En el resto de los grupos predomina el sector bancario, aunque su proporción se ha reducido en los últimos años, excepto en el caso del grupo de menor renta *per cápita* (grupo 3). Este resultado está en línea con la literatura reciente, aunque por el momento haya sido difícil determinar la dirección de la causalidad, ya que posibles explicaciones: caben dos, o bien que solo en los sistemas financieros más desarrollados sea factible una composición equilibrada entre los distintos mercados, o bien que la diversificación promueva el desarrollo financiero, y que, por tanto, aquellos sistemas financieros con una estructura financiera más equilibrada tiendan a favorecer una mayor profundidad financiera.

6.1. El sector bancario

Un aspecto crucial para el desarrollo financiero en países emergentes en general, y en particular en los menos desarrollados, es la proporción de pasivos líquidos intermediados por la banca, comparados con el volumen de efectivo en circulación. Los resultados obtenidos muestran que el grupo de países de mayor desarrollo financiero (grupo 1) es también aquel con mayor grado de bancarización (medida como M2 menos efectivo como porcentaje del PIB), y también aquel en el que la bancarización ha aumentado más a lo largo del tiempo. Más sorprendente es el resultado del segundo grupo, que reúne a una serie de países con un desarrollo financiero relativamente avanzado, pero cuyo nivel de depósitos bancarios respecto al PIB se ha mantenido bajo, de forma estable, en las últimas décadas. Tal resultado parece indicar que el desarrollo financiero se ha conseguido a partir de niveles de bancarización baja, o de un elevado uso del efectivo, o de ambas cosas, lo cual podría conllevar algún efecto adverso sobre la eficiencia en la intermediación de los recursos financieros.

Otro aspecto importante en la caracterización de los sistemas bancarios es el grado de

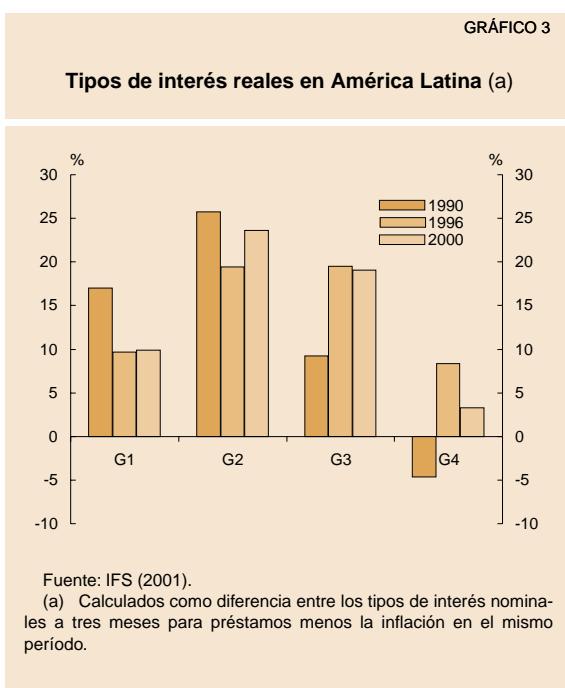
participación directa del banco central en la intermediación financiera, respecto al cual la literatura encuentra, en general, una incidencia negativa en el desarrollo financiero. La participación del banco central (medida como porcentaje de sus activos respecto a la suma de activos del sector bancario) ha disminuido a lo largo de las últimas décadas en todos los países de América Latina. Resulta interesante observar, sin embargo, que esta sigue siendo relativamente importante en aquellos grupos de menor renta *per cápita*.

Por otro lado, la eficiencia bancaria, medida por el inverso del margen de intermediación, parece mayor en los países del grupo de mayor desarrollo, especialmente en Chile, aunque también en Argentina, que pertenece al segundo grupo. En el resto de los países, los márgenes se mantienen relativamente amplios, si bien en los últimos años se han estrechado significativamente en países como Venezuela, Perú y Colombia.

Uno de los principales problemas que la literatura sobre crecimiento y desarrollo financiero documenta en América Latina es la escasez de crédito al sector privado, y el hecho de que este se otorgue generalmente a muy corto plazo. La escasez de crédito parece darse en todos los grupos de países excepto en el primero, donde se alcanzan niveles comparables a los de Asia. Algunas de las razones apuntadas por la literatura como causas de esta escasez son, por el lado de la oferta, la frecuencia de las crisis bancarias y la consiguiente acumulación de préstamos dudosos en las carteras de las entidades financieras, así como las elevadas necesidades de financiación del sector público, factor que afecta especialmente a los países del segundo grupo.

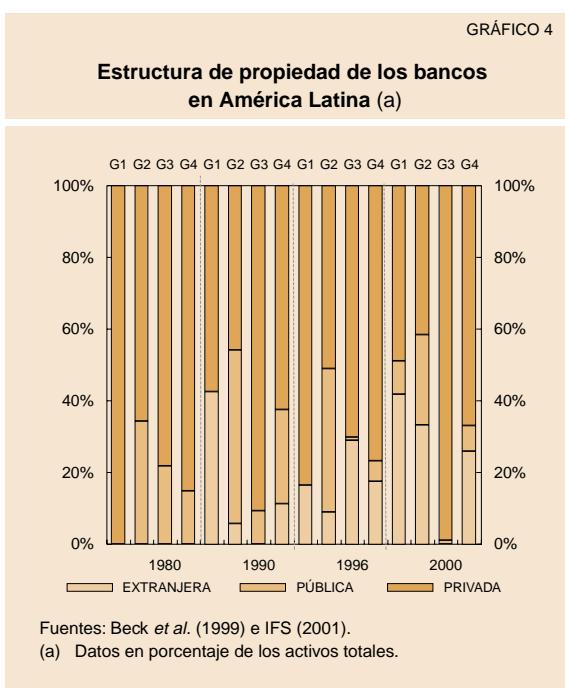
Por el lado de la demanda, los tipos de interés son muy elevados en términos reales en todos los grupos, y especialmente en el segundo (ver gráfico 3), y además no hay evidencia concluyente de que hayan registrado una tendencia a la baja en la región, pese a las mejoras observadas en el control de la inflación. Este último constituye un factor preocupante, en la medida en que pone de manifiesto que, tras más de una década de reformas y políticas antiinflacionistas de relativo éxito, los mercados financieros continúan exigiendo una prima de riesgo importante, que impone una carga sobre la rentabilidad de las empresas y una limitación a la capacidad de endeudamiento de los agentes privados.

Otra importante característica de los sistemas bancarios latinoamericanos es el fuerte incremento de la participación extranjera en las



dos últimas décadas (ver gráfico 4). Esta ha pasado de ser prácticamente inexistente en 1980 a niveles medios del 30% de los activos bancarios internos en el año 2000. Resulta reseñable que la proporción de banca extranjera haya sido muy superior en los países incluidos en el primer grupo con anterioridad a los demás. Los países del segundo grupo vieron aumentar la participación de la banca extranjera a mediados de los noventa con los procesos de liberalización y de privatización, de forma que esta aumentó más rápidamente que en ningún otro grupo. La participación de la banca extranjera se ha ampliado con frecuencia a expensas de la banca pública, cuya proporción era importante en el pasado.

Asimismo, la concentración bancaria se ha reducido en el transcurso de las dos últimas décadas, aunque en algunos países, y en especial en Chile, esta tendencia parece haberse invertido a partir de 2000. Los grupos con mayor desarrollo financiero a comienzos de la década de los noventa presentaban *ratios* de concentración elevados, pero estos se han reducido en algunos casos a la mitad a lo largo de los últimos años. En aquellos grupos con menor desarrollo, como el tercero, la concentración ha tendido a aumentar, si bien no excede el 50%, lo que constituye un nivel moderado en una comparación internacional. Es difícil extraer conclusiones sobre la relación entre concentración y participación de la banca extranjera, pues si bien en algunos países como Chile esta ha sido la causa del reciente aumento de la concentración, en los países del tercer grupo, que son los que presentan mayor concentración, no hay prácticamente presencia extranjera.



Finalmente, el trabajo revisa algunos de los factores institucionales que afectan al desarrollo financiero. En América Latina, se observa que, tanto el funcionamiento de los bancos centrales como la regulación y supervisión bancarias han mejorado sustancialmente en la región desde la década de los noventa, tras la experiencia de la crisis de la deuda. Cada vez es mayor el número de bancos centrales independientes con un objetivo único, o prioritario, de alcanzar y mantener la estabilidad de precios; se han constituido sistemas de garantía explícita y limitada de depósitos en muchos países, y se han adoptado estándares internacionales como los requisitos de capital de Basilea, todo lo cual debería contribuir a mejorar la estabilidad de los sistemas financieros.

6.2. Los mercados de capitales

Pese al desarrollo de los últimos años, en conjunto, el tamaño de los mercados de bonos en América Latina es aún reducido, comparado con el de otras regiones emergentes. La volatilidad macroeconómica doméstica y el mencionado déficit estructural de ahorro explican lo limitado de ese desarrollo. El saldo vivo de bonos internos alcanzó los 500 mm de dólares al final de 1998, para caer ligeramente después, situándose en 400 mm al final de 2001.

En general, el segmento interno de los mercados de bonos se desarrolló considerablemente en la segunda mitad de los noventa, en parte como consecuencia de la crisis de la deuda rusa, que redujo sustancialmente los flujos de cartera a las economías emergentes, y de

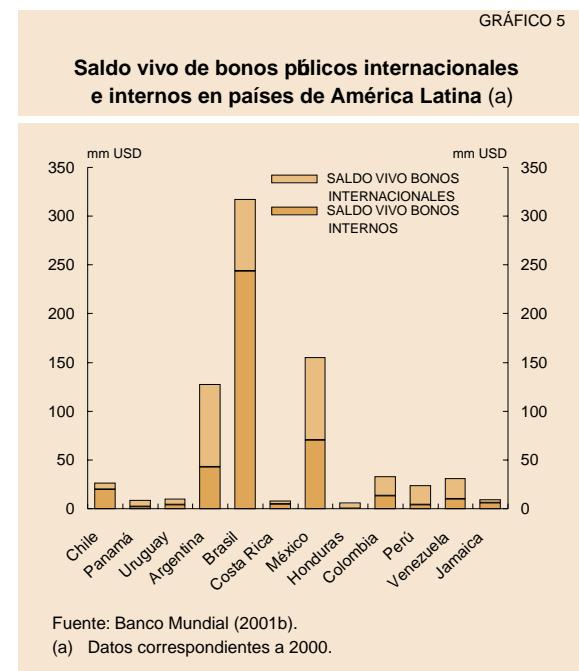
los persistentes déficit fiscales en la región. Al final de 2000, algo más del 50% de la deuda viva era interna, si bien este alto porcentaje se debe, en buena parte, a la importancia del mercado interno en Brasil (ver gráfico 5). La mayor parte de este mercado interno es deuda pública, excepto en el caso de Chile.

Un aspecto interesante del desarrollo de los mercados de bonos es la medida en que el desarrollo de los mercados externos ha contribuido al desarrollo de los mercados internos o, por el contrario, ha podido dificultarlo. Es difícil extraer conclusiones taxativas sobre esto, pero parece haber más complementariedad que sustituibilidad. Los casos de Chile, Brasil y, en menor medida, México y Argentina, ilustran cómo los mercados de deuda internos pueden desarrollarse incluso en casos en que los mercados externos están funcionando correctamente y permiten obtener financiación externa. Estos casos parecen indicar que la afluencia de ahorro externo puede ayudar a despegar a los mercados internos una vez que las condiciones macroeconómicas e institucionales han mejorado.

Existen incentivos de distinta índole para que los países de la región se interesen por el desarrollo de los mercados internos, tales como el uso más eficiente del ahorro interno, las mayores oportunidades de financiación para las pequeñas y medianas empresas o la menor dependencia del ahorro externo. En cuanto a la eficiencia del funcionamiento del mercado de bonos, hay que señalar que la negociación con respecto al saldo vivo en los mercados secundarios ha tendido a crecer en varios países, si bien es considerablemente más alta en el mercado externo que en los mercados internos, excepto en México.

En lo referente a la eficiencia operativa, se han introducido diversas mejoras en los últimos años, sobre todo en los mercados más desarrollados, mejoras que incluyen la desmaterialización de los instrumentos y mejoras en los sistemas de compensación y liquidación. Se han observado mejoras también en las técnicas de gestión de deuda, mediante medidas encaminadas a mejorar la liquidez, tales como la reapertura de emisiones y las recompras de emisiones antiguas, la introducción de mediadores especializados, o una mayor regularidad en los calendarios de emisiones.

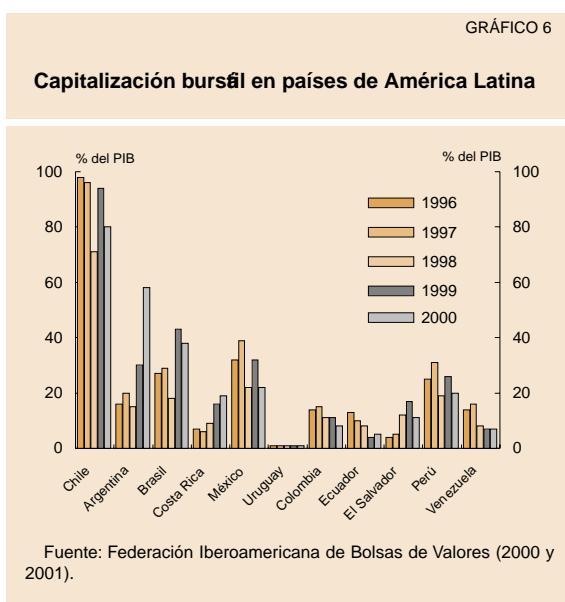
En general, la estructura de la deuda pública viva presenta características que la hacen vulnerable ante cambios en las condiciones de financiación. La vida media de la deuda es generalmente reducida: el 74% está emitida a un



plazo inferior a 5 años. Además, una alta proporción está emitida a tipos de interés variables: el 40% de la emitida en 2000 y aproximadamente el 20% está indexada, con lo que tan solo un 30% está emitida a tipo fijo. Hay que señalar no obstante que, en estos aspectos, existen también muchas diferencias entre los distintos países del área.

Con respecto a la distribución por tenedores de la deuda, la mayor parte de esta se encuentra en manos del sistema bancario. En general, las familias y las empresas tienen una proporción muy reducida del total y, en la mayoría de los casos, los inversores institucionales también, con la excepción notable de Chile y, en menor medida, de Brasil y Colombia, entre los países grandes.

En lo referente a los mercados bursátiles, su desarrollo en general, en el conjunto de la región, es bastante limitado. En la segunda mitad de los años noventa, dicho desarrollo se vio muy condicionado por la oleada de privatizaciones de grandes empresas. Este proceso atrajo hacia la región una gran cantidad de inversión exterior y demanda de acciones. Simultáneamente, la generalización de una mayor aversión al riesgo, que afectó a todos los mercados emergentes al final de los años noventa, tuvo un impacto negativo sobre los mercados, lo que se tradujo en un estancamiento observado en el tamaño de los mercados locales en los últimos años (ver gráfico 6). En lo referente a la negociación, en los últimos años se ha observado una reducción de la misma, a menudo muy pronunciada, en los principales mercados de la región. La negociación en Brasil, México y



Argentina se redujo aproximadamente a la mitad en el período 1997-2000, declive que se explica, en buena parte, por la migración de la negociación a la bolsa de Nueva York mediante «ADRs» (American Depository Receipts), cuya negociación se multiplicó por 5 entre 1995 y 2000.

La relación entre la eficiencia y el tamaño de los mercados bursátiles es menos clara que en el caso del sistema bancario. En términos de los grupos de la región, la eficiencia (medida como negociación respecto al saldo vivo) con relación al tamaño del mercado (medida como capitalización respecto al PIB) es menor en el grupo de países más desarrollados financieramente, lo cual no tiene una explicación evidente.

En cuanto a la inversión institucional, parece claro que tiene un gran potencial de desarrollo en la región, ya que actualmente solo Chile cuenta con un porcentaje de ahorro institucional sustancial. Así, las ventajas potenciales serían considerables tanto en lo relativo a la menor dependencia del ahorro externo como al desarrollo y arraigo de los mercados de capitales de la región, dado que la casi totalidad de los activos de los fondos de pensiones de la región se encuentran invertidos en instrumentos financieros locales.

7. CONCLUSIONES

El trabajo realiza una comparación mundial de los niveles de desarrollo financiero a través de un análisis de grupo y concluye que existen diferencias importantes en el desarrollo financiero de los países que no pueden explicarse por

los distintos niveles de renta *per cápita*. La literatura económica reciente ha identificado tres tipos de factores que influyen en el nivel de desarrollo financiero: unos son de tipo macroeconómico, otros son variables institucionales y, por último, factores directamente relacionados con la propia estructura del sistema financiero. Este trabajo se concentra principalmente en los últimos.

La revisión de los factores directamente relacionados con el sistema financiero que se lleva a cabo, primero a través de una comparación entre las regiones emergentes del mundo y después entre grupos de países latinoamericanos, muestra la importancia que tienen dichos factores para explicar el grado de desarrollo financiero, bien sea desde el punto de vista del tamaño o bien desde el de la eficiencia. Aunque este tipo de análisis no permite extraer conclusiones de causalidad, al menos permite apuntar a la existencia de un potencial círculo virtuoso en términos de tamaño y eficiencia del sistema financiero para los países que tienen una estructura financiera apropiada.

23.10.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO MUNDIAL (2001a). *World Development Indicators*.
- BANCO MUNDIAL (2001b). *Developing Government Bond Markets in Latin America: A Regional Snapshot*, mimeo.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2001). *International Financial Statistics*.
- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (1999). *A New Database on Financial Development and Structure*, Banco Mundial.
- BOSSONE, B. y LEE, J. (2002). *In Finance, Size Matters*, Fondo Monetario Internacional, Working Paper 02/113.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (1996). «Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview», *The World Bank Economic Review*, vol. 10 (2), pp. 223-24.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (1999). *Bank-Based and Market-Based financial Systems: Cross-Country Comparisons*, Banco Mundial, Policy Research Working Paper nº 2143.
- FEDERACIÓN IBEROAMERICANA DE VALORES (2000 y 2001). *Síntesis Estadística*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2001). *International Financial Statistics*.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998). «Stock Markets, Banks, and Economic Growth», *American Economic Review*, vol. 88, pp. 537-558.
- MCKINNON, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1998). «Financial Dependence and Growth», *American Economic Review*, vol. 88 (3), pp. 559-586.

Las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)

Este artículo es un resumen de la publicación que, con el título «Estudio comparado de las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)» (1), ha sido elaborada conjuntamente por las Centrales de Balances del Banco de Francia y del Banco de España. La publicación recoge las colaboraciones de Concha Artola, Ana Esteban, Ignacio Hernando, Manuel Ortega, Annie Sauvé, Teresa Sastre, André Tiomo y Alain Tournier, que representan la opinión personal de los autores y no necesariamente los puntos de vista del Banco de Francia y del Banco de España.

1. INTRODUCCIÓN

La lenta pérdida de peso de las actividades industriales en beneficio de los servicios en las economías más avanzadas, a lo largo de los últimos decenios, no reduce la importancia de aquellas, dada la interrelación que se mantiene entre ambas, ni la alta significación del estudio de la actividad industrial, en el desarrollo del ciclo económico. Adicionalmente, las actividades industriales han sido las que se han visto más afectadas por el proceso de apertura de las economías nacionales hacia el exterior y, con ello, las que se han enfrentado, en primer lugar, a los retos que la competencia y la globalización de los mercados imponen a las estructuras empresariales, en términos de costes, márgenes y precios, y, en definitiva, en términos de generación de empleo y competitividad. Estos cambios han sido de capital importancia en el ámbito geográfico europeo. Todo ello justifica sobradamente el interés del conocimiento detallado de la evolución de las empresas industriales europeas, tanto desde una perspectiva agregada y macroeconómica como desde una óptica microeconómica o empresarial. La realización de este tipo de análisis es factible a partir de la información individual sobre las empresas industriales recopilada por las centrales de balances europeas, en el marco establecido por el Comité Europeo de Centrales de Balances (CECB), desde su constitución en 1987. La experiencia previa, derivada de la creación y uso del proyecto BACH (2), puso de

(1) Paralelamente a la difusión de este artículo se edita en la Red (www.bde.es) la publicación referida en su versión inglesa («French and Spanish Industrial corporations over the period 1991-1999: a comparative study»). El capítulo IV de la publicación, titulado «Financial constraints and investment in France and Spain: a comparison using firm level data», ha sido también objeto de difusión independiente, como Documento de Trabajo nº 214. La versión española de la publicación será también difundida en la Red, una vez finalice su traducción.

(2) El proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) fue promovido por la Comisión Europea y en él participan las centrales de balances o servicios estadísticos homólogos de los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón.

manifesto los problemas de falta de homogeneidad en la información contable europea, alentando la realización de estudios comparados entre sus países miembros, con una base metodológica diferente de aquel (3). Los trabajos referidos pusieron de manifiesto la importancia de analizar, conjuntamente con las cuentas anuales de las sociedades no financieras, la información del escenario económico, relevante para explicar las diferencias encontradas entre países, y, singularmente, las variables de entorno (denominadas en los estudios referidos «factores institucionales»). Los resultados de los trabajos confirmaron la validez del enfoque de utilizar los datos existentes en las centrales de balances (incluso aunque estas no sean una muestra en términos estadísticos, como se verá más adelante) y la conveniencia de profundizar en el análisis del entorno por medio de estudios bilaterales entre países. Todo ello ha alentado a las Centrales de Balances del Banco de Francia y del Banco de España a analizar el agregado de empresas industriales de ambos países, en el período de 1991 a 1999 (4) mediante la utilización de las cuentas anuales individuales de las empresas y el estudio de las variables de entorno significativas.

El proceso de internacionalización al que se enfrentan las empresas no financieras viene enmarcado, en el caso de las empresas y economías europeas, por las ventajas derivadas de la existencia de una moneda única. Unas ventajas en cuyo reverso se encuentran importantes retos de disciplina y competitividad. En este contexto es pertinente el estudio comparado entre economías con fuertes lazos comerciales. En el caso de España y Francia, los resultados de este proyecto pueden resultar esclarecedores; la positiva imagen mostrada por los amplios diferenciales a favor de España en las tasas de aumento en la actividad productiva y del empleo podrían encerrar en sí mismos un aviso sobre su evolución futura. La

(3) Los documentos «Equity of European Industrial Corporations. CECB, 1997» y «Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996. CECB, 2000» investigaron las diferencias en el nivel de capitalización de las empresas industriales alemanas, austriacas, francesas, españolas e italianas, y su relación con los activos en los que estas invierten.

(4) Ha sido preciso trabajar con un volumen de información muy detallado; por ello, si bien, por una parte, se facilitan datos antes no difundidos por otras vías, por otra, el estudio limita su referencia temporal hasta el año 1999, no integrando información de 2000 ni 2001; los datos de 2000 estaban en proceso de depuración en el período de realización del estudio, mientras que los datos correspondientes a 2001 no estarán disponibles hasta noviembre de 2002 (la gran mayoría de las empresas difunden sus cuentas anuales a partir de junio del año siguiente al que van referidas, una vez son aprobadas por la Junta de Accionistas). La ausencia de estos años en el estudio no afecta a los principales resultados obtenidos, dada la naturaleza del trabajo.

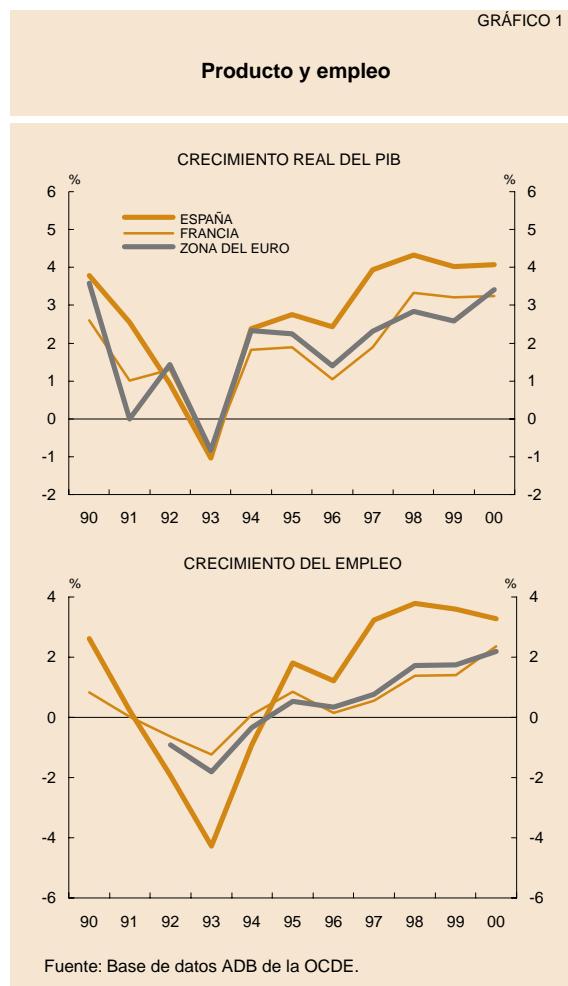
paulatina reducción en la volatilidad histórica y la intensidad registrada en los noventa en el proceso de *catching up*, respecto de las industrias y economías europeas, parecen mostrar un patrón de comportamiento por el que Francia ha pasado con unos años de antelación. El proceso de madurez de las industrias españolas, además de significar una consolidación en sus negocios, ha llevado la necesidad de apertura a otros mercados, mediante la internacionalización de su actividad y la adquisición de participaciones estratégicas. La transferencia de recursos entre inversión interior y adquisición de activos financieros parece ser un camino que las empresas francesas han recorrido con un lustro de anticipación. El estudio también informa de los frutos que el proceso de creación de la moneda única ha traído a las empresas españolas y su convergencia con las francesas en términos de costes financieros y rentabilidad. En ausencia del margen de maniobra que otorgaba la posibilidad de ajustar los tipos de cambio, deberá prestarse, de ahora en adelante, especial atención a los factores institucionales que afectan a la competitividad empresarial. En ese contexto, la existencia en el entorno europeo de un mismo marco de actuación con diferentes prácticas comerciales, apoyadas en las normativas de cada país (Ley del Comercio, Ley Concursal, etc.), aconseja la realización de estudios de esta naturaleza que informen sobre la toma de decisiones estratégicas.

El artículo realiza un análisis de la estructura financiera y de los resultados de las empresas industriales francesas y españolas, en una acepción amplia del término, esto es, el contenido de los balances, de la cuenta de resultados (ingresos, gastos y excedentes) y *ratios* derivadas (rentabilidad, períodos medios de cobro y pago, otros). Para ofrecer un panorama completo de la situación y evolución de los negocios industriales se aporta información sobre el empleo, relacionándolo con las variables contables significativas. En el epígrafe 2 se describe el entorno macroeconómico en el que se ha desarrollado la actividad de las empresas industriales españolas y francesas, con lo que se facilita la comprensión de la convergencia registrada entre ambas economías en la década analizada. También se ofrece un breve panorama de los principales rasgos del proceso de crecimiento económico, así como de los aspectos más destacados en el comercio exterior, ahorro, inversión y financiación, mercado de trabajo, costes, precios, y condiciones monetarias y financieras de ambos países en los años noventa. Esta descripción permite enmarcar el análisis de algunas de las diferencias detectadas entre los balances y *ratios* de las empresas industriales de ambos

países, poniendo de manifiesto que la convergencia nominal de los noventa entre Francia y España es compatible con la persistencia de aspectos diferenciales. En el epígrafe 3 se analizan las principales características de la población de empresas, muestras y homogeneización contable realizada en el estudio. Esta información, más detallada en la publicación difundida en la página WEB del Banco de España, permite individualizar aquellas diferencias detectadas en el estudio procedentes de la distinta composición de la población de empresas, de las que se derivan de la composición de las muestras disponibles y, por último, de las originadas por las distintas prácticas contables utilizadas en ambos países, que han sido homogeneizadas en su parte principal. El epígrafe 4 presenta lo que constituye el núcleo del estudio, esto es, el análisis comparado de las empresas industriales de ambos países. El epígrafe se divide en dos apartados; en el primero se analizan las estructuras de balance; en el segundo se estudian los flujos corrientes recogidos en las cuentas de resultados, la evolución del empleo y los principales flujos de capital. Los resultados se presentan agregados para el total industria y con detalles por tamaños (pequeñas, medianas y grandes) y subsectores de actividad (bienes de consumo, bienes intermedios y bienes de equipo). Por último, el epígrafe 5 ofrece una breve referencia al estudio de sensibilidad de la inversión a la generación de recursos internos por las empresas españolas y francesas, que ha sido realizado en el marco de la colaboración entre las dos instituciones que han elaborado la citada publicación.

2. LAS ECONOMÍAS FRANCESA Y ESPAÑOLA: UNA PERSPECTIVA MACROECONÓMICA

Este epígrafe describe los rasgos básicos del contexto macroeconómico de Francia y España que ayudan a comprender la *convergencia* que se ha dado entre ambas economías en la última década: con ello se enmarcan los cambios y diferencias que se han producido en la situación económica y financiera de las empresas industriales de ambos países en el período analizado. Si bien las economías francesa y española y sus empresas industriales se han enfrentado conjuntamente a los retos de la globalización, en general, y de la integración europea, en particular, el hecho diferencial que sintetiza los retos y logros de la economía española, tanto en la década pasada como en los años inmediatamente anteriores, ha sido el proceso de convergencia real en el que ha estado inmersa. A lo largo de los diez años analizados, y especialmente en la etapa alcista más recien-



te, el PIB de la economía española experimentó un crecimiento significativamente más elevado que el de la economía francesa, que tuvo un comportamiento similar a la media europea (ver gráfico 1). A partir de 1994, esta evolución también vino acompañada de una mayor capacidad de generación de empleo de la economía española, a la que se hace referencia más adelante. El análisis de los condicionantes del proceso de convergencia real entre ambos países a lo largo de los últimos 30 años indica que los factores de competitividad y productividad (infraestructuras, capital humano e inversión en tecnología) influyeron decisivamente en la evolución del PIB por persona (5).

(5) Como se ha indicado en la introducción, la publicación que se sintetiza en este artículo ha puesto especial interés en las variables de entorno o «factores institucionales». Estos, que informan de elementos que inciden en la marcha de las empresas, se han estructurado en ocho anexos, el primero de los cuales expone precisamente los fundamentos del crecimiento económico. El resto de anexos son: II. Mercado de trabajo; III. Arrendamiento financiero; IV. Sistemas financieros; V. Ley concursal; VI. Fondos de pensiones y otros sistemas de ahorro de los empleados; VII Contribuciones a la Seguridad Social; VIII. Impuestos que recaen en las empresas. Todos ellos pueden consultarse en www.bde.es.

Respecto al comercio exterior, ambos países han vivido un proceso de apertura y globalización en los últimos diez años analizados, más intenso en el caso español, dado su punto de partida relativo. Así, las exportaciones españolas representaban el 27,5% del PIB nominal en 1999, frente al 17,1% del principio de la década. En el comercio bilateral, Francia es el principal socio comercial de España; las ventas destinadas a Francia constituyen una fracción estable, del 13% del total de las exportaciones españolas; por su parte, la importación de productos franceses ha mostrado una tendencia ligeramente creciente a lo largo de los años noventa, situándose en el 15% en 1999. Desde la perspectiva francesa, si bien la importancia de su comercio con España es menor (un 7% de sus exportaciones de bienes se dirigieron a España en 1999), cabe destacar tanto la fuerte expansión que ha registrado en la última década (sus ventas a España se han doblado en los últimos 10 años) como el hecho de que el saldo del comercio bilateral haya sido siempre positivo para Francia.

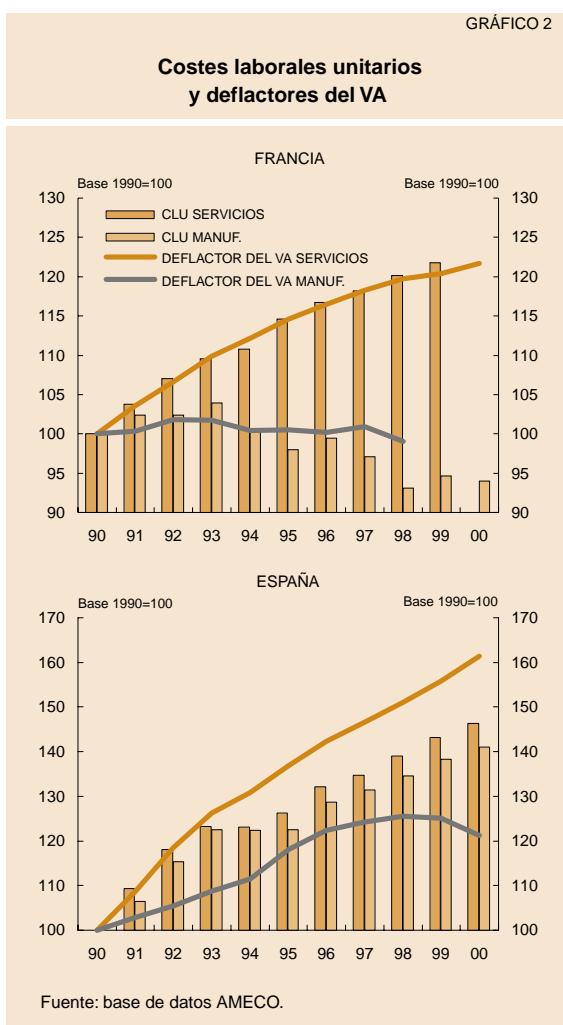
Las economías francesa y española mostraron un patrón similar en la evolución del ahorro y de la inversión entre 1991 y 1999, aunque con un comportamiento diferenciado de la segunda, desde 1995. La desaceleración económica del período 1992-1994 produjo en ambos países una reducción de la formación bruta de capital (FBC) y del ahorro bruto nacional, en paralelo con la reducción en el ahorro bruto de las Administraciones Públicas. En la segunda mitad de los años noventa los esfuerzos realizados para cumplir con los criterios de convergencia de Maastricht dieron lugar a una reducción en las necesidades de financiación neta de las AAPP y a un incremento del ahorro bruto nacional. Este se materializó de distinta forma en ambos países; mientras que en Francia se destinó a financiar el sector exterior, en un marco de internacionalización de las empresas, en España, desde 1995, se destinó a incrementar sus niveles de inversión. El deterioro en la capacidad inversora registrado en España desde el final de la década de los noventa, que no aparece recogido en este estudio, dado su distinto ámbito temporal, está parcialmente vinculado a la internacionalización de las empresas españolas, que se ha materializado con un cierto retraso respecto de sus homólogas francesas (6).

En relación con el mercado de trabajo cabe destacar dos características diferenciales entre

(6) El artículo «La inversión productiva en el último ciclo», aparecido en el *Boletín económico* del mes de abril, informaba de la existencia de este fenómeno de sustitución de inversión en formación bruta de capital por adquisición en el exterior de activos financieros, mediante tomas de control de filiales en el extranjero.

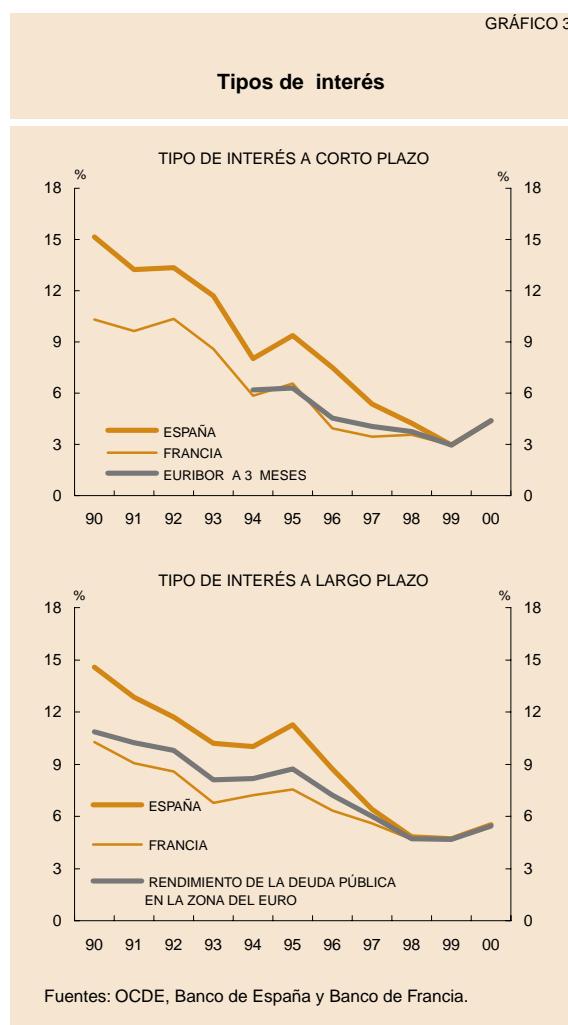
ambos países, relacionadas con la evolución del desempleo y la tasa de participación. Por lo que respecta a la primera, España presentó cambios sustanciales en el período considerado. Así, si en 1994 se alcanzaba un máximo en la tasa de desempleo, del 24%, seis años después, al final de la década, la tasa de paro se había reducido en 10 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 14%, como resultado de la intensa creación neta de empleo registrada desde el año 1995 en la economía española (ver gráfico 1). El diferencial en la capacidad de generación de puestos de trabajo fue netamente positivo entre 1994 y 1999 para la economía española respecto de la media europea. Por su parte, Francia presentó en el período considerado un crecimiento moderado y similar a la media de la zona euro, con tasas de desempleo próximas al 10% y, paralelamente, un crecimiento más contenido en la generación de puestos de trabajo, y en línea con el registrado en el conjunto de la zona euro. Respecto de la tasa de participación (definida como el cociente entre la población activa y la población en edad de trabajar), cabe destacar su variabilidad en el mercado de trabajo español (en 1986 la tasa de participación era del 60,3%, inferior en 5 pp al nivel registrado en 1970; en 2000, esta tasa se situaba de nuevo en el entorno del 65%) y la todavía reducida presencia de la mujer, en comparación con el mercado francés, con una diferencia de 13 puntos porcentuales entre un país y otro en la última parte de la década.

El proceso de convergencia español también se reflejó en la evolución de los costes y precios. Al inicio de la década de los noventa, la tasa de inflación de la economía española —medida por el IPC— se situaba en el 6% (2 puntos porcentuales por encima de la media de la zona euro), reduciéndose al 2% en 1997 (0,3 puntos por encima de la zona euro) y repuntando ligeramente a continuación. En Francia los precios se mantuvieron, en ese mismo período, por debajo de la media de los países que a partir de 1999 pasaron a formar la zona euro, lo que ha influido positivamente en la competitividad de sus empresas. Francia ha tenido, por tanto, históricamente tasas de inflación muy inferiores a las registradas en España (3,2% en 1991, 1,2% en 1997). La persistencia del diferencial de inflación entre España y el resto de socios comunitarios es consecuencia del fenómeno de la inflación dual, que, si bien afecta también a Francia, es más intenso en el caso español. El gráfico 2 muestra los rasgos de la formación de costes y precios en las dos economías, tanto para el sector manufacturero como para el conjunto de los servicios. Por lo que se refiere a la industria manufacturera, desde mediados de los años noventa la industria francesa experimentó una caída en sus



costes laborales unitarios, al crecer menos los salarios medios que la productividad del trabajo, al contrario de lo sucedido en el caso español. En el sector servicios, los mayores crecimientos de los costes unitarios del trabajo respecto de las manufacturas, que reflejan diferencias en el ritmo de avance de la productividad, se han transmitido de forma distinta en ambos países. Así, el crecimiento de los precios, medido por el deflactor del valor añadido, se ha ajustado a la evolución de los costes en el caso de Francia, lo que contrasta con el desfase que existe en España entre ambas variables: la inflación en los servicios superó ampliamente el crecimiento de los costes laborales unitarios a partir de 1993.

Por último, el análisis de las condiciones financieras y monetarias en ambas economías, a lo largo de la década de los noventa, muestra un panorama de progresiva holgura en las mismas y una importantísima reducción en los tipos de interés (gráfico 3), lo que ha representado mejoras sustanciales en las cuentas de resultados de las empresas. Además, al final de la década, la creación de la moneda única ha



llevado a una convergencia de los niveles de tipos de interés en ambas economías, tanto a corto como a largo plazo. Aunque los tipos de cambio de la peseta y del franco respecto del dólar mostraron comportamientos similares en los años estudiados, en el año 1993 el tipo efectivo español experimentó la mayor depreciación de los noventa (-10,6%), en contraste con el índice francés, que se apreció un 4,1% en ese mismo año. Esta evolución, en el caso francés, fue compatible con una depreciación respecto del dólar. A pesar de ello, como se ha dicho, el saldo comercial siguió siendo positivo para Francia. A partir de 1995 apenas hubo diferencias en los tipos de cambio efectivos francés y español, por lo que los cambios en la competitividad internacional han venido determinados por los costes de producción más que por la evolución de los tipos de cambio.

De acuerdo con los datos aportados por las cuentas financieras de la economía, referidas a las sociedades no financieras francesas y españolas, las sociedades no financieras españolas hacen una mayor apelación a la financiación comercial que sus homólogas francesas,

en tanto que estas últimas obtienen más fondos de la emisión de valores. En relación con los préstamos, en el período considerado las sociedades no financieras españolas y francesas mantenían un tercio de su financiación en este instrumento, si bien en el período 1995-2000 ambos países mostraron un patrón diferenciado, de reducción, en el caso de Francia, y de aumento de los préstamos, en el caso de España. Como se verá, esta observación, válida para el total de la población de sociedades no financieras, quedará matizada con el análisis de los datos de la industria, a partir de la información contable de la muestra de empresas disponible (la deuda financiera y la financiación bancaria también se redujeron en España, para el agregado de empresas considerado). En el lado de los activos hay que destacar el notable incremento producido en la cartera de los activos financieros en ambos países, debido principalmente a la compra de compañías extranjeras, a lo que ya se ha hecho referencia, así como a la proliferación de fusiones, adquisiciones y participaciones cruzadas. Cuando se desciende al análisis de las empresas industriales a partir de los datos aportados por las muestras de las centrales de balances, se ponen en evidencia estos y otros patrones de comportamiento adicionales a los que de forma agregada describen las cuentas financieras, a lo que se hace mención en el epígrafe 4.

3. POBLACIÓN, MUESTRAS Y HOMOGENEIZACIÓN CONTABLE

La elaboración de un análisis de la evolución de las empresas industriales europeas bajo una perspectiva microeconómica o empresarial, realizada a partir de la información individual de una muestra no estadística de empresas, obliga a conocer las poblaciones empresariales de ambos países y compararlas con las muestras mantenidas por cada institución. Asimismo, el uso de variables contables influidas por los respectivos planes contables de cada país hace necesario un estudio de las diferencias y de las decisiones adoptadas para conseguir su homogeneización contable.

Respecto de las poblaciones, la característica diferencial entre ambos países es el distinto tamaño medio de las empresas; en la práctica, las empresas francesas doblan en dimensión a las españolas. Así, para el total de la población, cuando la empresa española en media tiene 11 empleados, las francesas mantienen alrededor de 20 empleados por término medio. En los dos países la mayor parte de empresas se concentran en el rango de 0 a 49 empleados (97,2% en España y 95,3% en Francia). Pero si se analiza este mismo dato en función del número

de empleados, las diferencias son muy acusadas en las empresas entre 0 y 49 empleados y en las de 500 o más. Así el 47,6% del empleo español se concentra en las empresas del primer tramo, frente al 34,4% francés, mientras que en las empresas de más de 500 empleados se concentra el 23,9% del empleo español, frente al 37,4% en Francia. Los otros dos rangos de empleo en los que se ha dividido la población (de 50 a 199 empleados, y de 200 a 499) muestran pesos muy parecidos en ambos países. La menor dimensión media de las empresas españolas se reafirma al analizar el tamaño medio de las empresas en cada rango de empleo (cuadro 1.1).

No existen grandes diferencias estructurales en las actividades empresariales desarrolladas en los dos países analizados. En ambos, la actividad que cuenta con mayor número de empresas es la sección G de la NACE, que básicamente comprende a las empresas de comercio (en torno al 30%) (cuadro 1.2). Hay dos actividades en las que se observan mayores diferencias: en el caso español, la construcción representa el 14,8% del total de empresas, mientras que en Francia esta cifra se sitúa en el 8,9%, y por otro lado, el sector de «actividades inmobiliarias y de alquiler; servicios empresariales», en el que España incluye el 17,9% de las empresas, frente al 29,7% al que se eleva en Francia. Estas cifras ponen de manifiesto el mayor peso del sector terciario en la economía francesa. El reparto del empleo por actividades en ambos países guarda cierto parecido. En este caso es la industria manufacturera la que más empleo absorbe, con el 30,7% en España y el 33,5% en Francia. El sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones es el que presenta más diferencias, dado que mientras en España el 7,3% del empleo se concentra en este sector, en Francia alcanza el 11,6%. Por último, si se analiza el número medio de empleados de cada sector, se observa que en la inmensa mayoría el tamaño medio de la empresa francesa es mayor que en la española.

El análisis de la composición empresarial, atendiendo a la condición jurídica de las empresas, muestra un patrón común en los dos países. En España la forma jurídica predominante es la sociedad de responsabilidad limitada (S.L.), debido a que la pequeña empresa es la forma que más utiliza, al haber una exigencia mínima de capital social de 3.000 euros, frente a los 60.100 euros que se exigen en las sociedades anónimas (cuadro 1.3). Así, el 73,5% de las empresas son S.L. y el 22% son sociedades anónimas (S.A.) En Francia también se repite esta situación, aunque de forma más matizada, al situarse el 28,6% de las empresas entre las S.A. y el 63,6% se constituyen bajo la forma de

CUADRO 1

Población: comparación España-Francia. Cuadro resumen

	Número de empresas no financieras (%)		Número de trabajadores (%)		Tamaño medio de empresa (número de trabajadores)	
	España	Francia	España	Francia	España	Francia
	1. POR RANGO DE EMPLEO					
RANGO DE EMPLEO:						
0- 49 trabajadores	97,2	95,3	47,6	34,4	5,4	7,1
50-199 trabajadores	2,2	3,7	18,1	17,4	89,1	93,8
200-499 trabajadores	0,4	0,7	10,4	10,8	300,2	302,1
500 trabajadores o más	0,2	0,4	23,9	37,4	1.688,8	2.105,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8
SECTORES:						
C. Industrias extractivas	0,3	0,3	0,7	0,5	25,7	29,3
D. Industria manufacturera	18,2	15,9	30,7	33,5	18,6	41,8
E. Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,2	0,1	1,0	1,8	47,2	236,0
F. Construcción	14,8	8,9	11,9	8,0	8,9	17,8
G. Comercio; reparación de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores y artículos personales y de uso doméstico	30,1	30,3	20,5	20,3	7,5	13,3
H. Hostelería	6,0	5,0	5,5	3,4	10,1	13,5
I. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5,5	4,2	7,3	11,6	14,7	54,2
K. Actividades inmobiliarias y de alquiler; servicios empresariales	17,9	29,7	13,7	16,6	8,5	11,0
M. Educación	1,7	0,7	3,1	0,3	19,9	8,6
N. Actividades sanitarias y veterinarias; servicios sociales	1,5	1,1	1,9	1,9	14,6	32,8
O. Otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad; servicios sociales	3,8	3,8	3,7	2,3	10,5	11,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8
3. POR FORMA JURÍDICA						
FORMA JURÍDICA:						
Sociedades anónimas (S.A.)	22,0	28,6	55,4	63,6	27,8	44,0
Sociedades de responsabilidad limitada (S.R.L.)	73,5	63,6	36,8	21,7	5,5	6,8
Resto	4,5	7,8	7,8	14,7	19,3	37,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8

Fuente: Institutos Nacionales de Estadística de España y Francia.

S.L. En relación con el empleo en ambos países la proporción se altera, habida cuenta el mayor tamaño medio de las S.A.; en España el 55,4% de empleados trabajan en S.A. y el 36,8% en S.L., en Francia las cifras son aún más acusadas, con un 63,6% del empleo en S.A. y el 21,7% en S.L., lo que es coherente con el mayor tamaño medio de las empresas francesas. En ambos países el resto de formas jurídicas, tanto en número de empresas como de empleados, tienen un papel residual.

La comparación de las muestras (7) de las centrales de balances de cada país con sus res-

(7) La Central de Balances de España mantiene dos bases de datos anuales: CBA, encuesta en la que se mantiene un contacto directo con las empresas informantes, y CBB-RM, o CBB, con las cuentas depositadas en los Registros Mercantiles. Los datos que se han utilizado en este trabajo surgen de la unión de sus dos bases de datos anuales, a partir de la denominada Central de Balances Integrada, o CBI, que como tal se presenta en el capítulo XV del Boletín estadístico del Banco de España. En el caso de la Central de

pectivas poblaciones informa de la sobrerepresentación de la gran empresa en ambas; si en la población la gran empresa representa el 23,9% del empleo español y el 37,4% del francés, en las muestras de ambos países la cifra se sitúa en el 53%. Este sesgo también se aprecia en el análisis de los tamaños medios de las empresas; en el caso de la muestra española el empleo medio por empresa es de 15,8 empleados (frente a 11,1 empleados medios en la población); en el caso francés, la sobrerepresentación de la gran empresa en la muestra es más acusada (111,6 empleados, frente a 19,8 empleados por empresa en la población), lo que en principio podría afectar a alguno de los resultados agregados obtenidos; con el fin de eliminar el efecto derivado del sesgo referido, para cada *ratio*, tasa y estructuras analizadas en el estudio se han elaborado distribuciones estadísticas, además de fraccionar la muestra por sectores de actividad y tamaño. Las coberturas mantenidas en ambos países en los subsectores industriales (muestra/población), próximos al 50% en el caso de Francia y al 35% en el de España, se consideran válidas para la realización del estudio.

Por último, las principales discrepancias existentes entre la normativa contable francesa y española, en relación con los efectos que causan en las bases de datos (existen otras discrepancias, con efectos menos acusados en los resultados) (8), se refieren al distinto tratamiento otorgado al *leasing* y al descuento de efectos comerciales. Ambos casos han podido ser debidamente homogeneizados, por lo que las variables derivadas de estos elementos no se han visto influidas por la diferente contabilización en la fuente original de los datos.

4. ESTUDIO COMPARADO DE LAS EMPRESAS FRANCESAS Y ESPAÑOLAS A PARTIR DE SUS ESTADOS CONTABLES. 1991-1999

4.1. Análisis de las estructuras de balance

El estudio de la estructura del activo, y de su descomposición por elementos, informa de que

Balances de Francia, también mantiene dos bases de datos diferenciadas, FIBEN y CdB, la última de las cuales se ha utilizado en este artículo y estudio. Para conocer con más detalle las características de cada Central de Balances y de sus bases de datos puede consultarse el documento que ha servido de base para la realización de este artículo.

(8) Entre otros, cabe destacar el distinto criterio de clasificación de las deudas por plazo. La separación entre el corto, y el medio y largo plazo, se establece en España atendiendo a la madurez de la deuda (plazo residual), en tanto que en Francia se realiza según el plazo en origen. Se trata de una diferencia que no es posible eliminar, pues no existe información adicional en las bases de datos; el efecto, en cualquier caso, es menor que el causado por las otras operaciones comentadas, que son homogeneizadas.

la *distribución de los activos*, entre fijo y circulante, es relativamente estable, no existiendo diferencias significativas entre ambos países. En Francia la proporción se sitúa en un 40/60 y, en España, en 45/55 en media ponderada. No obstante, la proporción cambia sustancialmente al analizar la mediana de esta variable (pasa a 20/80 y 30/70, respectivamente), lo que pone en evidencia la distinta composición de los activos para las empresas de pequeña dimensión, que son las que tienen un comportamiento más diferenciado en el análisis comparado entre los dos países, a lo que se hace referencia más adelante.

Adicionalmente, el estudio de los *activos fijos* indica que las empresas industriales francesas y españolas mantuvieron una proporción estable en toda la serie analizada. Sin embargo, la estabilidad en el peso de los activos fijos respecto del total del activo contrasta con las diferencias detectadas en sus componentes entre ambos países. Los *activos fijos materiales* presentaron un peso mucho más elevado en las empresas españolas que en las francesas (13 puntos de diferencia por término medio) (gráfico 4) en los tres tamaños y sectores. Se trata de una diferencia significativa, en la medida en que se da de forma generalizada, independientemente del agregado o indicador estadístico analizado, por lo que se dedicaron esfuerzos adicionales para tratar de esclarecer las razones que explican la diferencia. Finalmente se llegó a la conclusión de que el fenómeno deriva de varias causas entrelazadas, de las que destacan:

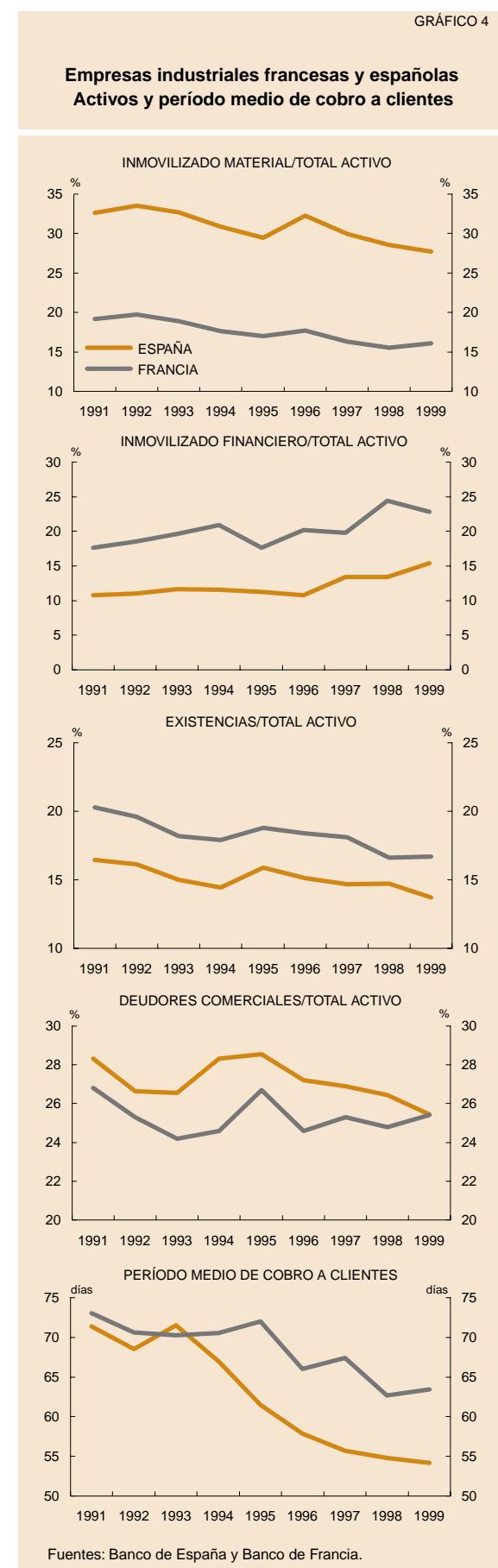
- Como razón principal, los *activos fijos financieros* presentan permanentemente en el período objeto de análisis un mayor peso en las empresas francesas (8 puntos porcentuales por encima de las españolas) (gráfico 4). La causa que subyace a este comportamiento estaría relacionada con la mayor madurez de las industrias francesas en el proceso de internacionalización de sus negocios, apertura a los mercados exteriores y reacción a los retos de la globalización. Los procesos de fusión, concentración de empresas, creación y organización de empresas en grupos de sociedades llevan a que los activos financieros de las empresas industriales reflejen el mayor grado de interdependencia financiera de las sociedades francesas respecto de las españolas, que solo han comenzado a seguir este patrón al final de la década de los noventa. El mayor peso de las inversiones financieras en acciones y participaciones de empresas del grupo estarían mostrando el fenómeno aludido, que quedaría oculto si se trabajara con cuentas consolidadas, en vez de información

individual de empresas (9). Paralelamente, el esfuerzo financiero realizado en la adquisición de filiales en el extranjero reduciría la capacidad de inversión en activos reales o, lo que es lo mismo, en formación bruta de capital. Esta pauta parece haberse dado también en las empresas españolas con un desfase de cinco años, aproximadamente, desde el final de la década de los noventa, según muestran los datos más recientes (2000 y 2001), no presentados en este estudio.

- Una segunda causa estaría en el mayor peso de los *activos adquiridos en régimen de leasing* en las empresas francesas, que no se han recogido en los activos ni pasivos correlativos en este estudio, a fin de homogeneizar las dos fuentes de información (10). El trabajo ofrece detalles adicionales sobre el volumen de activos adquiridos en *leasing* y permite conocer el alcance limitado de este fenómeno, dado el reducido peso de esta forma de adquisición de activos en el total de la muestra (se estima que la diferencia entre ambos países, por este motivo, estaría próxima a 1 punto porcentual)
- Diferencias temporales en la expansión de la capacidad productiva. El intenso proceso de *catching-up* reflejado en el epígrafe 2 de este artículo, trae como contrapartida a la fuerte inversión realizada en España en los años noventa, que la antigüedad media de los activos materiales franceses sea mayor y, por ello, el valor neto de los activos materiales sea más reducido que el de las industrias españolas, que disponen de un equipo capital instalado más moderno.
- Otra causa estaría en las normativas de revalorización de activos fijos, que han sido promulgadas más recientemente en España. Si en España ha habido dos leyes de actualización de balances aplicables al total del territorio (1983 y 1996), en Francia, la última Ley

(9) La CdB francesa, dispone de información consolidada de grupos de sociedades, además de la información individual de empresas, que es la que se ha utilizado en este estudio. La información consolidada es válida para el estudio del riesgo, del grupo y de las empresas individuales que lo integran, ese es el fin con el que la CdB mantiene los datos consolidados. Sin embargo, para el análisis de series históricas y establecer detalles por sectores de actividad, así como analizar comportamientos como el descrito, de creación de relaciones de grupo, es pertinente utilizar información sin consolidar.

(10) La normativa contable francesa establece que los activos adquiridos en *leasing* deben seguir formando parte de los balances de las instituciones que financian la operación, al seguir siendo los propietarios legales. La normativa contable española, por su parte, incorpora al balance de la sociedad que lo utiliza, el bien adquirido mediante contrato de *leasing*, con contrapartida en un préstamo recibido.



que permitió a las empresas francesas revalorizar sus activos fijos data de 1978, lo que explicaría hasta 3 puntos porcentuales de la diferencia aludida, de acuerdo con los cálculos realizados con este fin.

En sintonía con la evolución de los activos fijos, también el *activo circulante* en su conjunto, en la serie histórica analizada, ha tenido un comportamiento estable en los dos países y, a diferencia del activo fijo, sin grandes cambios en la evolución de sus componentes. El mayor peso se lo reparten las *existencias* y los *deudores comerciales* (gráfico 4); las primeras con una tendencia en ambos países a la baja, principalmente por la evolución de los *stocks* de existencias en las empresas de gran dimensión, francesas y españolas. Este comportamiento diferenciado por tamaños, que no por países, se explica por los modelos de gestión de existencias, tipo *just in time*. En estos modelos, las grandes empresas, debido al poder negociador, obligan a las PYME a que les abastecan en cualquier momento de las existencias que necesiten incorporar a sus procesos de producción, descargando con ello en estas últimas el coste de mantenimiento y gestión de almacén. Las pequeñas y medianas empresas no pueden aplicarlo, ya sea por falta de capacidad organizativa, ya porque su estrategia comercial esté precisamente en lo contrario, en convertirse en suministradores especializados de ciertos productos, de los que siempre mantienen existencias. Con ello las PYME se convierten en financiadoras de las grandes empresas.

En cuanto a la cifra de *deudores comerciales* sobre total activo también hay diferencias acusadas entre los tres tamaños analizados. No obstante, el hecho más destacable en relación con el crédito comercial es la reducción continua, a lo largo de la década, en el período medio de cobro de clientes, lo que estaría reflejando el desarrollo de políticas comerciales proactivas en este sentido (la reducción del plazo en el que por término medio las empresas cobran a sus clientes representa una mejora significativa de competitividad). El fenómeno, común para ambos países (gráfico 4), esconde, sin embargo, un comportamiento asimétrico por tamaños de empresa. Así, la intensidad de la caída detectada en España (71 días en 1990, 54 en 1999), muy superior a la registrada en Francia, se debe principalmente al comportamiento observado por las grandes empresas de la muestra, que son las que pueden desarrollar la política comercial aludida. En los últimos años analizados, las PYME francesas y españolas tardaron alrededor de 75 y 80 días, respectivamente, en cobrar a sus clientes, frente a los 60 y 50 días, respectivamente, que las em-

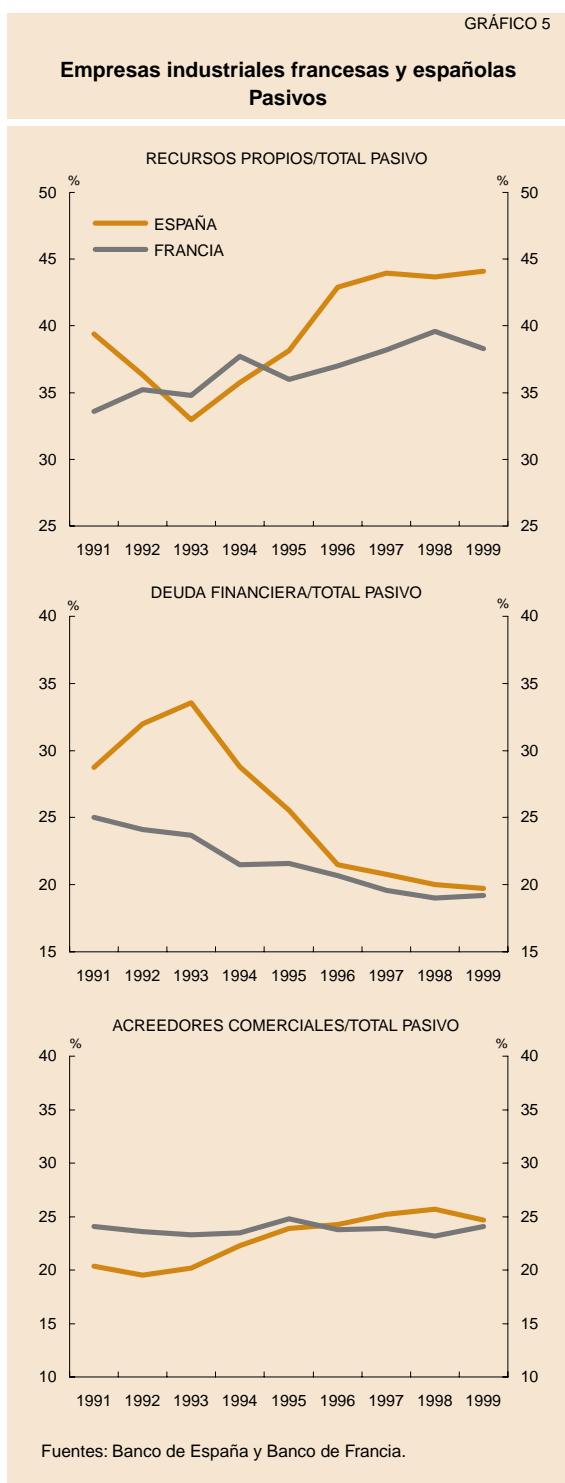
presas de más de 250 empleados financiaron a sus clientes. El análisis comparado entre países parece mostrar una situación más holgada de las empresas españolas respecto de las francesas (en la medida en que sus períodos medios globales son más reducidos). El estudio por tamaños de empresa ofrece, sin embargo, la conclusión contraria, ya que el fuerte descenso producido en España en esta *ratio* deriva de la situación contemplada en las grandes empresas. Los períodos medios de cobro no han convergido en todos los tamaños de empresa; para el caso de las PYME españolas, permanecen significativamente más elevados que en las PYME francesas, con el sobrecoste que representa y merma de competitividad para las PYME españolas.

Por último, destaca el distinto peso que tiene la partida de tesorería en el total de activos según sea el tamaño de la empresa. En las pequeñas empresas francesas la proporción es dos veces mayor que en las grandes, y en las españolas, hasta tres veces mayor. Las dificultades de las pequeñas empresas de disponibilidad inmediata de fondos acudiendo a líneas de financiación automáticas, les ocasiona la necesidad de disponer de unos niveles de tesorería mucho más elevados que las grandes empresas, que tienen una mayor facilidad de obtención de recursos de forma inmediata por estas vías.

Del lado de los *pasivos*, las empresas industriales francesas y españolas mantuvieron unos niveles de fondos propios elevados (gráfico 5) a lo largo de la década de los noventa. Hay dos características diferenciadoras entre ambos países. La primera es que en Francia la evolución de los *fondos propios* no ha estado conectada al ciclo económico, lo que sí se observa en el caso de las grandes empresas industriales españolas. La segunda diferencia está relacionada con el tamaño de la empresa. En Francia todas las empresas, independientemente de su tamaño, registraron un nivel de fondos propios similar, mientras que en España hubo comportamientos diferenciados; las pequeñas empresas presentaron fondos propios más contenidos que los observados en el total y menos influidos por el ciclo económico. Las empresas medianas, situadas en unos niveles de dotación de recursos propios más elevados que las pequeñas, tampoco reflejan estar vinculadas a la evolución del ciclo económico. En resumen, solo fueron las grandes empresas industriales españolas las que enlazaron la evolución de sus recursos propios con el ciclo económico y, con ello, presentaron mayores oscilaciones en su nivel a lo largo de la serie histórica, probablemente como consecuencia de su capacidad para generar recursos internos y beneficios.

La información que se desprende de los balances muestra la pérdida de peso de la *deuda financiera* (definida como la que no tiene carácter comercial) (gráfico 5) y, dentro de esta, de la financiación intermediada por las entidades de crédito en ambas economías. En el caso de España, este fenómeno se produjo con notable intensidad en la primera mitad de la serie analizada, lo que llevó a que al final de esta la estructura estudiada fuera prácticamente idéntica en ambos países. De nuevo, y en consonancia con la evolución de fondos propios, hay unas pautas de comportamiento diferente entre ambos países según el tamaño de sus empresas. En Francia todas las empresas, independientemente de su tamaño, redujeron su deuda financiera en el período analizado, frente al caso español, en el que solo las empresas de más de 250 empleados presentaron caídas en esta fuente de financiación. Por el contrario, la pequeña empresa española ha tenido que acudir a esta vía para afrontar sus necesidades de fondos con los que acometer las decisiones de inversión, manteniendo unos valores establecidos, en términos porcentuales, a lo largo de toda la década. Por último, destaca el mayor protagonismo de la financiación de empresas del grupo y asociadas en las empresas francesas respecto de las españolas, en consonancia con lo que ya se ha comentado en los activos financieros. En resumen, la aparente desintermediación financiera que podría derivarse del análisis de esta estructura (en la medida en que en el agregado total cayó significativamente la deuda financiera, en ambos países) no se ha producido de forma clara, tanto por el efecto que la generación de recursos internos tiene sobre la *ratio*, como por el diferente comportamiento entre los distintos tamaños de empresa. Concretamente, la sustitución de la deuda bancaria por la financiación mediante obligaciones y otros valores de renta fija solo ha sido observada en los balances de las grandes empresas francesas.

En cuanto a la *deuda comercial*, destaca el importante papel que este tipo de financiación tiene en las empresas francesas y españolas; a lo largo de toda la serie, vino a representar el 25% del total pasivo en ambos países (gráfico 5). Para comprender mejor el papel de la financiación comercial interempresa es conveniente estudiar la *ratio* del período medio de pago a proveedores (que informa del número medio de días en los que la empresa paga a sus proveedores). A diferencia del período de cobro a clientes, en el pago a proveedores no se observan grandes diferencias en función del tamaño de las empresas. No obstante, sí que se distinguen distintos comportamientos por tamaños en el diferencial entre plazos de cobros y pagos, a favor de las grandes empresas; en



el caso de las francesas, en 1999 generaron un excedente de financiación de 13 días, y las españolas, de 28 días. Por el contrario, en las pequeñas y medianas empresas esta diferencia está próxima a los -3 días. Como se ha dicho anteriormente, las prácticas comerciales utilizadas llevan a que las PYME se conviertan en finanziadoras netas en su actividad comercial, mediante el uso de los excedentes de tesorería que mantienen acudiendo a la práctica del des-

cuento de efectos comerciales para poder afrontar el pago a sus proveedores y financiar a sus clientes.

4.2. Análisis de los resultados de las empresas industriales

La información disponible confirma la conexión de la *actividad productiva* de las empresas industriales españolas y francesas con el ciclo económico de los respectivos países, y, al mismo tiempo, entre ellas, tal como muestran las tasas de variación de la cifra de ventas y del valor añadido bruto al coste de los factores (gráfico 6). No obstante, tanto el conjunto de la economía española como la actividad industrial han presentado históricamente datos más volátiles que la economía y empresas francesas; los datos de la década pasada parecen indicar que las etapas de recesión también se han suavizado en el caso español, y que, paralelamente, en años de bonanza el crecimiento ha sido más intenso. Por tanto, el proceso de convergencia de la economía y empresas españolas ha sido gradual, al producirse un *catching up* progresivo, apoyado por la intensidad de los períodos alcistas. En el análisis por tamaños de la industria francesa se observa una conexión de la actividad empresarial al ciclo económico del país, independientemente de cuál sea el tamaño de empresa, aunque el efecto es sensiblemente menor en las empresas de reducida dimensión. Por el contrario, en España se observa que los cambios de ciclo afectan especialmente a las grandes empresas, y en concreto a las de más de 500 empleados. Por sectores, en ambos países se observa una conexión cíclica importante en la industria de bienes de equipo, y en menor medida en la industria de productos intermedios. Por el contrario, las empresas fabricantes de bienes de consumo muestran un comportamiento mucho más estable y desconectado del ciclo general de la economía.

En relación con el *empleo*, las empresas francesas y españolas se han comportado en consonancia con la evolución de la actividad, aunque con distinto nivel de intensidad (gráfico 6). En los años de recesión (1992 a 1994), se produjeron caídas netas de empleo en ambos países, aunque fueron más intensas en España. A partir de 1995, en Francia se han alternado períodos de leve crecimiento, con algún año de moderada caída. Frente a este comportamiento, las empresas españolas desde 1995 entraron en una senda de creación neta de empleo, los primeros años con aumentos leves, posteriormente con mayor intensidad. En España se partía de una situación muy deteriorada,

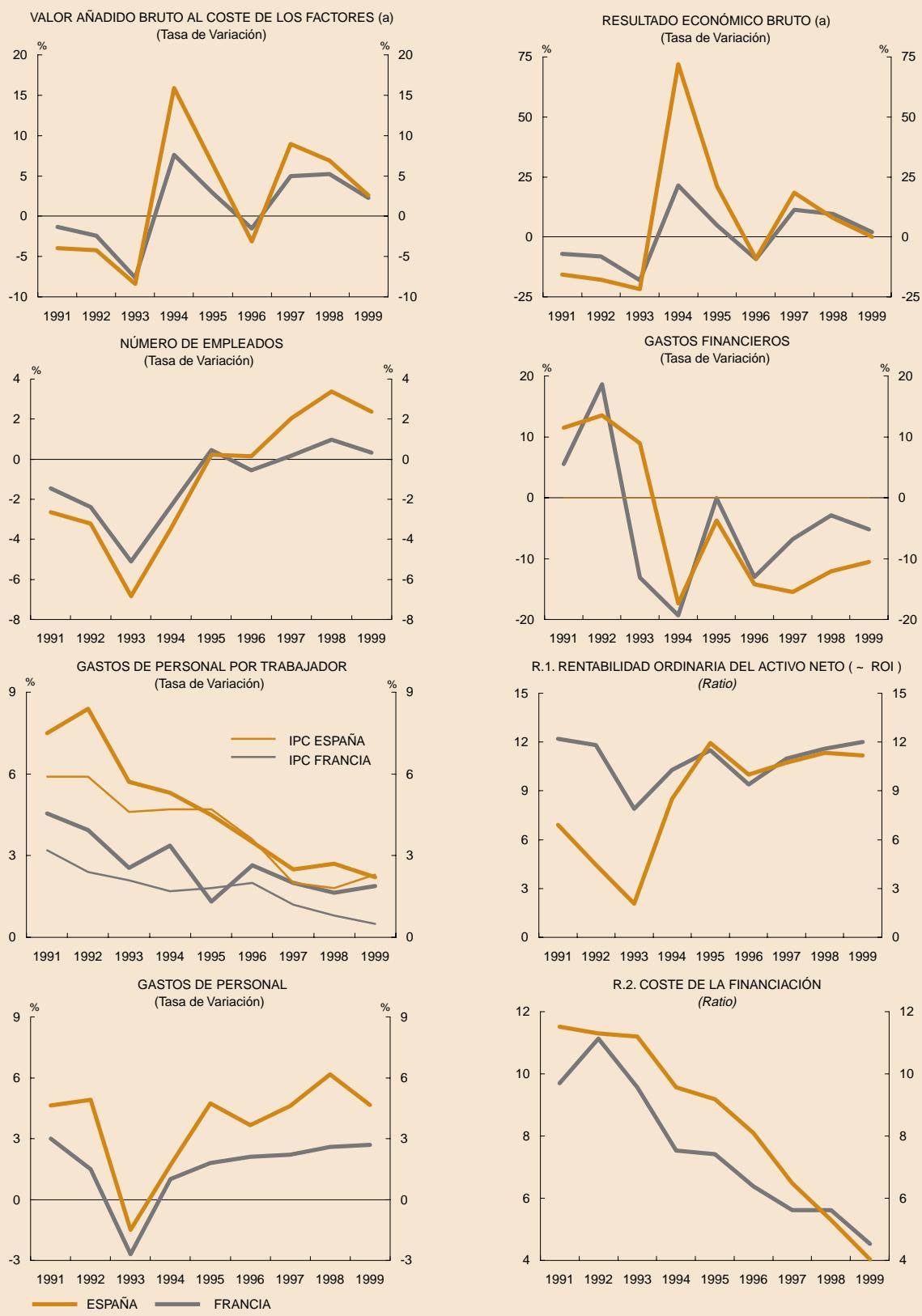
con elevadas tasas de desempleo (24% en 1994). Por ese motivo, las autoridades del país llevaron a cabo planes especiales para fomento del empleo y flexibilización del mercado de trabajo, y en los años 1997 a 2000 se crearon en España, en media anual, 500.000 puestos de trabajo netos, lo que permitió reducir en 10 puntos el desempleo al final de la década. Por tamaños, en Francia y España ha coincidido que las grandes empresas han sido las que más ajustes de plantilla tuvieron que realizar en los años previos a la recuperación, frente a las pequeñas empresas, que actuaron a partir de 1994 de «colchón», absorbiendo parte del empleo que destruyeron las empresas de mayor dimensión. Por sectores, las industrias de bienes intermedios y de bienes de equipo han sido las que más empleo redujeron en los años de crisis, mientras que en la industria de bienes de consumo permaneció relativamente estable, en consonancia con la evolución registrada en estas industrias en su actividad. En Francia, el fenómeno de la «filialización» o creación de grupos de empresa, también ha influido en la evolución del empleo, trasladando parte de las plantillas de las grandes empresas matrices a las nuevas filiales, de reducida dimensión, que se creaban.

Como puede comprobarse en el gráfico 6, las *remuneraciones medias* en términos nominales (costes de personal por trabajador) en las empresas industriales francesas crecieron por encima del IPC en todos los años, excepto en 1995. En España, las remuneraciones medias en términos nominales mostraron crecimientos superiores al IPC de 1,6, 2,5 y 1,1 puntos porcentuales en los años 1991, 1992 y 1993, respectivamente. A partir de ese momento se inició una tendencia progresiva a la baja, que propició que, en algunos años (1995, 1996 y 1999) fueran inferiores a la inflación.

La bajada de tipos de interés, hasta alcanzar en la práctica el mismo nivel en ambos países, se trasladó a las empresas, lo que queda patente en la *ratio R.2*, de coste de la financiación, contribuyendo a que las empresas hayan reducido el peso de los *gastos financieros* en su cuenta de resultados y que hayan mantenido tasas de variación negativas en buena parte de la serie histórica (gráfico 6), propiciando con ello la obtención de excedentes adicionales y la mejora de recursos generados. Este favorable hecho ha sido más intenso en las empresas españolas, lo que se refleja en la evolución de sus rentabilidades (gráfico 6), que al final de la década quedaron solapadas en la práctica con las obtenidas por sus homólogas francesas. Así, las empresas francesas se han mantenido estables (salvo 1993) en unos altos niveles de *rentabilidad* en

GRÁFICO 6

Empresas industriales francesas y españolas. Tasas y ratios



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

(a) Tasa de variación deflactada por el deflactor del VAB de industria.

toda la serie histórica analizada; las empresas españolas, por su parte, han presentado dos períodos claramente diferenciados: hasta 1993 las rentabilidades eran extremadamente bajas; a partir de 1994, coincidiendo con la bajada de tipos de interés y la recuperación de la actividad, la rentabilidad ordinaria del activo neto y de los recursos propios pasó a ser muy parecida a la registrada por las empresas francesas. Por tamaños, han sido las pequeñas francesas y las medianas españolas las que mejores cifras de rentabilidad han presentado en la serie analizada. Por sectores, la industria de bienes de consumo de ambos países ha sido la que ha presentado una evolución más estable y con rentabilidades más elevadas.

Para analizar la evolución de la *inversión* en la publicación de referencia se ha calculado la tasa de variación de la inversión en inmovilizado material en las empresas industriales de ambos países. Su cálculo es compatible con el que hace la contabilidad nacional, de forma que esta variable es un buen indicador de la formación bruta de capital fijo. La evolución de esta variable a partir de datos de empresa, especialmente en el caso español, muestra unos perfiles mucho más pronunciados que los que refleja la contabilidad nacional para el total de la economía, lo que es coherente con el comportamiento, marcadamente cíclico, en la evolución de la inversión empresarial. Las empresas industriales francesas muestran tres períodos diferenciados en la década pasada. Un primer período entre 1991 y 1994 con caídas en la tasa de variación de la inversión, especialmente importante en el año 1993, en el que se registró una desinversión neta del -21,3%. La debilidad de la demanda en esos años y la sobreutilización de las capacidades de producción mediante la ampliación de los turnos de trabajo, exprimiendo con ello el potencial productivo (11), contribuyeron a explicar la caída referida. Un segundo período entre 1995 y 1996, en el que se observó tasas de inversión positivas, especialmente en 1995, en el que la inversión creció el 9,2%. En este caso, fue el crecimiento de las ventas el que incitó a los empresarios a dinamizar la inversión; no obstante, el clima de incertidumbre que prevaleció en 1996 en la producción industrial hizo que una parte de las industrias mantuvieran una actitud prudente, frenando la renovación de su inmovilizado material. Por último, se distingue una tercera etapa, entre los años 1997 a 1999, en la que las tasas de variación de la inversión volvieron a ser negativas en las industrias francesas, debido a que

las grandes empresas industriales decididamente cambiaron su estrategia, adquiriendo participaciones accionariales en otras empresas, tanto nacionales como fuera del territorio francés. La tasa de variación de las inversiones financieras registró cifras «récord» en ese período, con un crecimiento del 45,2% y 57,7% en los años 1998 y 1999, respectivamente, lo que evidencia el comportamiento descrito.

En el caso de las empresas industriales españolas, la tasa de variación de la inversión puede ser calculada con los datos de la Central de Balances, para muestras comunes consecutivas, a partir de 1993. En 1994, las empresas industriales alcanzaron la peor cifra de la serie histórica analizada, con una caída del -23,5%. El período de recesión inmediatamente anterior obligó a las empresas a mostrar un perfil conservador en sus decisiones de inversión. En los años 1995 y 1996, la reactivación económica hizo que cambiara totalmente la tendencia anterior, alcanzando tasas de crecimiento de la inversión del 38,2% y 34,2%, respectivamente. El contexto económico de recuperación de la actividad productiva y, en especial, de forma singular para el caso español, la continuada reducción de los tipos de interés, que, como se ha dicho, liberó importantes recursos generados por las empresas, animaron a estas a renovar sus equipos productivos. En el año 1997 se registró una inflexión momentánea, en conexión con la desaceleración de la actividad de 1996, para dar paso a los años 1998 y 1999, en los que se recuperó la senda alcista, con tasas de crecimiento del 10% y 19%, respectivamente. Sin duda, las decisiones de inversión en esta época vienen avaladas por las cifras de apalancamiento que se alcanzaron en los años 1998 y 1999, del 6% y 7,2%, respectivamente; las más altas de la serie histórica analizada, al confluir aumentos de rentabilidad con caídas en el coste de la financiación. Aunque no es objeto de análisis en el trabajo presentado en este artículo el estudio de los años 2000 y 2001, no obstante, interesa destacar que la información disponible en la Central de Balances anual y trimestral parecería indicar que el comentado proceso de *catching-up* de España respecto de Francia, también seguido por las industrias españolas, define el comportamiento de la inversión de estas en los últimos dos años y su traslación a la inversión en activos financieros (acciones y participaciones). Los cuantiosos recursos dedicados a la internacionalización de las empresas españolas, entre otros factores, estarían detrás del fenómeno de la baja actividad inversora en el interior durante el pasado más reciente, que ha sido objeto de análisis específico en el *Boletín económico* del mes de mayo.

(11) Artículo del Boletín mensual de la Banque de France, nº 94 (octubre 2001) titulado: «La durée d'utilisation des équipements: principaux résultats 1989-2000».

5. RESTRICCIONES FINANCIERAS E INVERSIÓN EN FRANCIA Y ESPAÑA: UN ESTUDIO A PARTIR DE DATOS INDIVIDUALES DE EMPRESA

El proyecto conjunto desarrollado con el Banco de Francia, en su cuarto capítulo, analiza la existencia de pautas de comportamiento comunes en las decisiones de inversión de sus empresas industriales ante la existencia de restricciones de liquidez o financiación, a partir de datos individuales de empresas y no de forma agregada, método que es empleado en el resto de la publicación. Como se ha dicho, el interés particular de un estudio de esta naturaleza y los resultados obtenidos han aconsejado su difusión, además de por medio de la publicación completa prevista en el inicio del proyecto, a la que se ha hecho repetidas veces referencia en este artículo, como de forma independiente y separada en un Documento de Trabajo del Servicio de Estudios (Documento nº 0214, «Financial constraints and investment in France and Spain: a comparison using firm level data»).

Con el fin de comprobar la existencia de pautas de comportamiento compartidas por las empresas industriales francesas y españolas en los casos relacionados, la publicación presenta un contraste de exceso de sensibilidad de la inversión productiva a la generación interna de recursos de las empresas. La información de base para la realización del contraste se obtiene de un subconjunto de empresas industriales francesas y españolas que son la fuente de información del resto de la publicación, y que han sido sometidas, al igual que el resto de empresas, al proceso de homogeneización contable al que se ha hecho referencia en el epígrafe 3 de este artículo. El contraste,

que sigue el enfoque metodológico de Bond y Meghir (1994), se basa en la estimación de un modelo estándar de inversión de ecuación de Euler. Este modelo supone que la empresa se enfrenta a una jerarquía de costes para las distintas fuentes de financiación y su resolución genera diferentes caracterizaciones del comportamiento inversor en función de las políticas de financiación seguidas por las empresas. La idea básica del contraste es que el comportamiento inversor de las empresas que no se enfrentan a limitaciones en su acceso a fuentes de financiación externa no debe estar condicionado por su capacidad de generación interna de recursos. Por el contrario, variables que aproximen esta capacidad de autofinanciación deben desempeñar un papel importante en ecuaciones de inversión estimadas para conjuntos de empresas que se enfrentan a dificultades en la captación de fondos externos. En general, los resultados sugieren que hay diferencias significativas en el comportamiento inversor que están ligadas a la situación financiera de las empresas. Así, la evidencia obtenida indica que el estudio de la política de pago de dividendos define una señal útil para el estudio de la inversión empresarial. Concretamente, la ausencia de pago de dividendos constituye un indicador de la presencia potencial de restricciones financieras que afectan a la formación bruta de capital. Al mismo tiempo, el resultado del ejercicio muestra que no existen diferencias significativas entre ambos países en la sensibilidad de la inversión a la evolución de la capacidad de generación de recursos internos en las empresas y en el papel de la política de dividendos como indicador de la posible existencia de restricciones de liquidez.

25.10.2002.

Las entidades de tasación: actividad en 2001

La consolidación de este sector profesional especializado en la valoración de bienes inmuebles se ha producido en un marco, muy propicio, de fuerte y sostenido desarrollo de las actividades de financiación inmobiliaria, muy en especial la hipotecaria. También ha influido, pero en mucha menor medida, la creación de nuevas instituciones —Fondos de Titulización Hipotecaria y Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria—. La actividad tasadora se ha regulado jurídicamente de forma estricta, asignándose la homologación y supervisión de las sociedades de tasación al Banco de España (BE) (1).

El objeto de este artículo es difundir la información disponible sobre la actividad del sector de tasación en 2001, incluida en el apéndice adjunto, y reseñar los acontecimientos de mayor relieve. Conviene resaltar que los datos que se presentan aproximan la actividad agregada de las entidades de tasación (ET), básicamente sociedades de tasación (ST), a las que se añaden tres servicios de tasación de otras tantas entidades de crédito (EC) que son irrelevantes para la actividad del conjunto (2). La información relativa a balance y cuenta de resultados se refiere exclusivamente a las ST (cuadro 9), mientras que la restante, referida a la actividad, incluye también la de los servicios de tasación de las EC.

1. ESTRUCTURA Y CONCENTRACIÓN DEL SECTOR

Durante el ejercicio 2001 el número de ET ha continuado reduciéndose, habiendo desaparecido otras 9 entidades, la mayoría a petición propia (cuadro 1).

La plantilla se ha mantenido bastante estable en los tres últimos años, en torno a los mil empleados. Las ET utilizan un total de 7.503 tasadores, incluidos los que figuran en la plantilla como empleados. En 2001 las ST han mantenido estable el número de sus oficinas o sucursales.

(1) La legislación básica de las sociedades de tasación está constituida por: la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario; la Ley 3/1994, de adaptación a la segunda directiva de coordinación bancaria que introdujo otras modificaciones del sistema financiero; y el RD 775/1997, de 30 de mayo (BOE de 3 de junio), que estableció el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación. El Banco de España reguló la información a rendir por las tasadoras mediante CBE 3/1998, de 27 de enero (BOE de 13 de febrero), modificada por CBE 4/1999, de 24 de marzo (BOE de 7 de abril).

(2) Los servicios de tasación, que forman parte de las propias EC, solo pueden valorar bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen. Los requerimientos para su homologación son similares a los exigidos a las ST.

La concentración del sector es alta. Si ordenamos las ET por el importe tasado, las cinco mayores realizan la mitad de las valoraciones (50% del número y 54% del importe), presentando un ligero declive respecto al ejercicio 2000. Esta cuota perdida ha pasado a las ET denominadas «grandes», que representan aproximadamente la tercera parte del negocio. Debe tenerse en cuenta que 51 ET no alcanzan individualmente el 1% de participación en el negocio (cuadro 2).

El grado de dependencia con relación al principal cliente, normalmente una EC, indica que la concentración del negocio tasador se ha reducido en 2001. El volumen de negocio de las ET altamente dependientes, para las que un solo cliente supone más de la mitad de los ingresos de la entidad, se ha estado reduciendo hasta representar el 27% de la actividad del sector (cuadro 3), concentrado en las ST filiales de entidades de crédito.

2. ANÁLISIS Y EVOLUCIÓN DE LAS TASACIONES

Las ET han realizado más de un millón de valoraciones de bienes en 2001, con un aumento del 7,5%, cuyo valor total alcanzó un importe de 276 mil millones de euros (en adelante, mm €), con un crecimiento del 23%. Estas tasaciones son, casi en su totalidad (99%), de bienes inmuebles, y se realizan normalmente para su aportación como garantía hipotecaria de la correspondiente operación financiera, con independencia de que esta llegue a realizarse finalmente o no (cuadro 4) (3).

La mayor parte de las tasaciones realizadas por las ET se refiere a viviendas (78%), con un volumen por encima de 100 mm €. El segundo segmento en importancia se refiere a los edificios de uso residencial (71,7 mm €), que, obviamente, suponen un número de tasaciones muy inferior al de viviendas. En ambos casos, el crecimiento sobre el período anterior de lo valorado ha sido notable (22% en viviendas y 15% en edificios).

La información sobre la distribución de las tasaciones de los bienes inmuebles en núme-

(3) Desde 1998, la información sobre tasaciones de edificios completos no incluye las valoraciones intermedias de edificios en construcción ni las actualizaciones de valoraciones de bienes. Ambas informaciones se presentan por separado como «pro memoria». Se entiende por actualización la revisión de una tasación efectuada con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando se hayan producido modificaciones significativas en el bien valorado, en cuyo caso se considera como una tasación nueva.

ros e importes, según sea el peticionario, la finalidad para la que se solicita la valoración y la Comunidad Autónoma en la que se ubica el inmueble tasado se contiene en los cuadros 5, 6 y 7.

3. EVOLUCIÓN DE LOS VALORES MEDIOS DE TASACIÓN

En el cuadro 8 se muestran, para los tipos de bienes inmuebles más significativos, los resultados de calcular las superficies medias en metros cuadrados, el importe medio de las tasaciones en miles de euros y el valor medio del metro cuadrado en euros. Parece indicado insistir en que los datos de valores medios no son índices de la evolución del tamaño y del precio de los bienes negociados en el mercado inmobiliario, ya que no han sido tratados con dicha finalidad estadística.

En el gráfico 1 se presenta la *ratio* entre la financiación media facilitada por las entidades de crédito para la adquisición de viviendas por su usuario y el valor medio de las tasaciones de viviendas individuales realizadas por las tasadoras en el ejercicio (aproximación a la *ratio* de porcentaje financiado). Los préstamos hipotecarios de las EC no suelen representar más del 80% del valor de tasación de la vivienda, puesto que en caso contrario estas operaciones pasan a considerarse como no hipotecarias a efectos de provisiones y de la normativa de solvencia de dichas entidades. Por contra, en bastantes ocasiones dicho porcentaje resulta muy inferior, debido a que el adquirente financia una parte importante de su nueva vivienda con el producto de la venta de la anterior. Dado que esta información está disponible desde 1998 en el Banco de España, también se presenta una *ratio* similar basada en datos procedentes del INE sobre préstamos hipotecarios registrados (4), pues, a pesar de las diferencias en las definiciones, en la asignación temporal de los datos y en los criterios estadísticos, parece aproximar correctamente la evolución de la *ratio* para un período más largo.

La *ratio* indica una tendencia decreciente del porcentaje financiado por las EC del valor medio de tasación, a pesar del dato de 2000. De todas formas, hay que insistir en que toda esta información debe analizarse con sumo cuidado, dada la diversidad de las fuentes y de sus finalidades y, por tanto, de las definiciones conceptuales subyacentes.

(4) Datos del Boletín Mensual de Estadística nº 126, junio 2002, del Instituto Nacional de Estadística (INE), sobre hipotecas y vivienda.



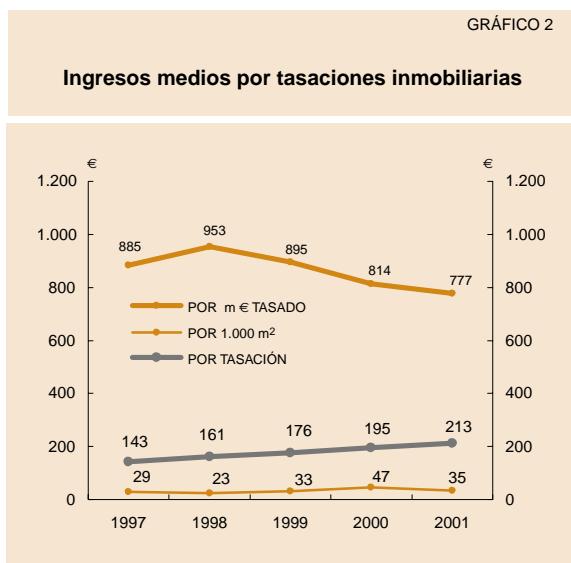
En cuanto a la valoración media del m² tasado, destaca la caída de los edificios de uso terciario, frente al crecimiento tanto de los de uso residencial o industrial como de los elementos de edificios, aunque solo las viviendas presentan un crecimiento mayor en 2001 que en el año anterior.

4. BALANCE Y RESULTADOS

El balance total de las ST alcanza 100 m € a finales de 2001, con un aumento anual del 14,9%. El porcentaje que los resultados del ejercicio representan sobre los fondos propios (ROE) es del 36%, casi 13 pp superior al del ejercicio precedente (cuadro 9).

Casi la totalidad de los ingresos, 212 m €, proceden de su actividad ordinaria, los servicios de tasación de inmuebles. Es de notar que el fuerte crecimiento de las inversiones financieras, tanto a corto como a largo plazo, ha duplicado los ingresos financieros, aunque sigue siendo una partida marginal. Los ingresos por tasación de inmuebles tienen su origen mayoritario en la tasación para la constitución de garantías hipotecarias (en más del 90%).

Los ingresos medios por operación de tasación realizada avanzan a lo largo de los años a una tasa media próxima al 10%, hasta situarse en los 213 euros por tasación inmobiliaria en 2001 (gráfico 2). Más irregular es el comporta-



miento de estos ingresos en relación con el tamaño medio de los bienes inmuebles valorados, debido, sobre todo, a la gran irregularidad a lo largo del tiempo del componente de fincas rústicas tasadas, con una valoración por m² netamente inferior a la de los otros componentes. Finalmente, la *ratio* de ingresos sobre el valor de los bienes inmuebles tasados se reduce por cuarto año consecutivo, situándose en 777 euros en promedio por cada millón de euros tasado.

Los gastos, 201 m €, crecen menos que los ingresos, lo que supone una mejora de los resultados ordinarios del 38%. Se recupera el crecimiento de la principal partida, la contratación de servicios a tasadores profesionales independientes, que alcanza el 14%. Estas cifras son coherentes con la forma de operar de las ST, basada en un reducido equipo permanente de tasadores con funciones de dirección y control, y en la utilización de servicios de tasadores autónomos externos.

Los resultados ordinarios se sitúan así en 21 m €, lo que unido a unas menores pérdidas en este ejercicio por resultados extraordinarios negativos sitúa a los resultados antes de impuestos en 19,9 m €, un 43,5% superiores a los de 2000. De las 63 ST que han terminado 2001 con resultados positivos, 11 habían presentado pérdidas en el ejercicio anterior.

15.9.2002.

APÉNDICE

Cuadros:

1. Número de entidades de tasación e información sobre número de empleados, profesionales y oficinas
2. Ratios de concentración de la actividad de las entidades de tasación
3. Dependencia de las ET respecto a sus clientes
4. Distribución de las tasaciones según el objeto
5. Distribución de las tasaciones según el peticionario
6. Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles según su finalidad
7. Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas
8. Superficies y valores medios de bienes inmuebles tasados
9. Balance y resultados de las sociedades de tasación

CUADRO 1

**Número de entidades de tasación e información sobre
número de empleados, profesionales y oficinas**

	1999		2000		2001	
	Número	Variación anual	Número	Variación anual	Número	Variación anual
Entidades de tasación (ET)	92	-9	83	-9	74	-9
Sociedades de tasación	88	-8	80	-8	71	-9
<i>Filiales de EC (a)</i>	7	0	6	-1	6	0
Otras	78	-10	69	-9	62	-7
<i>Inactivas</i>	3	2	5	2	3	-2
Servicios de tasación de EC	4	-1	3	-1	3	0
	Número	Variación anual porcentual	Número	Variación anual porcentual	Número	Variación anual porcentual
Empleados en plantilla	1.083	2,2	1.028	-5,1	1.092	6,2
Tasadores	7.013	-1,4	7.275	3,7	7.503	3,1
<i>Vinculados</i>	666	24,7	588	-11,7	560	-4,8
<i>No vinculados</i>	6.347	-3,5	6.686	5,3	6.943	3,8
Sucursales o delegaciones	332	9,6	260	-21,7	265	1,9

Fuente: Banco de España.

(a) Sociedades en las que una o más EC son accionistas mayoritarios.

						CUADRO 2
Ratios de concentración de la actividad de las entidades de tasación						%
	Sobre importe de tasaciones			Sobre número de tasaciones		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
R.1-R.5: muy grandes	53,5	54,6	54,0	50,7	51,1	49,7
R.6-R.20: grandes	31,1	31,8	33,7	33,7	35,9	36,8
R.21-R.40: medianas	11,9	11,0	10,0	10,7	9,6	10,6
Resto: pequeñas	3,5	2,6	2,3	4,9	3,4	2,9
PRO MEMORIA:						
Número de ET activas (a)	90	78	74	90	78	74

Fuente: Banco de España.
(a) Solamente se han considerado aquellas entidades que han realizado alguna operación en el año correspondiente.

												CUADRO 3
Dependencia de las entidades de tasación respecto a sus clientes												Número y %
Agrupaciones según importancia del cliente principal	1999				2000				2001			
	Nº ET	Tasaciones Nº Importe	Ingresos ordinarios (IO)		Nº ET	Tasaciones Nº Importe	Ingresos ordinarios (IO)		Nº ET	Tasaciones Nº Importe	Ingresos ordinarios (IO)	
Total ET (a)	89	100	100	100	78	100	100	100	74	100	100	100
Un cliente supera 50% de IO	31	34,7	33,2	34,1	30	33,1	30,7	32,2	24	28,6	26,8	27,5
<i>Servicios de tasacion de EC</i>	4	0,6	2,4	1,4	3	0,5	1,7	2,0	3	0,8	1,0	1,4
<i>Filiales de EC (b)</i>	9	25,3	21,4	24,3	9	24,9	21,6	23,1	8	20,4	18,6	19,8
<i>Otras</i>	18	8,8	9,4	8,3	18	7,7	7,4	7,1	13	7,4	7,2	6,3
Un cliente entre 15% y 50% de IO (c)	33	26,6	25,2	26,1	27	35,9	31,6	33,5	29	38,4	34,0	34,4
Ningún cliente alcanza 15% de IO (d)	25	38,7	41,5	39,9	21	31,0	37,7	34,2	21	33,0	39,1	37,6

Fuente: Banco de España.
(a) Se han clasificado según la importancia relativa del cliente principal, normalmente una EC, en tres grupos. Hay entidades con otros clientes, distintos del principal, que superan el 15% de los IO, pero esta información no tiene reflejo en el cuadro.
(b) Están participadas mayoritariamente por una EC, excepto una que está participada por tres, en todo los casos la EC es, al tiempo, el cliente principal.
(c) En algunas sociedades el cliente principal no es una entidad del sector crediticio. Son poco numerosas y de escasa relevancia.
(d) Incluye una ST participada por un amplio grupo de cajas de ahorros, sin que ninguna supere el 12% del capital.

CUADRO 4

Distribución de las tasaciones según el objeto

m € y %

	1999			2000			2001		
	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual
TOTAL	979,2	100,0	13,0	935,4	100,0	-4,5	1005,5	100,0	7,5
Bienes inmuebles	966,5	98,7	12,9	924,5	98,8	-4,4	996,7	99,1	7,8
Fincas rústicas	17,7	1,8	1,1	16,4	1,8	-7,3	16,2	1,6	-1,2
Terrenos urbanos	19,2	2,0	12,9	21,3	2,3	11,3	23,4	2,3	9,9
Edificios completos (a)	61,0	6,2	14,6	61,7	6,6	1,2	66,7	6,6	8,1
Del que:									
<i>Residencial</i>	31,1	3,2	21,4	32,1	3,4	3,1	33,8	3,4	5,4
<i>Terciario</i>	2,3	0,2	22,0	2,9	0,3	24,7	3,5	0,4	22,4
<i>Industrial</i>	22,8	2,3	0,8	23,2	2,5	1,6	24,5	2,4	5,6
Elementos de edificios	864,0	88,2	13,3	819,3	87,6	-5,2	883,6	87,9	7,8
Del que:									
<i>Vivienda</i>	757,5	77,4	13,3	719,1	76,9	-5,1	788,5	78,4	9,6
<i>Oficinas</i>	8,9	0,9	6,0	8,0	0,9	-9,6	8,1	0,8	1,3
<i>Locales comerciales</i>	64,8	6,6	9,9	59,6	6,4	-7,9	60,4	6,0	1,3
Explotación económica	3,9	0,4	18,3	4,1	0,4	5,2	4,7	0,5	14,2
Otros inmuebles (b)	0,8	—	-65,2	1,6	0,2	5,0	2,2	0,2	34,2
Otros bienes	12,7	1,3	22,2	10,9	1,2	-13,8	8,8	0,9	-19,8
Muebles	10,5	1,1	70,1	7,0	0,8	-33,0	6,1	0,6	-13,3
Otras tasaciones (c)	2,1	0,2	-48,6	3,9	0,4	80,0	2,6	0,3	-31,6
PRO MEMORIA:									
Otras valoraciones									
Actualizaciones (d)	19,7	2,0	22,3	20,9	2,2	5,7	22,2	2,2	6,4
Valoraciones intermedias (a)	85,6	8,7	27,5	107,3	11,5	25,3	110,2	11,0	2,7
Patrimonios (e)	6,3	0,6	0,9	4,1	0,4	-35,7	2,5	0,2	-39,2
	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual
TOTAL	192.339	100,0	29,7	224.821	100,0	16,9	275.792	100,0	22,7
Bienes inmuebles	189.827	98,7	30,9	221.798	98,7	16,8	272.839	98,9	23,0
Fincas rústicas	3.620	1,9	18,3	3.915	1,7	8,2	4.630	1,7	18,2
Terrenos urbanos	12.809	6,7	46,8	19.340	8,6	51,0	31.028	11,3	60,4
Edificios completos (a)	76.380	39,7	37,7	91.369	40,6	19,6	107.800	39,1	18,0
Del que:									
<i>Residencial</i>	55.164	28,7	39,6	62.104	27,6	12,6	71.673	26,0	15,4
<i>Terciario</i>	8.601	4,5	73,1	9.798	4,4	13,9	13.651	4,9	39,3
<i>Industrial</i>	9.583	5,0	10,4	15.820	7,0	65,1	18.744	6,8	18,5
Elementos de edificios	90.086	46,8	25,0	97.191	43,2	7,9	116.459	42,2	19,8
Del que:									
<i>Vivienda</i>	75.919	39,5	27,2	82.791	36,8	9,1	100.626	36,5	21,5
<i>Oficinas</i>	1.836	1,0	8,3	2.195	1,0	19,5	2.362	0,9	7,6
<i>Locales comerciales</i>	11.059	5,7	12,8	11.194	5,0	1,2	12.215	4,4	9,1
Explotación económica	6.403	3,3	28,9	9.246	4,1	44,4	12.437	4,5	34,5
Otros inmuebles (b)	529	0,3	-31,4	737	0,3	39,5	486	0,2	-34,1
Otros bienes	2.513	1,3	-22,9	3.023	1,3	20,3	2.952	1,1	-2,3
Muebles	2.008	1,0	-11,6	2.729	1,2	35,9	2.454	0,9	-10,0
Otras tasaciones (c)	504	0,3	-48,9	295	0,1	-41,6	498	0,2	69,0
PRO MEMORIA:									
Otras valoraciones									
Actualizaciones (d)	14.843	7,7	85,0	16.426	7,3	10,7	20.895	7,6	27,2
Valoraciones intermedias (a)	33.994	17,7	49,6	58.616	26,1	72,4	120.463	43,7	5,5
Patrimonios (e)	1.548	0,8	-27,0	1.672	0,7	8,0	2.458	0,9	47,0

Fuente: Banco de España.

(a) Los edificios se clasifican, según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uno. Incluye los edificios en construcción por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias deben aparecer, exclusivamente, como pro memoria.

(b) Incluye obras de urbanización, etc.

(c) Activos inmatemariales, empresas, etc.

(d) Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones. Hasta 1997, inclusive, se incluían con las valoraciones intermedias.

(e) Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluyan en los correspondientes apartados.

CUADRO 5

Distribución de las tasaciones segú el peticionario

m € y %

	1999			2000			2001		
	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual
TOTAL	979,5	100,0	13,1	935,4	100,0	-4,5	1.005,5	100,0	7,5
Entidades de crédito	882,7	90,1	12,6	846,5	90,5	-4,1	900,6	89,6	6,4
Bancos (a)	389,1	39,7	15,7	346,3	37,0	-11,0	354,3	35,2	2,3
Cajas de ahorros	437,7	44,7	8,0	438,1	46,8	-	478,3	47,6	9,2
Cooperativas de crédito	36,4	3,7	54,4	39,7	4,2	9,1	45,5	4,5	14,5
Establecimientos financieros de crédito	19,5	2,0	5,2	22,4	2,4	15,0	22,5	2,2	0,8
Otros peticionarios	96,8	9,9	17,1	88,9	9,5	-8,2	104,9	10,4	18,0
Seguros, IIC y FF	8,9	0,9	34,5	5,1	0,5	-42,7	4,3	0,4	-14,7
Organismos públicos (b)	12,6	1,3	-6,5	9,3	1,0	-25,9	12,2	1,2	30,1
Otras personas físicas y jurídicas (c)	75,3	7,7	20,4	74,4	8,0	-1,1	88,4	8,8	18,8
	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual
TOTAL	192.340	100,0	29,7	224.821	100,0	16,9	275.792	100,0	22,7
Entidades de crédito	160.874	83,6	30,2	185.572	82,5	15,4	220.697	80,0	18,9
Bancos (a)	69.597	36,2	38,8	74.215	33,0	6,6	83.786	30,4	12,9
Cajas de ahorros	85.176	44,3	24,2	102.413	45,6	20,2	126.071	45,7	23,1
Cooperativas de crédito	4.255	2,2	38,0	6.309	2,8	48,3	8.049	2,9	27,6
Establecimientos financieros de crédito	1.845	1,0	3,8	2.635	1,2	42,8	2.790	1,0	5,9
Otros peticionarios	31.467	16,4	27,4	39.249	17,5	24,7	55.095	20,0	40,4
Seguros, IIC y FF	3.102	1,6	14,5	2.576	1,1	-17,0	3.456	1,3	34,2
Organismos públicos (b)	2.557	1,3	95,4	1.880	0,8	-26,5	3.143	1,1	67,2
Otras personas físicas y jurídicas (c)	25.807	13,4	24,8	34.794	15,5	34,8	48.496	17,6	39,4

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

(b) Incluye Administración Central, las Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, entidades gestoras de la Seguridad Social y organismos autónomos administrativos, comerciales o industriales.

(c) Incluye empresas públicas.

CUADRO 6

Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles segú su finalidad

m € y %

	1999			2000			2001		
	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual
Total	966,5	100,0	12,9	924,5	100,0	-4,4	996,7	100,0	7,8
Constituir garantías hipotecarias (a)	877,2	90,8	13,0	849,2	91,9	-3,2	920,7	92,4	8,4
<i>De las que:</i>									
<i>Por Ley 2/81 (b)</i>	<i>805,1</i>	<i>83,3</i>	<i>6,7</i>	<i>791,7</i>	<i>85,6</i>	<i>-1,7</i>	<i>868,2</i>	<i>87,1</i>	<i>9,7</i>
Exigidas a EC (c)	15,7	1,6	2,1	8,4	0,9	-46,4	6,2	0,6	-26,6
Seguros, IIC y FF (d)	1,5	0,2	-8,7	1,5	0,2	1,1	1,3	0,1	-11,0
Otros fines (e)	72,2	7,5	15,4	65,4	7,1	-9,5	68,5	6,9	4,8
	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual
Total	189.827	100,0	30,9	221.798	100,0	16,8	272.839	100,0	23,0
Constituir garantías hipotecarias (a)	124.809	86,1	13,2	164.963	86,9	32,2	193.212	86,6	17,1
<i>De las que:</i>									
<i>Por Ley 2/81 (b)</i>	<i>151.700</i>	<i>79,9</i>	<i>26,7</i>	<i>177.809</i>	<i>80,2</i>	<i>17,2</i>	<i>216.278</i>	<i>79,3</i>	<i>21,6</i>
Exigidas a EC (c)	2.745	1,4	31,5	2.733	1,2	-0,4	1.050	0,4	-61,6
Seguros, IIC y FF (d)	2.241	1,2	30,4	2.140	1,0	-4,5	2.894	1,1	35,2
Otros fines (e)	19.877	10,5	21,1	24.998	11,3	25,8	37.062	13,6	48,3

Fuente: Banco de España.

- (a) Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no.
 (b) Préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y la Orden de 30 de noviembre de 1994.
 (c) Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.
 (d) Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de fondo de pensiones.
 (e) Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños y otros no incluidos en los epígrafes, por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores mercantiles, de auditores, etc.

CUADRO 7

Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas

m € y %

	1999			2000			2001		
	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual	Número en miles	Estructura	Variación anual
Total	966,5	100,0	12,9	924,5	100,0	-4,4	996,7	100,0	7,8
Andalucía (a)	161,6	16,7	13,4	158,0	17,1	-2,2	167,0	16,8	5,7
Aragón	21,6	2,2	16,9	21,1	2,3	-2,5	22,0	2,2	4,2
Asturias	18,0	1,9	13,5	16,8	1,8	-7,0	18,2	1,8	8,5
Baleares	29,5	3,1	9,3	28,9	3,1	-2,2	31,2	3,1	8,0
Canarias	38,9	4,0	7,7	38,9	4,2	0,2	41,8	4,2	7,2
Cantabria	13,4	1,4	4,5	12,2	1,3	-9,0	12,7	1,3	4,1
Castilla - La Mancha	30,5	3,2	14,1	30,8	3,3	0,8	31,2	3,1	1,4
Castilla y León	40,2	4,2	16,3	39,8	4,3	-0,9	42,7	4,3	7,2
Cataluña	210,3	21,8	8,1	188,2	20,4	-10,5	209,8	21,0	11,5
Extremadura	15,9	1,6	15,4	15,2	1,6	-4,1	15,7	1,6	3,0
Galicia	41,0	4,2	18,7	36,2	3,9	-11,6	36,7	3,7	1,2
La Rioja	4,5	0,5	19,3	4,8	0,5	6,6	5,2	0,5	7,1
Madrid	139,4	14,4	25,8	133,7	14,5	-4,1	141,8	14,2	6,1
Murcia	30,5	3,2	11,0	29,7	3,2	-2,8	32,2	3,2	8,5
Navarra	9,1	0,9	8,7	9,8	1,1	7,6	11,0	1,1	11,9
País Vasco	40,7	4,2	7,3	39,7	4,3	-2,4	42,5	4,3	6,9
Valencia	120,7	12,5	9,3	118,6	12,8	-1,7	130,7	13,1	10,2
Extranjero	0,7	—	92,4	2,1	0,2	85,1	4,6	0,5	19,6
	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual
Total	189.827	100,0	30,9	221.798	100,0	16,8	272.839	100,0	23,0
Andalucía (a)	26.819	14,1	29,7	34.263	15,4	27,8	41.118	15,1	20,0
Aragón	3.610	1,9	35,3	4.639	2,1	28,5	5.509	2,0	18,8
Asturias	3.423	1,8	59,0	3.791	1,7	10,7	4.353	1,6	14,8
Baleares	7.385	3,9	35,4	8.891	4,0	20,4	11.816	4,3	32,9
Canarias	10.608	5,6	37,4	12.506	5,6	17,9	14.469	5,3	15,7
Cantabria	2.414	1,3	24,3	2.961	1,3	22,7	3.593	1,3	21,4
Castilla - La Mancha	4.837	2,5	33,7	5.546	2,5	14,7	6.218	2,3	12,1
Castilla y León	7.756	4,1	42,3	9.226	4,2	19,0	10.598	3,9	14,9
Cataluña	41.403	21,8	24,4	44.671	20,1	7,9	53.271	19,5	19,3
Extremadura	2.370	1,2	28,4	2.835	1,3	19,6	3.255	1,2	14,8
Galicia	6.817	3,6	46,6	7.327	3,3	7,5	7.654	2,8	4,5
La Rioja	988	0,5	43,7	1.206	0,5	22,1	1.505	0,6	24,8
Madrid	40.549	21,4	34,5	45.139	20,4	11,3	61.408	22,5	36,0
Murcia	3.772	2,0	21,9	4.973	2,2	31,9	6.280	2,3	26,3
Navarra	1.561	0,8	14,4	2.372	1,1	51,9	3.094	1,1	30,4
País Vasco	8.010	4,2	25,0	10.128	4,6	26,5	11.167	4,1	10,3
Valencia	17.389	9,2	26,1	21.104	9,5	21,4	27.223	10,0	29,0
Extranjero	118	—	54,6	218	—	84,9	308	0,1	41,0

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye Ceuta y Melilla.

CUADRO 8

Superficies y valores medios de bienes inmuebles tasados

	1999		2000		2001	
	Media	Variación anual %	Media	Variación anual %	Media	Variación anual %
	SUPERFICIES MEDIAS EN METROS CUADRADOS					
Edificios completos						
De uso residencial	2.340	10,1	2.247	-4,0	2.309	2,8
De uso terciario	3.732	34,7	3.528	-5,5	6.857	94,4
De uso industrial	1.440	-17,8	1.709	18,7	1.643	-3,9
Elementos de edificios						
Viviendas	130	2,1	137	5,1	134	-1,9
Oficinas	189	-4,8	220	16,2	210	-4,2
Locales comerciales	191	-5,0	194	1,2	198	2,3
IMPORTE MEDIO DE LAS TASACIONES EN MILES DE €						
Bienes inmuebles identificados						
	199	16,4	244	22,4	278	13,7
Fincas rústicas	205	17,0	239	16,7	286	19,7
Terrenos urbanos	669	30,1	907	35,6	1.324	45,9
Edificios completos						
<i>De uso residencial</i>	1.771	15,0	1.935	9,2	2.119	9,5
<i>De uso terciario</i>	3.722	42,0	3.401	-8,6	3.873	13,9
<i>Industriales</i>	420	9,5	683	62,5	766	12,2
Elementos de edificios						
<i>Viviendas</i>	100	12,3	115	14,9	128	10,8
<i>Oficinas</i>	208	2,2	274	32,3	292	6,3
<i>Locales comerciales</i>	171	2,7	188	9,9	202	7,7
Edificaciones ligadas a la explotación económica	1.655	9,0	2.271	37,2	2.674	17,7
VALOR MEDIO DEL METRO CUADRADO EN €						
Edificios completos						
De uso residencial	765	7,7	850	11,2	937	10,2
De uso terciario	948	8,1	988	4,2	746	-24,5
De uso industrial	292	33,2	399	37,0	466	16,8
Elementos de edificios						
Viviendas	770	10,0	842	9,3	951	12,9
Oficinas	1.099	7,4	1.250	13,8	1.388	11,0
Locales comerciales	893	8,1	970	8,6	1.021	5,3

Fuente: Banco de España.

Balance y resultados de las sociedades de tasación

CUADRO 9

Miles de € y %

	1999			2000			2001		
	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual	Importe	Estructura	Variación anual
	BALANCE								
ACTIVO TOTAL = PASIVO TOTAL	86.075	100,0	4,0	87.250	100,0	1,4	100.210	100,0	14,9
Del que:									
Circulante	57.797	67,1	3,1	56.014	64,2	-3,1	66.675	66,5	19,0
Inmovilizado	26.910	31,3	9,4	29.755	34,1	10,6	31.923	31,9	7,3
Fondos propios	34.878	40,5	5,4	38.749	44,4	11,1	41.768	41,7	7,8
Acreedores	40.753	47,3	0,4	38.579	44,2	-5,3	45.397	45,3	17,7
Resultados	10.236	11,9	22,6	9.123	10,5	-10,9	15.237	15,2	67,0
<hr/>									
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS									
1. Ingresos	176.061	100,0	16,9	186.217	100,0	5,8	221.898	100,0	19,2
Por tasación de inmuebles	170.777	97,0	22,1	180.475	96,9	5,7	212.112	95,6	17,5
<i>Constituir garantías hipotecarias (a)</i>	154.157	87,6	25,8	162.855	87,5	5,6	191.321	86,2	17,5
<i>Exigidas a ECAS (b)</i>	1.753	1,0	-20,5	1.604	0,9	-8,5	1.702	0,8	6,1
<i>Seguros, IIC y FF (c)</i>	807	0,5	-20,4	798	0,4	-1,1	844	0,4	5,8
<i>Otros fines (d)</i>	14.060	8,0	-0,4	15.218	8,2	8,3	18.245	8,2	19,8
Por otros servicios	4.292	2,4	-43,9	3.940	2,1	-8,2	7.512	3,4	90,7
Financieros	543	0,3	-43,4	778	0,4	43,3	1.576	0,7	102,6
Otros	448	0,3	-78,7	1.023	0,5	128,3	696	0,3	-32,0
2. Gastos	-159.888	-90,8	16,7	-170.852	-91,7	6,9	-200.701	-90,4	17,5
De personal	-22.259	-12,6	3,1	-24.383	-13,1	9,5	-27.936	-12,6	14,6
Por servicios profesionales	-114.764	-65,2	20,3	-120.919	-64,9	5,4	-141.231	-63,6	16,8
De los que:	-102.240	-58,1	19,0	-108.220	-58,1	5,8	-123.415	-55,6	14,0
<i>Tasadores</i>									
Otros generales	-19.007	-10,8	16,4	-21.088	-11,3	10,9	-26.684	-12,0	26,5
Financieros	-754	-0,4	9,3	-698	-0,4	-7,4	-899	-0,4	28,8
Amortización y provisiones	-3.104	-1,8	6,0	-3.764	-2,0	21,3	-3.951	-1,8	5,0
3. Resultados ordinarios	16.173	9,2	18,9	15.365	8,3	-5,0	21.197	9,6	38,0
4. Resultados extraordinarios	-573	-0,3	20,9	-1.517	-0,8	164,7	-1.325	-0,6	-12,7
5. Resultados antes de impuestos	15.600	8,9	18,8	13.848	7,4	-11,2	19.872	9,0	43,5
6. Impuestos	-5.357	-3,0	12,9	-4.718	-2,5	-11,9	-4.635	-2,1	-1,8

(a) Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no. Básicamente, préstamos en los que los bienes se valoran

según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/

(b) Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.
(c) Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva y las entidades de crédito.

(d) Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños y otros no incluidos en los epígrafes, por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores, notarios, fiscal, de auditores, etc.

Regulación financiera: tercer trimestre de 2002

1. INTRODUCCIÓN

Durante el tercer trimestre de 2002, la publicación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido muy escasa, limitándose a solo cuatro disposiciones de cierta relevancia.

Las dos primeras normas modifican las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, y los estados reservados de las instituciones de inversión colectiva (IIC), para adaptar los requerimientos estadísticos de la Unión Económica y Monetaria (UEM) a las nuevas exigencias del Banco Central Europeo (BCE).

La tercera regula el procedimiento para la autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales, a la vez que modifica diversas normas reglamentarias, con el fin de facilitar que los beneficios y condiciones de la deuda del Estado se extiendan a las emisiones de deuda pública local.

Finalmente, la publicación de una Orientación del BCE revisa e introduce ciertas modificaciones referentes a los principios, los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria única en la zona euro.

2. ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD

La CBE 4/1991, de 14 de junio (1), que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, ha sufrido frecuentes modificaciones para adaptar su contenido a los cambios que han ido afectando al sistema crediticio en los últimos años.

En este sentido, la publicación del Reglamento (CE) 2423/2001 del BCE, de 22 de noviembre de 2001, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias, que derogó el Reglamento (CE) 2819/98 del BCE, ha obligado a modificar la Circular 4/1991, de 14 de junio, para adaptar los requerimientos estadísticos de la UEM a las nuevas exigencias del BCE. De este modo, el Banco de España, en uso de las facultades que le otorga la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de marzo de 1989 (2), por la que se desarrolla el artículo 48 de la Ley

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

(2) «Regulación financiera: segundo trimestre de 1989», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1989, pp. 116 y 117.

26/1988, de 29 de julio (3), sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, ha llevado a efecto la modificación de la CBE 4/1991 mediante la publicación de la *CBE 5/2002, de 24 de septiembre* (BOE de 4 de octubre).

Las principales modificaciones consisten, por un lado, en la solicitud con carácter mensual de información que se venía presentando trimestralmente, y, por otro, en el requerimiento de nueva información sobre el sector *resto del mundo* y otros sectores de los países de la UEM, así como sobre los saneamientos netos realizados en el mes en los préstamos y créditos, y un mayor detalle de los ajustes de valoración realizados en la cartera de valores. Para atender estas nuevas peticiones de información, se sustituyen los actuales estados UME por otros nuevos y se modifica el estado T.4 sobre movimiento de la cartera de valores.

Además, se introducen nuevos conceptos y precisiones en los ya existentes, necesarios para confeccionar los estados a presentar al BCE. En este sentido, dentro de la agrupación sectorial *Otros sectores residentes en España*, se modifica el subapartado *Otras instituciones financieras monetarias*, que pasa a denominarse *Resto de instituciones financieras monetarias*. Este subapartado incluye a todas las instituciones financieras, distintas de las entidades de crédito, cuya actividad consista en recibir depósitos o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de las instituciones financieras monetarias y en conceder créditos o invertir en valores actuando por cuenta propia (al menos, en términos económicos).

Este grupo se divide, a su vez, en *Fondos del mercado monetario y otras instituciones*. El primer subgrupo, que coincide con los FIAMM, comprende a las instituciones de inversión colectiva, cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutivos próximos de los depósitos y que invierten fundamentalmente en instrumentos del mercado monetario, participaciones en fondos del mercado monetario, otros instrumentos de deuda transferibles con un vencimiento residual de un año como máximo, o depósitos bancarios; o buscan un rendimiento similar al de los instrumentos del mercado monetario. En esta categoría se incluirán exclusivamente las entidades relacionadas en la lista oficial de *Instituciones Financieras Monetarias* que publica el BCE. El segundo subgrupo incluye las instituciones financieras monetarias, distintas de las entidades de crédito y los fondos del mercado monetario, que figuren como tales

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

en la lista oficial de *Instituciones Financieras Monetarias* que publica el BCE.

Adicionalmente, se realizan ligeras modificaciones en algunos estados reservados que contienen información de naturaleza estadística, que son necesarias para poder elaborar las cuentas financieras trimestrales y otras estadísticas que el Banco de España debe publicar como consecuencia de distintos acuerdos internacionales.

También se aprovecha la publicación de esta Circular para solicitar un nuevo estado, en el que se pide un mayor detalle de los valores de renta fija y variable confiados por terceros; para introducir un reducido número de nuevas partidas en algunos estados reservados; y para suprimir las referencias que figuran en el texto y en algunos estados reservados a los Certificados del Banco de España, a la peseta y a otras unidades monetarias que desaparecieron con la introducción del euro; así como para eliminar una redundancia relativa a las sucursales en España de entidades extranjeras. Asimismo, se unifica la forma en la que se declaran los valores que configuran la cartera de renta variable de las entidades individuales y del grupo económico.

Por último, se reduce el plazo de presentación de algunos estados reservados que presentan los establecimientos financieros de crédito y se establece que todas las entidades deben transmitir por vía telemática sus estados al Banco de España, permitiendo, exclusivamente en situaciones muy excepcionales, que se envíen en soporte magnético o en impresos.

3. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

La CCNMV 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Monetaria Europea, en virtud de las atribuciones otorgadas por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, desarrollada reglamentariamente por el RD 1393/1990, de 2 de noviembre, estableció, conforme a lo preceptuado en el Reglamento (CE) 2819/98 del BCE, los requerimientos de información que las IIC debían remitir a la CNMV, con el fin de que dicha información sea utilizada por el BCE para el seguimiento de la política monetaria dentro de la Unión Económica y Monetaria.

En este sentido y al igual que lo comentado en el epígrafe anterior respecto a las entidades

de crédito, la publicación del Reglamento 2423/2001 del BCE, de 22 de noviembre de 2001, que derogó el Reglamento (CE) 2819/98 del BCE, ha obligado a modificar la Circular 2/1998, de 27 de julio, mediante la *CCNMV 1/2002, de 16 de septiembre* (BOE 243/2002 del 10 de octubre), para adaptar los modelos UME (que pasan a denominarse modelos UEM) a las nuevas necesidades informativas del BCE.

La primera información que deberá presentarse ajustada a estos modelos será la correspondiente a 31 de enero de 2003.

4. AUTORIZACIÓN DE LAS EMISIONES DE DEUDA PÚBLICA DE LAS ENTIDADES LOCALES

La Ley 50/1998, de 30 de diciembre (4), de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, que introdujo modificaciones en la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales, equiparó los beneficios y condiciones aplicables a las emisiones de deuda pública de las entidades locales con las del Estado. Este hecho afectó, entre otros, a los siguientes aspectos: sustitución del otorgamiento de escritura pública por la publicación en el BOE como requisito para la representación de las emisiones mediante anotaciones en cuenta, supresión de la necesidad de la verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la admisión a negociación y la posibilidad de negociar la deuda pública local en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta.

Recientemente, se ha publicado el *RD 705/2002, de 19 de julio*, por el que se regula la autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales (BOE 183/2002, del 1 de agosto), que tiene una doble finalidad. De una parte, se regula el procedimiento para la autorización por el Ministerio de Hacienda de las emisiones de deuda pública local, y, de otra, se modifican diversas normas reglamentarias que impedían, en la práctica, que los beneficios y condiciones de la deuda del Estado se extendieran a las emisiones de deuda pública local.

En relación con el primero de los objetivos citados, la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales, establece, como requisito para la emisión de deuda pública por las entidades locales, la previa autorización por parte del Ministerio de Hacienda. En

consecuencia, se considera necesario regular con el máximo detalle el procedimiento para la obtención de dicha autorización, en aras de las garantías que se deben ofrecer a los adquirentes futuros de los títulos de deuda. A tal efecto, se establecen dos procedimientos de autorización, ordinario y abreviado, cuyas características más importantes se detallan a continuación:

4.1. Procedimiento ordinario

Este procedimiento se establece con carácter general para todas las entidades locales que pretendan realizar una emisión de deuda pública. Su objeto son las entidades locales que realicen emisiones de deuda pública de forma puntual o aislada y no como recurso habitual de su financiación. En este procedimiento debe comprobarse tanto la situación económico-financiera de la entidad local y su solvencia financiera, como la adecuación de las condiciones de la emisión a las vigentes en el mercado y el procedimiento de colocación de los títulos en el mercado.

Las entidades locales y sus organismos autónomos deberán publicar íntegramente en el BOE la resolución por la que se autorice la emisión de deuda pública y, una vez autorizada la emisión y publicadas sus características, la entidad local o el organismo autónomo podrá proceder a la emisión de la deuda, así como solicitar su admisión a negociación en el mercado correspondiente, siempre que cumpla con los requisitos mínimos de admisión que, en su caso, establezca el correspondiente mercado.

4.2. Procedimiento abreviado

El segundo procedimiento, de carácter voluntario, está destinado a aquellas entidades locales de más de 200.000 habitantes que realicen emisiones de deuda pública de forma periódica y sistemática, y se hayan comprometido a cumplir un plan de endeudamiento a cuatro años. En este caso, y siempre que la emisión esté dentro de los límites fijados en el plan, la comprobación se limita a los aspectos formales de la emisión proyectada.

El plan de endeudamiento deberá ser aprobado por la Dirección General de Fondos Comunitarios y Financiación Territorial del Ministerio de Hacienda. En él se recogerán la totalidad de las emisiones de deuda pública previstas en los siguientes cuatro años, junto con el marco presupuestario y la totalidad de endeudamiento previstos para dichos años, relativos tanto a la

(4) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 99 y 100.

propia entidad local como a sus organismos autónomos y sociedades mercantiles. El cumplimiento de los planes de endeudamiento en vigor será objeto de seguimiento anual por la Dirección General de Fondos Comunitarios y Financiación Territorial. El incumplimiento por parte de un emisor motivará su paso al procedimiento ordinario. Además, dicho incumplimiento será tomado en consideración, a efectos de lo establecido en la Ley 39/1988, reguladora de las Haciendas Locales, en el caso de autorización de emisiones futuras.

Al igual que en el caso anterior, las entidades locales y sus organismos autónomos deberán publicar íntegramente en el Boletín Oficial del Estado (BOE) la resolución por la que se autorice la emisión de deuda pública y, una vez autorizada la emisión y publicadas sus características en el BOE, la entidad local o el organismo autónomo podrán proceder a la emisión de la deuda y, en su caso, solicitar su admisión a negociación en el mercado correspondiente, siempre que cumpla con los requisitos mínimos de admisión que, en su caso, establezca el correspondiente mercado.

En otro orden de cosas, y en relación con el segundo de los objetivos, equiparar los beneficios y condiciones de la deuda pública local a la del Estado, se produce la adaptación de diversas normas reglamentarias que regulan aspectos sustanciales de los mercados de valores. En este sentido, el Real Decreto modifica las siguientes normas: Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo (5), sobre emisiones y ofertas públicas de valores; Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero (6), sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles; y Real Decreto 505/1987, de 3 de abril (7), por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda de Estado, respectivamente, a fin de que legalmente quede equiparada la deuda local con la del Estado.

(5) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1992, pp. 70 a 72.

(6) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1992, pp. 68 a 70.

(7) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1987, pp. 46 a 48.

5. LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

Conforme al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE, este último está facultado para adoptar las orientaciones necesarias respecto de los instrumentos y procedimientos que han de utilizarse para aplicar la política monetaria única, y los bancos centrales nacionales (BCN) están obligados a actuar conforme a lo dispuesto en esas orientaciones, que son parte integrante del derecho comunitario.

En este sentido, se publicó la Orientación del BCE, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, que recogía los principios, los instrumentos y los procedimientos de aplicación de la política monetaria única en la zona euro. Asimismo, los BCN debían adoptar las medidas necesarias para ajustar las operaciones de política monetaria a los criterios establecidos en la citada Orientación.

Recientemente, se ha publicado la *Orientación del BCE, de 7 de marzo de 2002* (DOCE 185/2002, de 15 de julio), por la que se modifica la Orientación de 31 de agosto. La norma, entre otros aspectos, se dirige a revisar su terminología, a introducir ciertas precisiones e incorporar las últimas disposiciones publicadas sobre la política monetaria del Eurosistema, en especial, las que afectaron a la modificación del coeficiente de reservas mínimas mediante el Reglamento 690/2002 del BCE, de 18 de abril de 2002 (8).

Finalmente, cabe reseñar que el anexo I de la Orientación BCE/2000/7, titulado *La política monetaria única en la tercera fase - documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, es sustituido por *La política monetaria única en la Unión Económica y Monetaria - documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*.

16.10.2002.

(8) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2002», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 2002, pp. 111 y 112.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de septiembre 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>	6,56	33,18	29,00	32,53	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ACTIVOBANK	-	30,32	27,00	30,32	27,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALÁ	7,71	23,24	21,00	22,13	20,50
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ALLFUNDS BANK	-	-	-	-	-
ALTAE BANCO	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR	5,00	10,62	-	18,10	-
BANCOPOPULAR-E, S.A.	-	33,18	29,00	32,31	29,00
BANESTO BANCO DE EMISIÓNES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	3,25	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
GALLEGOS	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	-	-	-	-	-
INVERSIS 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 septiembre 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 BANK	-	7,58	7,33	7,58	7,33
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	5,16	29,33	26,00	29,33	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>5,98</i>	<i>26,56</i>	<i>24,96</i>	<i>26,49</i>	<i>24,73</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, N.A., S.E.	3,50	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.	-	-	-	-	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	6,00	13,52	-	13,75	-

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 2002

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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.	-	5,63	-	-	-
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.	4,96	10,62	-	4,96	-
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)
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
JOHN DEERE BANK	-	-	-	-	-
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	32,31	29,00	32,31	29,00
MAIS (ESPAÑA), S.E.	-	-	-	-	-
MAROCAIN DU COM. EXT. INTERNAT.	3,69	33,18	29,00	32,31	29,00
MERRILL LYNCH INTERNT. BANK LTD	-	-	-	-	-
MIZUHO CORPORATE BANK LTD., S.E.	6,00	-	-	-	(2,00)
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.	5,00	-	-	-	-
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.	4,00	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.	3,36	-	-	-	-
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>	4,87	16,75	17,38	19,08	18,65
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,42	21,85	21,85	23,63	22,83

(Continuación) 4

Situación al día 30 de septiembre 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	-
BADAJOZ	4,00	18,70	-	19,25	18,00
BALEARES	5,25	20,39	-	26,24	-
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,00	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	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	3,75	22,50	20,82	22,50	20,82
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>		5,04	21,47	20,01	21,49
					19,65

(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.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 20 de septiembre y el 21 de octubre de 2002

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0125	BANCOFAR, S.A.	24.09.2002	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE FORTUNY, 51.- 28010 MADRID.
0220	BANCO ESFINGE, S.A.	01.10.2002	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCO FINANTIA SOFINLOC, S.A.
0043	BANCO HERRERO, S.A.	02.10.2002	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO DE SABADELL, S.A. (0081).
0063	BANCO MAPFRE, S.A.	09.10.2002	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCO DE SERVICIOS FINANCIEROS CAJA MADRID - MAPFRE, S.A.
0069	BANCO DE MURCIA, S.A.	17.10.2002	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO DE VALENCIA, S.A. (0093).
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
0143	DRESDNER BANK A.G., SUCURSAL EN ESPAÑA	10.10.2002	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PASEO DE LA CASTELLANA, 95 (EDIF. EUROPA, PL. 16).- 28046 MADRID.
<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)			
DEPFA BANK PLC		07.10.2002	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
KEYTRADE BANK S.A.		11.10.2002	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: BÉLGICA.
DEPFA ACS BANK		14.10.2002	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1199	BANCA CARIGE SPA-CASSA DI RISPARMIO DI GENOVA E IMPERIA	24.09.2002	CAMBIO DE DOMICILIO A CALLE NÚÑEZ DE BALBOA, 114 (PL. 3, OF. 10).- 28006 MADRID.
TITULARES DE ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1707	UNO MONEY TRANSFERS, S.A.	11.10.2002	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE GRAN VÍA, 68 (PL. 4 DCHA.).- 28013 MADRID.
1741	INTERENVÍOS MONEY TRANSFERS, S.A	11.10.2002	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE DOCTOR SANTERO, 8.- 28039 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4487	NORMA VALORACIONES, S.A.	24.09.2002	BAJA POR RENUNCIA.
4334	I.V. INTERVALOR, S.A.	26.09.2002	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE LONDRES, 29 (PL. 1).- 08029 BARCELONA.

PUBLICACIONES RECENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Luis J. Álvarez González y Javier Jareño Morago

**ISIS: UN INDICADOR SINTÉTICO INTEGRAL
DE LOS SERVICIOS DE MERCADO**
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0220

A pesar de la enorme importancia del sector servicios de mercado en el conjunto de la economía nacional, la información estadística coyuntural de esta rama se encuentra en clara desventaja con respecto a la industria o a la construcción. En efecto, mientras que el sector secundario dispone de indicadores coyunturales representativos del conjunto de sus ramas, no existen estadísticas globales sobre los servicios de mercado, por lo que el análisis coyuntural debe basarse en un conjunto de indicadores disperso y heterogéneo, que deja de lado importantes parcelas de la actividad de los servicios.

El objetivo de este trabajo es presentar el método seguido para elaborar un indicador sintético para los servicios de mercado, útil para el seguimiento de la evolución a corto plazo de esta rama de actividad. El indicador elaborado posee un carácter integral, de modo que todas las actividades están representadas. Asimismo, permite un análisis coherente de las actividades que integran los servicios con la evolución de la rama en su conjunto. Los resultados obtenidos muestran que este indicador es una herramienta muy útil en el seguimiento coyuntural de los servicios de mercado, que, además, ofrece información desagregada de las actividades del sector que no ofrecen las cuentas nacionales trimestrales.

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. Deflactores implícitos. España	8*

2. ECONOMÍA INTERNACIONAL

2.1. PIB a precios constantes. Comparación internacional	9*
2.2. Tasas de paro. Comparación internacional	10*
2.3. Precios de consumo. Comparación internacional	11*
2.4. Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés	12*
2.5. Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales	13*
2.6. Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales	14*
2.7. Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro	15*

3. DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

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

4. MERCADO DE TRABAJO

4.1. Población activa. España	23*
4.2. Ocupados y asalariados. España y zona del euro	24*
4.3. Empleo por ramas de actividad. España	25*
4.4. Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España	26*
4.5. Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España	27*
4.6. Convenios colectivos. España	28*
4.7. 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.

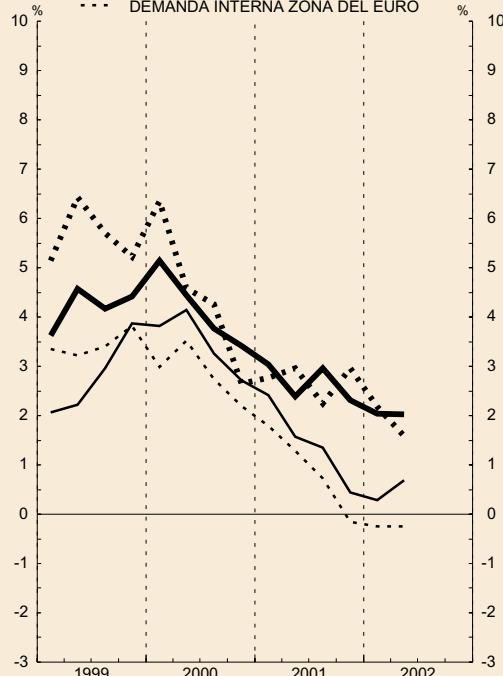
Tasas de variación interanual

	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	4,2	2,8	4,7	3,5	4,2	1,9	8,7	5,9	5,6	3,4	7,7	5,2	12,7	7,4	565	6 150
00	4,2	3,5	3,9	2,5	5,0	1,9	5,7	4,7	4,4	2,9	10,0	12,6	10,6	11,2	609	6 449
01	2,7	1,4	2,5	1,8	3,1	1,9	3,2	-0,7	2,7	0,9	3,4	2,8	3,5	1,4	652	6 826
99 //	4,6	2,2	4,9	3,4	4,0	1,7	9,7	5,9	6,4	3,2	6,0	3,1	12,6	6,2	140	1 524
//	4,2	3,0	4,9	3,6	4,1	1,9	9,5	6,7	5,7	3,4	7,9	6,0	13,2	7,5	143	1 547
/IV	4,4	3,9	4,5	3,3	5,0	2,2	6,1	6,4	5,2	3,8	10,1	10,0	12,6	10,2	145	1 568
00 I	5,1	3,8	4,5	2,5	5,3	1,8	6,2	6,0	6,4	3,0	7,4	12,9	11,4	10,7	148	1 587
II	4,4	4,1	4,9	3,3	5,6	2,0	6,5	5,6	4,6	3,5	10,3	12,6	10,4	11,2	151	1 606
III	3,8	3,3	3,1	2,5	5,0	1,6	5,8	4,0	4,3	2,7	10,2	12,4	11,5	11,3	154	1 621
IV	3,4	2,7	3,3	1,8	4,3	2,1	4,2	3,4	2,7	2,2	12,1	12,4	9,0	11,4	156	1 635
01 I	3,0	2,4	2,3	2,1	3,5	1,9	5,0	1,6	2,8	1,8	9,7	8,3	8,3	6,9	159	1 690
II	2,4	1,6	2,3	1,8	3,0	2,0	3,9	-0,2	3,0	1,3	4,7	4,3	6,4	3,7	162	1 702
III	3,0	1,4	2,8	1,8	3,1	2,2	2,6	-1,7	2,2	0,7	2,2	1,3	0,1	-0,4	165	1 713
IV	2,3	0,4	2,7	1,7	2,6	1,5	1,5	-2,4	3,0	-0,1	-2,4	-2,9	-0,2	-4,6	166	1 721
02 I	2,0	0,3	2,3	0,6	1,9	2,1	1,1	-2,7	2,2	-0,2	-2,5	-2,9	-1,8	-4,5	168	1 738
II	2,0	0,7	1,7	0,4	1,5	2,0	1,3	-2,7	1,6	-0,3	-1,4	-0,0	-2,5	-2,6	171	1 750

PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual

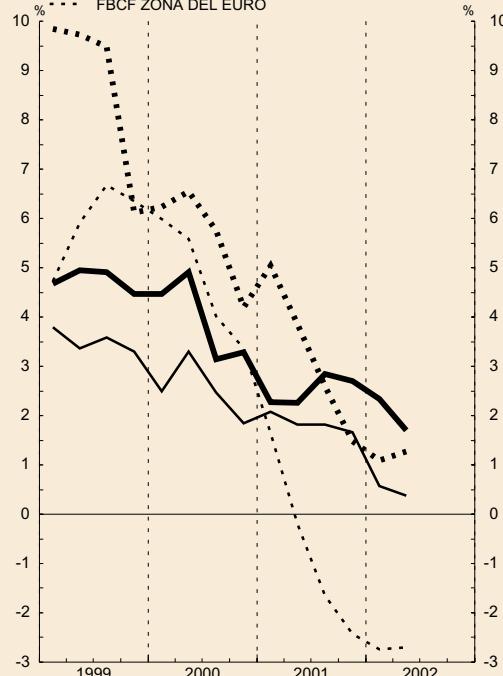
- PIB ESPAÑA
- PIB ZONA DEL EURO
- DEMANDA INTERNA ESPAÑA
- DEMANDA INTERNA ZONA DEL EURO



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual

- CON. FINAL HOGAR. E ISFLSH. ESPAÑA
- CON. FINAL HOGAR. E ISFLSH. ZONA DEL EURO
- FBCF ESPAÑA
- FBCF ZONA DEL EURO



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

(a) España: elaborado según el 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.

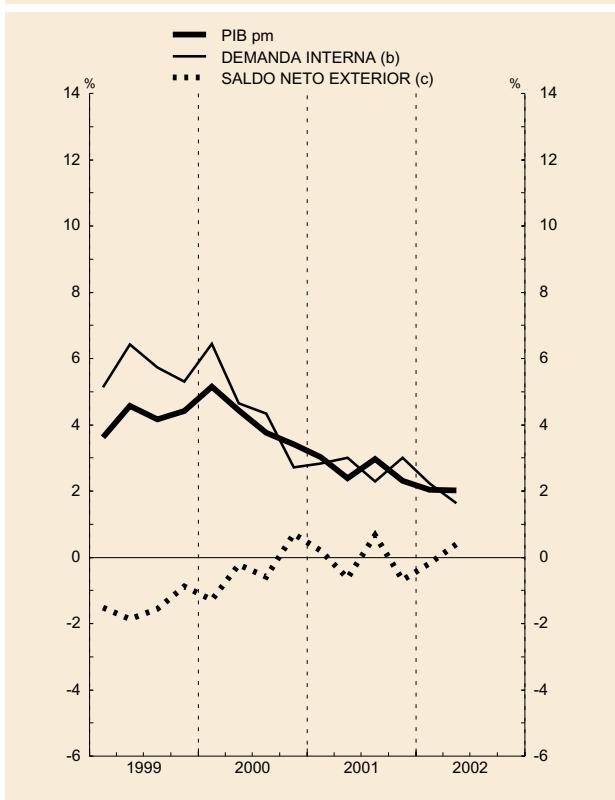
1.2. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle (a)

■ Serie representada gráficamente.

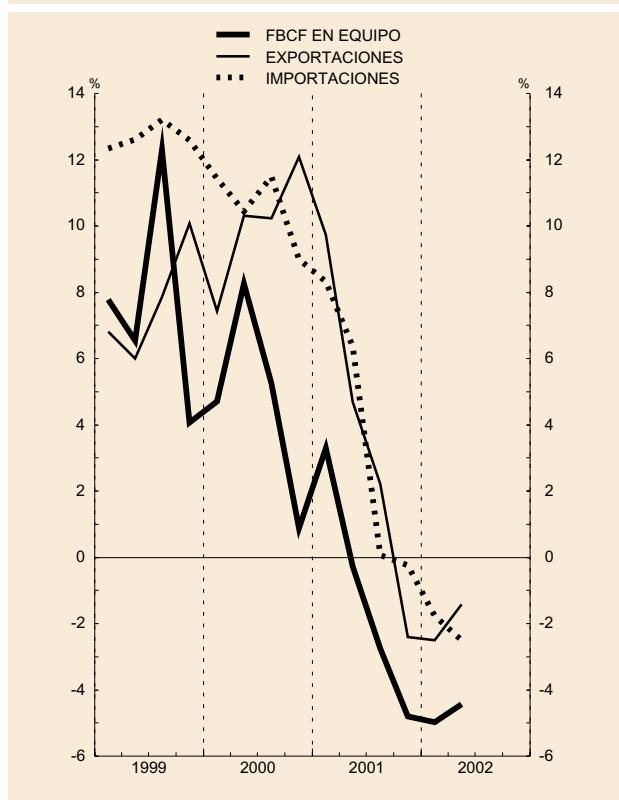
Tasas de variación interanual

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

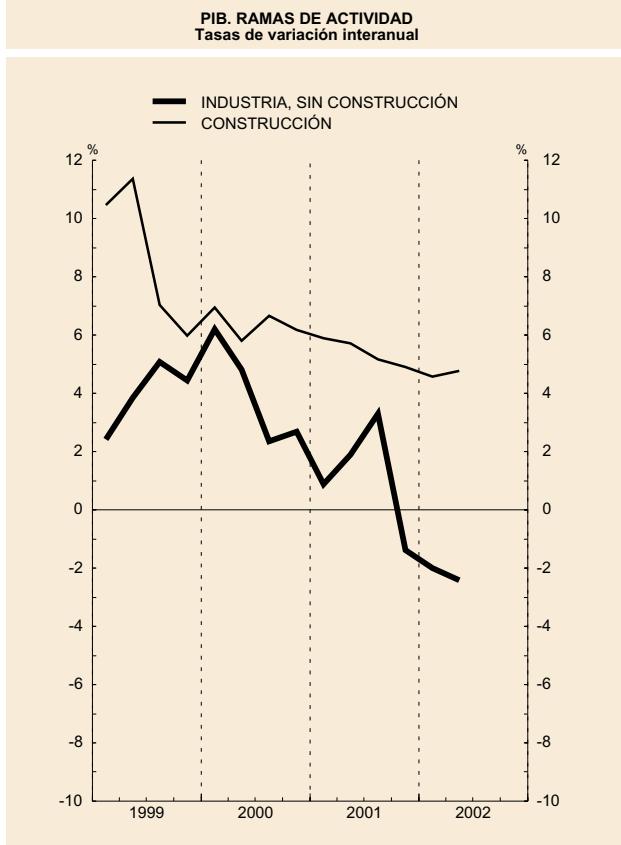
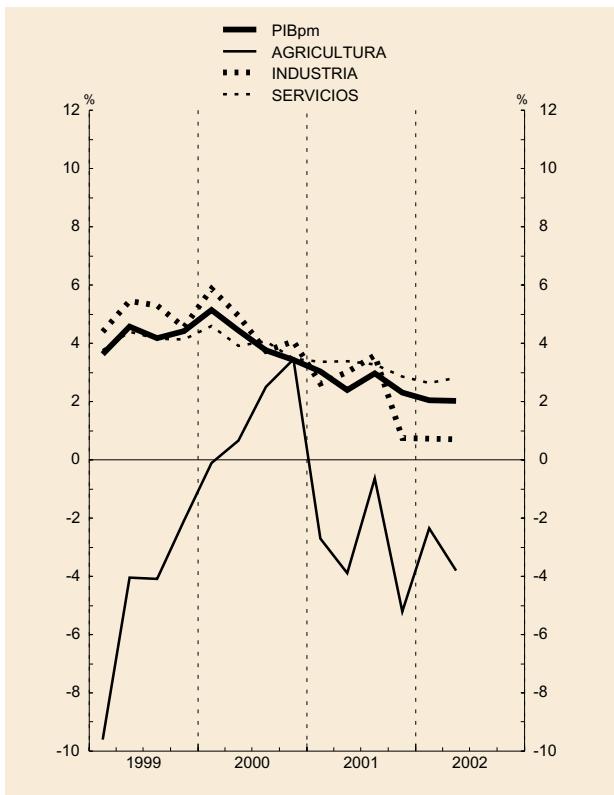
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

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. Deflactores implícitos. España (a)

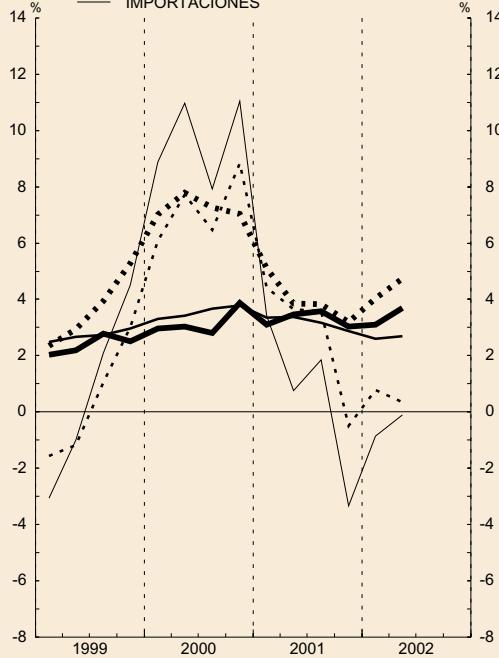
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

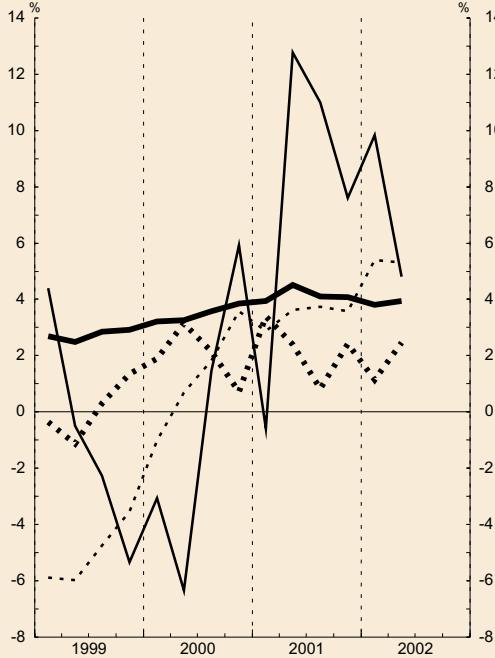
PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual

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



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual

- PIBpm
- AGRICULTURA
- INDUSTRIA
- ENERGÍA



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

(a) Elaborado según el 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

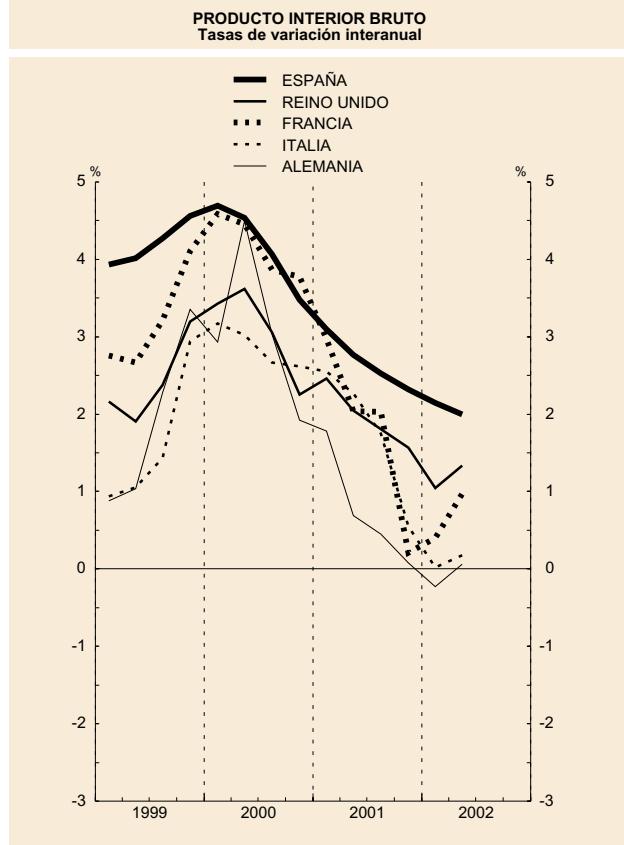
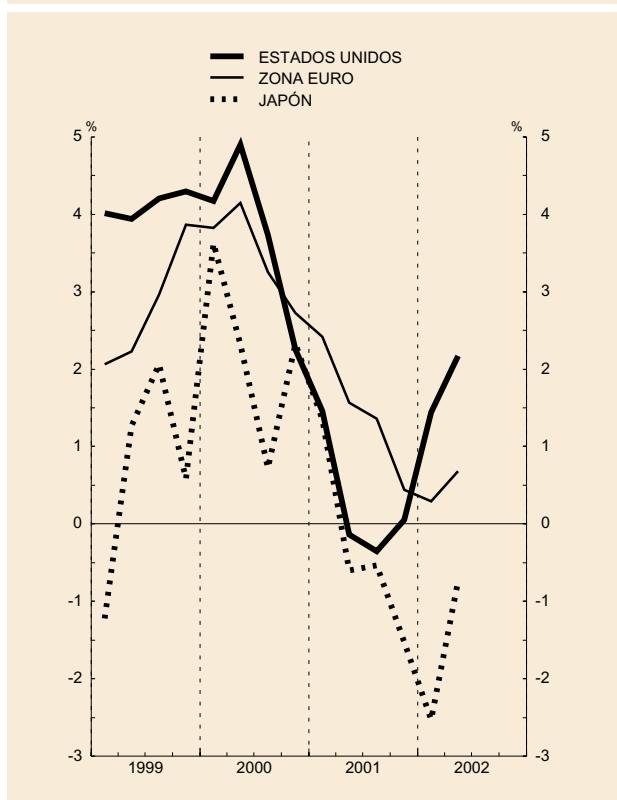
■ Serie representada gráficamente.

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

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

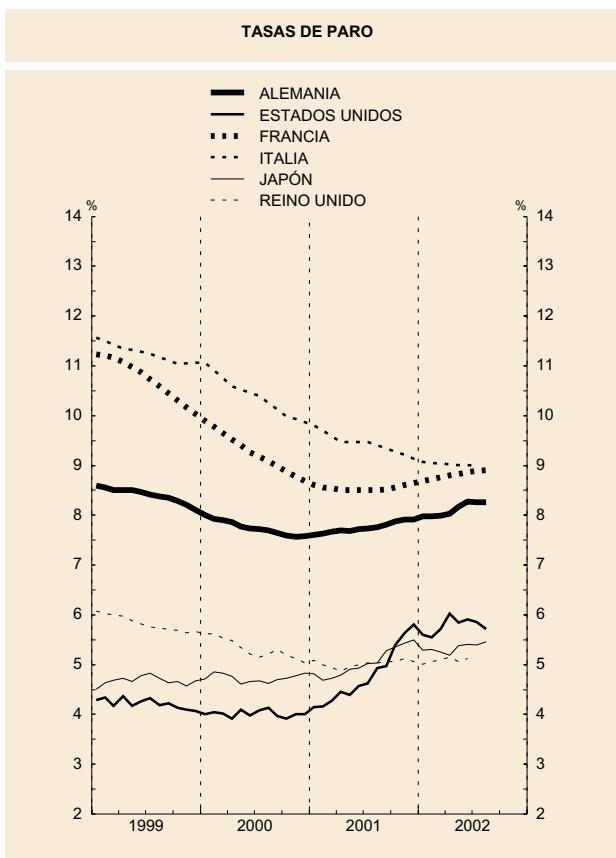
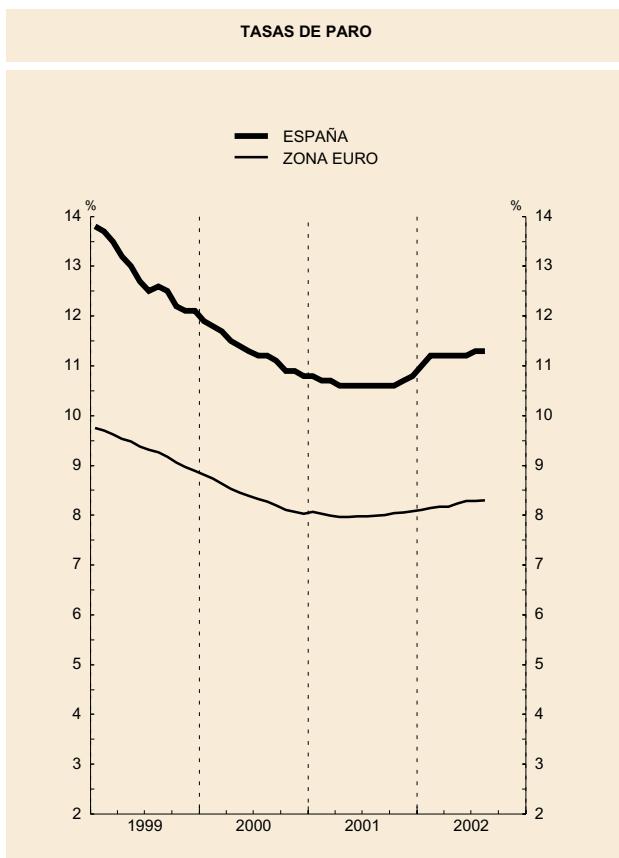
	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
99	6,6	8,7	9,3	8,4	12,8	4,2	10,7	11,3	4,7	5,8
00	6,2	7,8	8,4	7,7	11,3	4,0	9,3	10,4	4,7	5,3
01	6,4	7,3	8,0	7,8	10,7	4,8	8,6	9,4	5,0	5,0
01 Mar	6,1	7,3	8,0	7,7	10,7	4,3	8,5	9,6	4,7	5,0
Abr	6,2	7,3	8,0	7,7	10,6	4,5	8,5	9,5	4,8	4,9
May	6,2	7,3	8,0	7,7	10,6	4,4	8,5	9,5	4,9	5,0
Jun	6,3	7,3	8,0	7,7	10,6	4,6	8,5	9,5	4,9	5,0
Jul	6,3	7,3	8,0	7,7	10,6	4,6	8,5	9,5	5,0	5,0
Ago	6,4	7,3	8,0	7,8	10,6	4,9	8,5	9,4	5,0	5,0
Sep	6,5	7,4	8,0	7,8	10,6	5,0	8,5	9,3	5,3	5,1
Oct	6,7	7,4	8,0	7,9	10,6	5,4	8,6	9,3	5,4	5,1
Nov	6,7	7,4	8,1	7,9	10,7	5,6	8,6	9,2	5,4	5,1
Dic	6,8	7,4	8,1	7,9	10,8	5,8	8,7	9,1	5,5	5,1
02 Ene	6,7	7,5	8,1	8,0	11,0	5,6	8,7	9,1	5,3	5,0
Feb	6,7	7,5	8,1	8,0	11,2	5,6	8,7	9,1	5,3	5,1
Mar	6,8	7,5	8,2	8,0	11,2	5,7	8,8	9,0	5,3	5,1
Abr	6,9	7,5	8,2	8,0	11,2	6,0	8,8	9,0	5,2	5,2
May	6,9	7,6	8,2	8,2	11,2	5,9	8,8	9,0	5,4	5,1
Jun	6,9	7,6	8,3	8,3	11,2	5,9	8,9	9,0	5,4	5,1
Jul	6,9	7,7	8,3	8,3	11,3	5,9	8,9	9,0	5,4	...
Ago	6,9	7,7	8,3	8,3	11,3	5,7	8,9	...	5,5	...

TASAS DE PARO

TASAS DE PARO

— ESPAÑA
— ZONA EURO

— ALEMANIA
— ESTADOS UNIDOS
··· FRANCIA
··· ITALIA
— JAPÓN
··· REINO UNIDO



Fuentes: BCE y OCDE.

2.3. Precios de consumo. Comparación internacional (a)

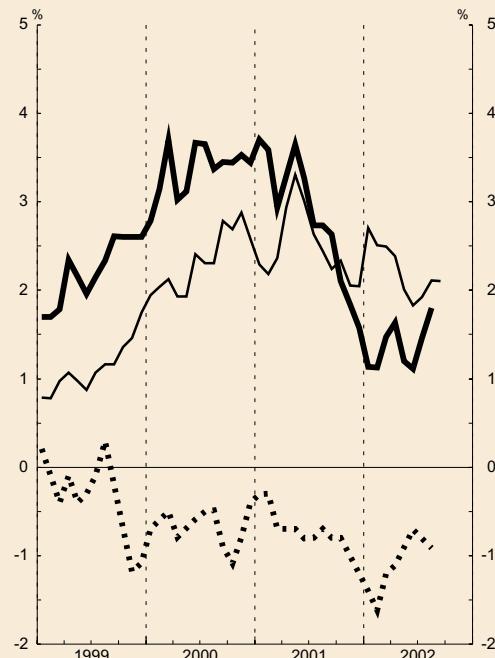
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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 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	1,1	1,6	1,8	0,7	3,4	1,1	1,5	2,2	-0,7	0,6	
Jul	1,4	1,8	1,9	1,0	3,5	1,5	1,6	2,4	-0,8	1,1	
Ago	1,6	1,9	2,1	1,0	3,7	1,8	1,8	2,6	-0,9	1,0	
Sep	...	1,9	2,1	1,0	3,5	...	1,8	2,8	...	1,0	

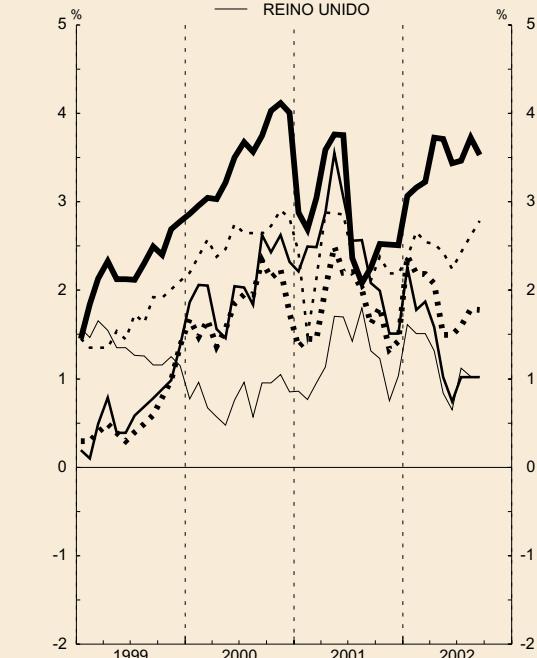
PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual

ESTADOS UNIDOS
ZONA EURO
JAPÓN



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual

ESPAÑA
ALEMANIA
FRANCIA
ITALIA
REINO UNIDO



Fuentes: OCDE, INE y Eurostat.

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

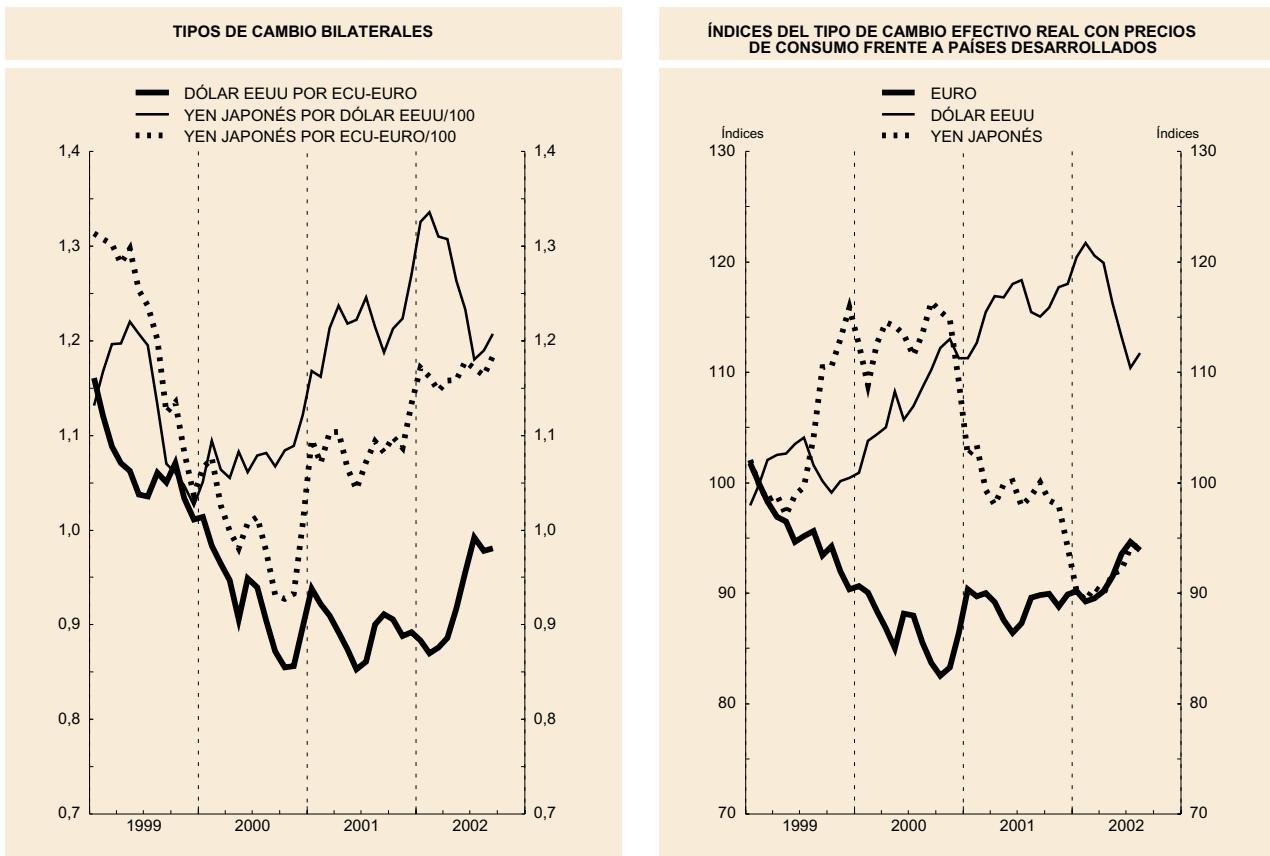
(a) Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I=100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I=100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/ECU	Yen japonés por euro/ECU	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro (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-S	0,8955	108,11	120,81	87,2	111,4	107,5	88,9	115,6	100,0	89,0	112,5	100,0
02 E-S	0,9269	116,59	126,08	89,1	111,7	101,3	91,6	116,7	91,6	91,3	111,7	94,4
01 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	111,8	99,4
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	112,3	100,4
Dic	0,8924	113,38	127,06	87,7	113,9	102,4	89,9	118,0	94,2	90,2	112,2	97,0
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
Mär	0,8758	114,75	131,02	86,8	115,8	100,0	89,5	120,5	90,5	89,0	114,6	93,9
Abr	0,8858	115,81	130,75	87,2	115,0	99,6	90,2	119,9	90,0	89,8	114,3	93,0
May	0,9170	115,86	126,36	88,6	111,8	101,3	91,5	116,3	91,8	90,9	110,8	94,6
Jun	0,9554	117,80	123,33	90,6	108,8	101,8	93,5	113,3	92,1	93,0	107,9	95,1
Jul	0,9922	117,11	118,05	91,7	105,9	104,5	94,6	110,4	94,1	94,1	104,9	97,6
Ago	0,9778	116,31	118,96	91,1	107,3	104,5	93,9	111,7	94,3	93,5	...	...
Sep	0,9808	118,38	120,71	91,2	107,6	102,8	...	...	...	...	...	...



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.

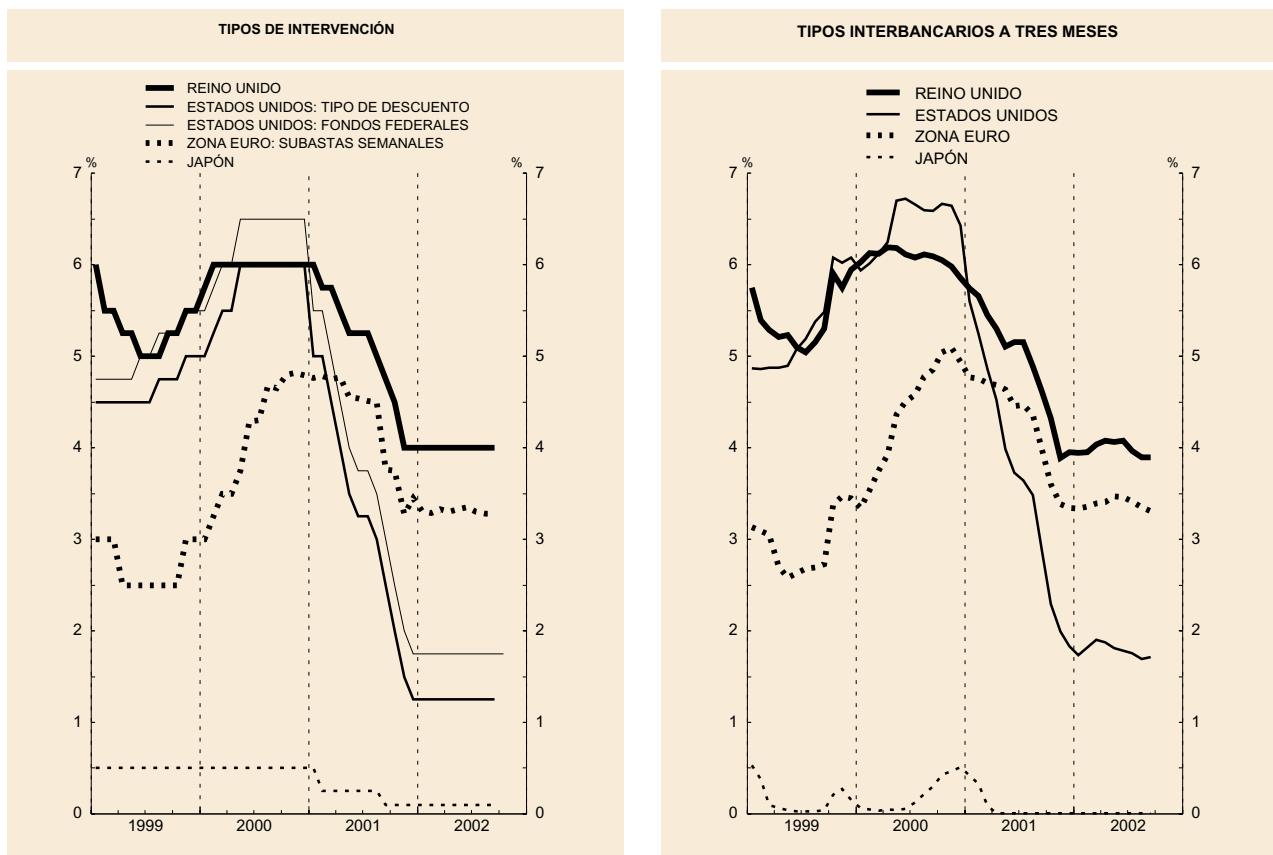
(c) La metodología utilizada en la elaboración de estos índices aparece en el recuadro 5 del Boletín mensual del BCE de octubre de 1999.

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

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento	Fondos federales	(b)	(c)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
99	3,00	5,00	5,04	0,50	5,50	3,69	3,42	2,96	-	-	5,31	-	-	0,16	5,42
00	4,75	6,00	6,27	0,50	6,00	4,71	4,65	4,39	-	-	6,44	-	-	0,19	6,08
01	3,25	1,25	3,72	0,10	4,00	3,39	4,30	4,26	-	-	3,66	-	-	0,08	4,93
01 Abr	4,75	4,00	4,50	0,25	5,50	3,90	4,71	4,68	-	-	4,53	-	-	0,01	5,30
May	4,50	3,50	4,00	0,25	5,25	3,65	4,64	4,64	-	-	3,99	-	-	0,01	5,11
Jun	4,50	3,25	3,75	0,25	5,25	3,50	4,50	4,45	-	-	3,73	-	-	0,01	5,15
Jul	4,50	3,25	3,75	0,25	5,25	3,46	4,49	4,47	-	-	3,65	-	-	0,01	5,15
Ago	4,50	3,00	3,50	0,25	5,00	3,34	4,37	4,35	-	-	3,48	-	-	0,01	4,89
Sep	3,75	2,50	3,00	0,10	4,75	2,94	4,02	3,98	-	-	2,88	-	-	0,01	4,62
Oct	3,75	2,00	2,50	0,10	4,50	2,54	3,67	3,60	-	-	2,29	-	-	0,01	4,32
Nov	3,25	1,50	2,00	0,10	4,00	2,31	3,43	3,39	-	-	1,99	-	-	0,01	3,89
Dic	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,23	3,40	3,35	-	-	1,83	-	-	0,01	3,95
02 Ene	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,18	3,39	3,34	-	-	1,74	-	-	0,01	3,95
Feb	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,22	3,42	3,36	-	-	1,82	-	-	0,01	3,95
Mar	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,28	3,45	3,39	-	-	1,90	-	-	0,01	4,04
Abr	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,30	3,53	3,41	-	-	1,87	-	-	0,01	4,08
May	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,31	3,58	3,47	-	-	1,81	-	-	0,01	4,06
Jun	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,31	3,58	3,46	-	-	1,78	-	-	0,01	4,08
Jul	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,28	3,51	3,41	-	-	1,75	-	-	0,01	3,96
Ago	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,22	3,45	3,35	-	-	1,69	-	-	0,01	3,89
Sep	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,22	3,42	3,31	-	-	1,71	-	-	0,01	3,90



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

- (a) Operaciones principales de financiación.
- (b) Tipos de interés de intervención (Discount rate).
- (c) Oferta complementaria de liquidez (Retail Bank Base rate).

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

■ Serie representada gráficamente.

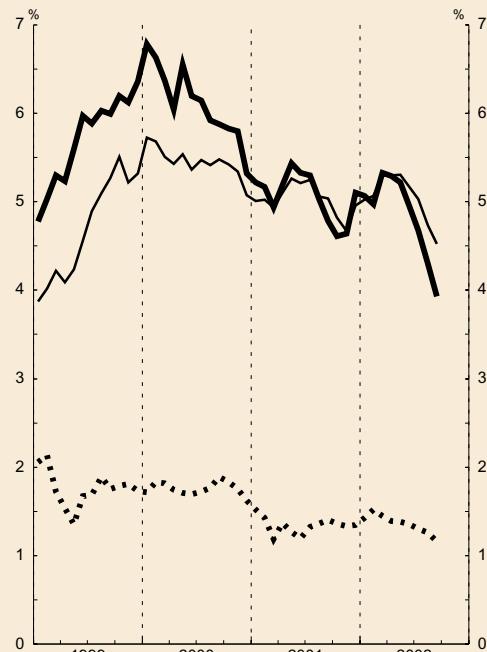
Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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 Abr	4,55	5,04	5,10	4,86	5,18	5,19	5,01	5,26	1,37	5,01
May	4,72	5,22	5,26	5,06	5,36	5,44	5,21	5,43	1,27	5,17
Jun	4,65	5,19	5,21	5,02	5,33	5,33	5,15	5,40	1,19	5,23
Jul	4,67	5,20	5,25	5,03	5,35	5,29	5,16	5,42	1,33	5,21
Ago	4,47	4,99	5,06	4,84	5,16	5,03	4,96	5,22	1,36	4,96
Sep	4,36	4,98	5,04	4,83	5,14	4,78	4,95	5,20	1,40	4,95
Oct	4,20	4,77	4,82	4,62	4,91	4,61	4,75	4,96	1,36	4,82
Nov	4,15	4,62	4,67	4,47	4,76	4,64	4,60	4,81	1,33	4,63
Dic	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
Feb	4,49	5,03	5,07	4,93	5,11	4,97	5,01	5,21	1,52	5,01
Mar	4,73	5,27	5,32	5,18	5,34	5,33	5,25	5,42	1,45	5,29
Apr	4,72	5,30	5,30	5,17	5,34	5,29	5,25	5,41	1,39	5,29
May	4,69	5,32	5,30	5,18	5,36	5,22	5,27	5,41	1,38	5,33
Jun	4,51	5,16	5,16	5,03	5,23	4,95	5,11	5,26	1,36	5,14
Jul	4,33	5,01	5,03	4,87	5,07	4,67	4,96	5,11	1,30	5,02
Ago	4,06	4,74	4,73	4,60	4,78	4,30	4,68	4,84	1,26	4,73
Sep	3,80	4,53	4,52	4,39	4,58	3,93	4,49	4,62	1,16	4,51

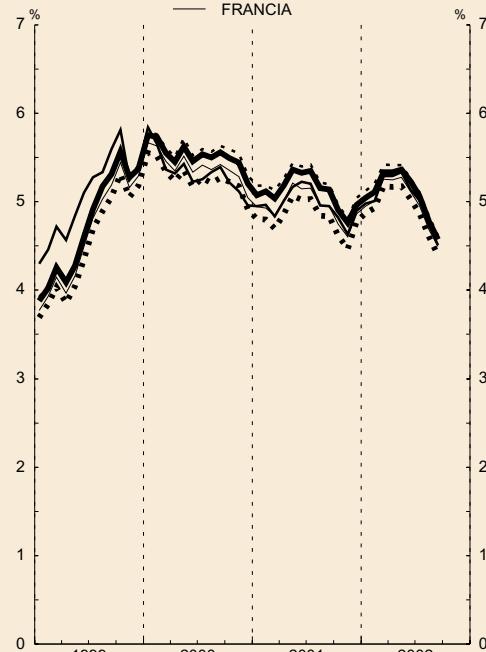
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS

ESTADOS UNIDOS
ZONA EURO
JAPÓN



ESPAÑA
REINO UNIDO
ALEMANIA
ITALIA
FRANCIA



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

2.7 Mercados internacionales: Índice de precios de materias primas no energéticas.

Precios del petróleo y del oro

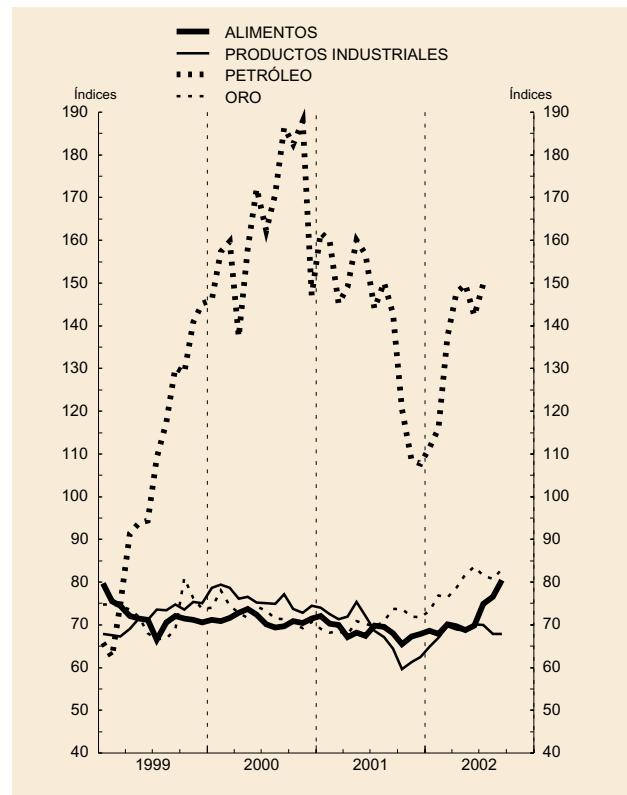
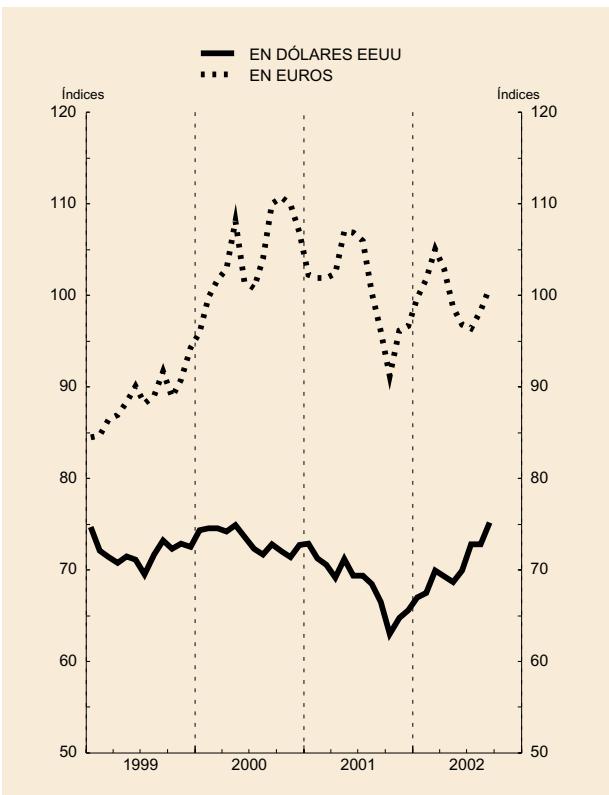
■ Serie representada gráficamente.

Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro							
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte Dólares estadounidenses por barril	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo (d)					
		General	General	Alimentos	Productos industriales												
					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-S	102,8	69,9	69,1	70,8	68,0	73,2	152,1	26,4	69,9	268,6	9,65						
02 E-S	100,0	70,4	71,9	68,3	68,7	67,9	...	24,4	79,6	305,7	10,61						
01 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	149,7	25,4	81,9	314,5	11,03						
Jun	96,8	70,0	69,9	70,1	71,2	69,2	142,4	24,1	83,6	321,2	10,81						
Jul	96,4	72,8	74,9	70,0	71,3	68,8	149,8	25,8	81,5	313,3	10,15						
Ago	98,4	72,8	76,6	67,8	70,3	65,1	...	26,7	80,8	310,3	10,20						
Sep	100,9	75,2	80,5	67,9	70,4	65,7	...	28,4	83,0	318,9	10,45						

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS

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



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

(a) Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones de materias primas realizadas por los países de la OCDE en el periodo 1994-1996.

(b) Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

(c) Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 en el mercado de Londres.

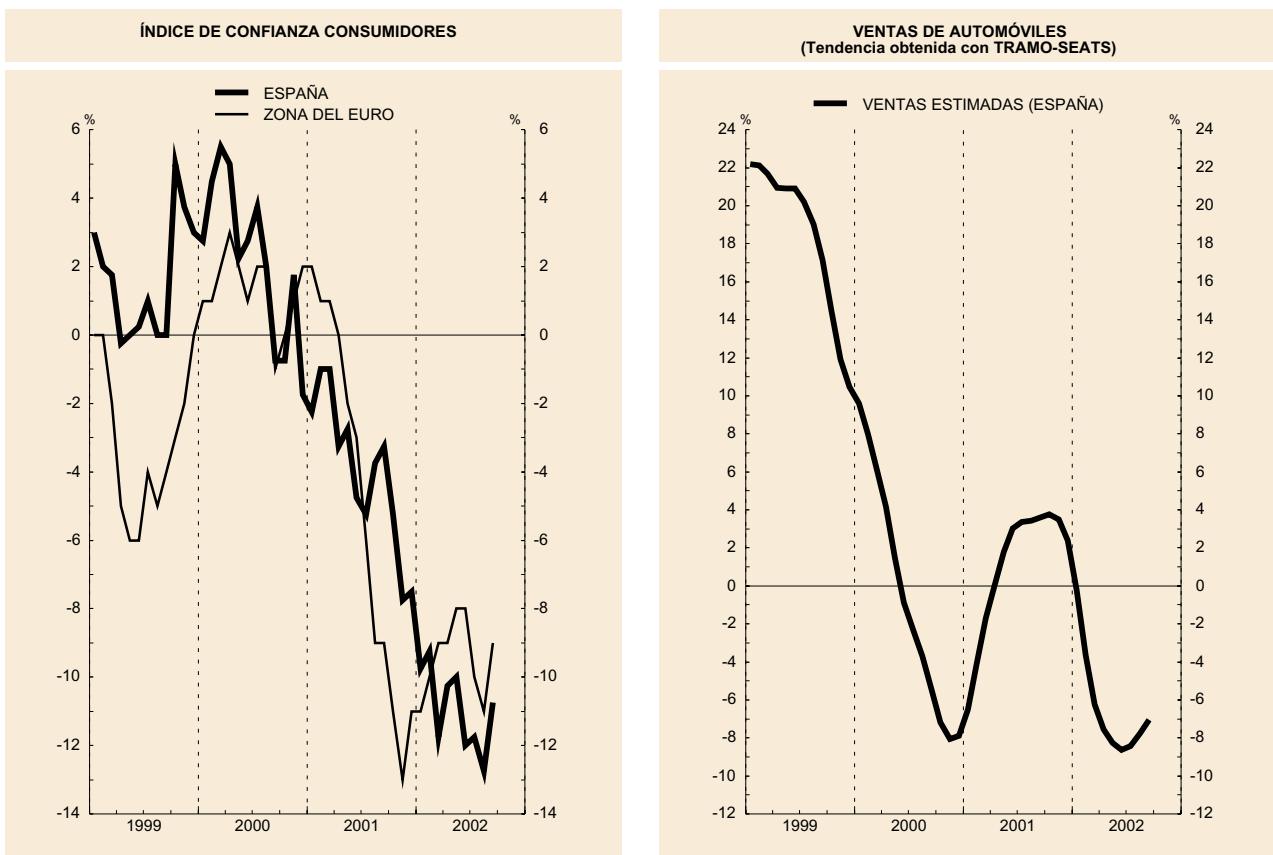
(d) Desde enero de 1999, los datos en dólares estadounidenses se han convertido a euros con el cambio medio mensual del dólar estadounidense. Hasta esa fecha, los datos en pesetas se han convertido a euros con el tipo irrevocable.

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

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)			Pro memoria: zona del euro índice deflactado	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Nominal	Deflactado (a)	Del cual Grandes superficies (a)	Alimentación (b)	Resto (c)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
99	2	6	7	3	-3	-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	2,4	
01	-4	-3	4	-0	-5	-6	2,2	1,9	3,2	-0,6	7,1	3,4	3,5	5,1	1,5	1,4	
01 E-S	-3	-3	5	1	-3	-5	0,8	-0,4	1,8	...	7,3	3,3	2,7	5,3	1,3	1,5	
02 E-S	A	-11	-7	-0	-3	-9	-17	-9,5	-8,4	...	...	...	...	...	...	...
01 Oct	-5	-4	5	-3	-11	-9	11,0	11,0	11,9	3,3	7,6	4,5	7,2	6,4	2,3	0,5	
Nov	-8	-5	3	-6	-13	-9	2,5	3,9	3,0	3,3	5,4	2,7	6,4	4,0	0,7	2,1	
Dic	-8	-5	1	-1	-11	-10	8,3	14,5	10,8	0,8	6,1	3,3	4,3	2,9	2,8	0,7	
02 Ene	P	-10	-6	-1	-3	-11	-13	1,7	1,6	4,6	-2,4	3,7	0,7	3,6	4,4	-2,1	0,2
Feb	P	-9	-6	1	-2	-10	-17	-10,3	-17,1	-9,3	-3,2	5,8	2,6	7,8	4,7	1,0	1,5
Mar	P	-12	-6	-2	-3	-9	-17	-23,6	-33,2	-14,1	-6,2	3,9	0,7	7,2	3,8	-1,4	1,3
Abr	P	-10	-6	-	-2	-9	-17	-6,6	-0,5	-7,7	-7,9	9,7	5,9	9,8	2,8	8,6	0,6
May	P	-10	-5	2	-2	-8	-18	-4,8	-6,9	-6,2	-6,8	7,3	3,6	9,8	1,3	5,6	0,6
Jun	P	-12	-8	-	-3	-8	-18	-16,5	-1,6	-16,4	-9,2	2,3	-1,1	3,5	-3,5	1,0	-1,0
Jul	P	-12	-10	-	-4	-10	-17	-6,1	-4,4	-6,0	-6,6	7,0	3,5	10,6	1,4	4,9	1,5
Ago	P	-13	-9	-2	-3	-11	-16	-9,1	-7,7	-10,1	-4,5	3,9	0,2	11,0	2,6	-1,0	...
Sep	A	-11	-5	-	-2	-9	-17	-2,2	-2,2	-4,1	...	...	...	...	...	...



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

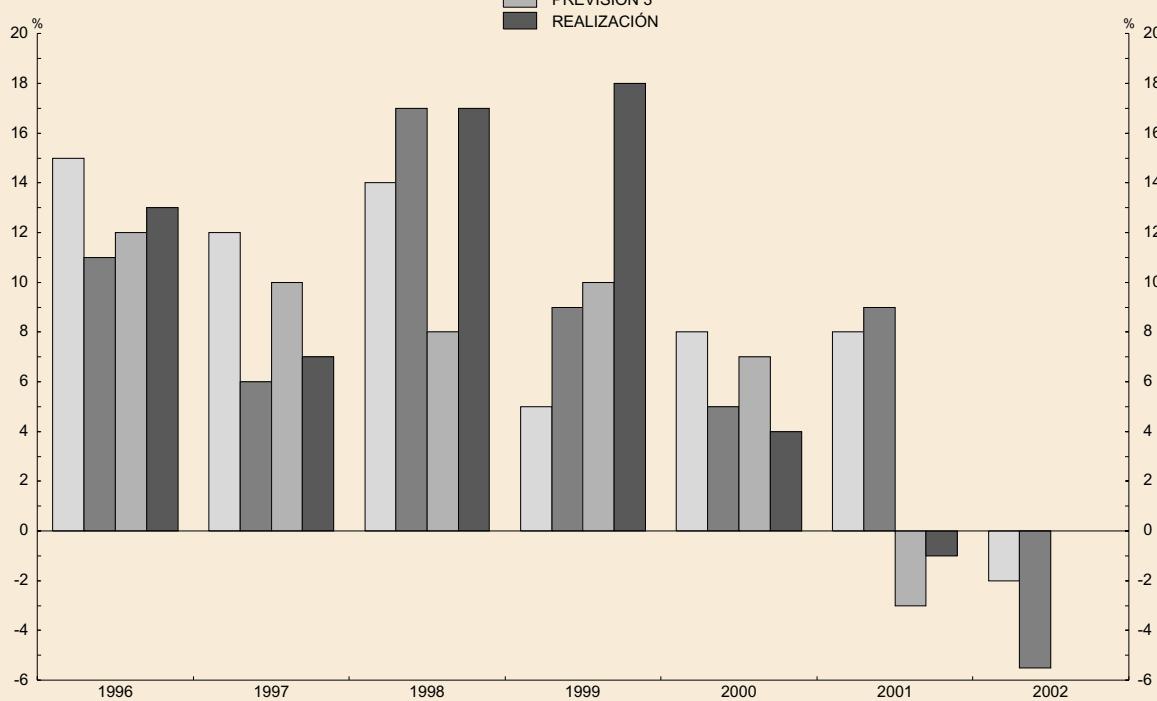
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1 ^a	Previsión 2 ^a	Previsión 3 ^a
1	2	3	4	
96	-	13	15	11
97	7	12	6	10
98	17	14	17	8
99	18	5	9	10
00	4	8	5	7
01	-1	8	9	-3
02	...	-2	-6	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales

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



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

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

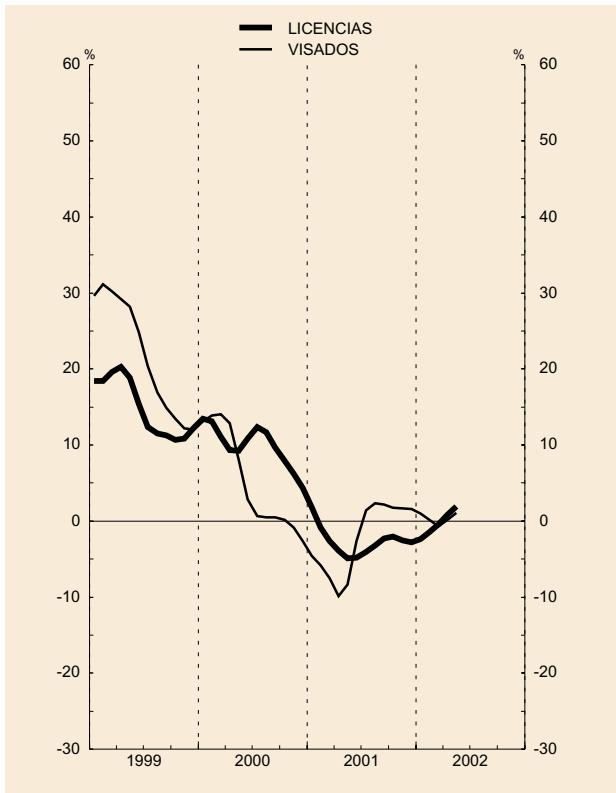
3.3. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España

■ Serie representada gráficamente.

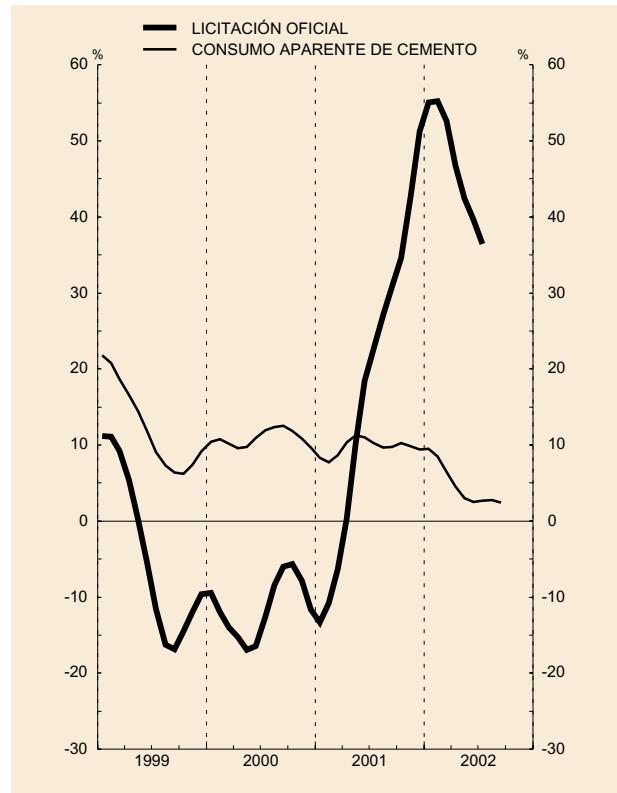
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total	Edificación			Ingeniería civil			
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes		Total	Residencial	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	43,3	43,3	62,0	137,3	108,0	40,4	34,7	9,7	
01 E-S	-4,1	-7,1	-8,6	9,0	-3,9	-8,6	36,5	36,5	54,6	137,9	66,6	29,5	27,8	8,9	
02 E-S	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	5,3
01 Jun	-11,3	-9,2	-10,4	-19,5	5,4	2,9	118,4	10,5	122,9	222,4	15,2	34,8	114,4	8,1	
Jul	5,7	-0,9	-1,6	31,4	13,8	7,7	106,3	25,8	53,0	172,9	194,0	27,9	139,5	12,9	
Ago	-11,6	-15,6	-15,4	10,5	1,8	-1,5	123,9	37,2	143,2	50,3	31,2	171,8	114,3	7,6	
Sep	9,8	8,2	7,5	18,3	0,2	1,6	29,3	36,5	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	114,8	45,1	45,2	-6,1	82,6	61,5	150,2	24,3	
Nov	-2,1	-6,8	-6,2	19,6	3,4	2,5	24,7	42,9	73,9	124,0	176,8	58,4	1,4	7,9	
Dic	-9,7	-18,9	-16,0	41,7	3,6	0,6	47,4	43,3	140,6	574,3	655,1	89,1	17,2	2,8	
02 Ene	-5,4	-10,7	-5,0	18,1	-1,5	-3,7	144,4	144,4	157,3	421,8	347,6	115,4	138,9	15,6	
Feb	0,2	2,9	2,6	-10,1	6,2	6,2	93,8	123,9	76,3	290,8	130,6	27,0	110,7	11,6	
Mar	-9,2	-11,0	-10,6	-2,1	-15,6	-19,1	42,1	87,5	6,1	-8,2	75,1	9,7	65,4	-6,7	
Apr	5,0	10,3	9,5	-13,5	8,9	20,3	15,4	61,6	112,8	73,8	312,7	127,3	-17,0	17,7	
May	4,2	14,5	12,6	-27,2	6,6	6,6	24,3	52,0	51,9	-2,7	7,4	74,9	9,0	0,3	
Jun	...	...	...	...	...	...	-40,4	19,2	-54,5	-87,5	-37,5	15,3	-27,0	-3,8
Jul	...	...	...	...	...	...	47,0	26,5	38,0	60,5	-32,8	28,0	50,6	9,7
Ago	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,9
Sep	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	7,6

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.

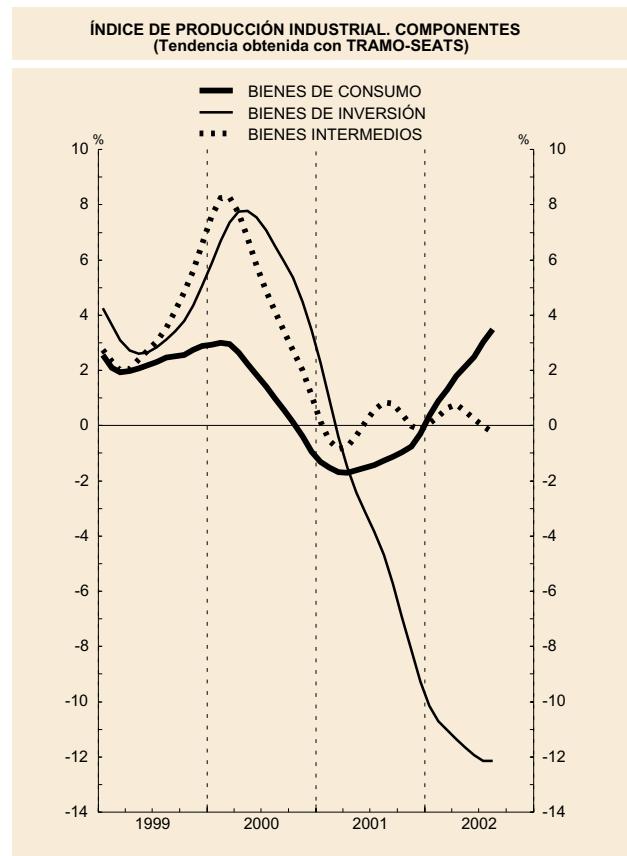
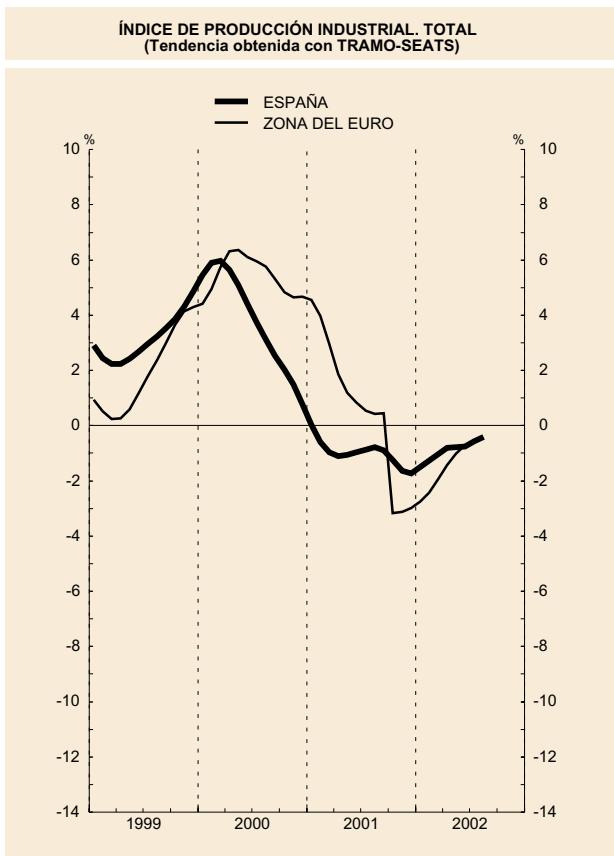
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

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		Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Minerales	Transformados	Otras	Del cual		Por destino económico de los bienes			
	Total	1									12	1	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
	Serie original	T	12													
99	MP	118,1	2,6	2,3	1,9	3,2	3,1	4,0	4,1	0,5	3,1	1,9	1,9	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	9,4	5,9
01	MP	121,4	-1,2	-2,0	-1,6	-3,4	-0,1	3,0	-0,1	-3,8	-1,3	0,3	0,2	0,1	1,2	-0,7
01 E-A	MP	121,2	-0,6	-1,1	-1,2	-1,3	0,1	1,5	0,5	-1,4	-1,7	2,1	2,3	...	4,0	1,4
02 E-A	MP	120,0	-1,0	-1,5	2,0	-11,7	0,2	1,9	1,5	-7,0	1,5	-1,4	-1,9	...	-3,9	-0,6
01 May	P	131,9	-0,9	-1,8	-0,4	-4,2	-0,2	3,8	0,9	-3,6	-1,6	0,2	-0,1	-0,3	0,9	-0,9
Jun	P	129,4	-2,5	-3,5	-3,8	-4,4	-0,7	3,8	-0,1	-5,0	-4,1	2,0	2,2	1,5	3,2	1,6
Jul	P	128,0	-0,4	-0,9	-1,2	-4,1	1,7	3,6	1,2	-3,3	-0,3	-1,3	-1,5	-0,7	-2,0	-1,6
Ago	P	89,7	3,2	2,5	2,5	1,9	4,1	6,0	1,6	3,9	2,1	1,4	1,3	1,8	2,7	-0,1
Sep	P	121,5	-2,9	-3,7	-5,4	-2,3	-0,9	2,5	-0,9	-5,4	-4,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-1,5
Oct	P	130,6	3,0	2,4	2,6	1,2	3,9	6,0	3,3	0,1	4,2	-2,5	-2,8	-2,1	-2,7	-3,4
Nov	P	127,0	-4,7	-6,3	-3,4	-13,6	-2,7	3,8	-1,0	-13,2	-2,8	-4,1	-4,9	-3,0	-5,4	-6,0
Dic	P	107,4	-4,4	-7,6	-3,0	-14,8	-1,6	11,4	-7,7	-15,6	-	-4,5	-6,3	-3,8	-6,5	-8,5
02 Ene	P	123,5	-0,6	-1,9	2,4	-10,2	0,5	6,2	0,1	-7,1	1,8	-2,7	-3,6	-0,9	-6,1	-3,3
Feb	P	120,2	-0,6	-0,9	3,1	-10,6	0,1	1,7	2,6	-6,8	2,3	-2,9	-3,8	-1,1	-7,2	-2,3
Mar	P	118,2	-10,0	-11,7	-10,3	-21,9	-5,8	-0,5	-5,4	-18,8	-9,2	-2,0	-2,9	-1,5	-5,9	-0,3
Abr	P	126,5	10,6	10,6	15,7	-0,2	10,5	10,8	12,6	7,5	12,0	-0,9	-0,8	-1,6	-2,6	0,0
May	P	129,4	-1,9	-1,7	0,2	-10,0	-0,7	-1,7	-0,7	-5,9	1,3	-1,0	-1,7	-0,5	-4,8	0,4
Jun	P	123,6	-4,5	-5,5	-2,4	-17,4	-1,6	1,9	-0,7	-12,0	-2,6	-0,5	-1,0	-1,1	-1,9	-0,2
Jul	P	132,5	3,5	3,7	7,5	-5,0	3,3	2,9	6,0	-1,2	6,8	-0,3	-0,1	-2,1	-0,8	0,2
Ago	P	86,2	-3,9	-3,4	2,1	-20,9	-4,3	-5,5	-1,7	-12,0	0,8	-0,8	-1,0	...	-1,2	0,4



Fuentes: INE y BCE.

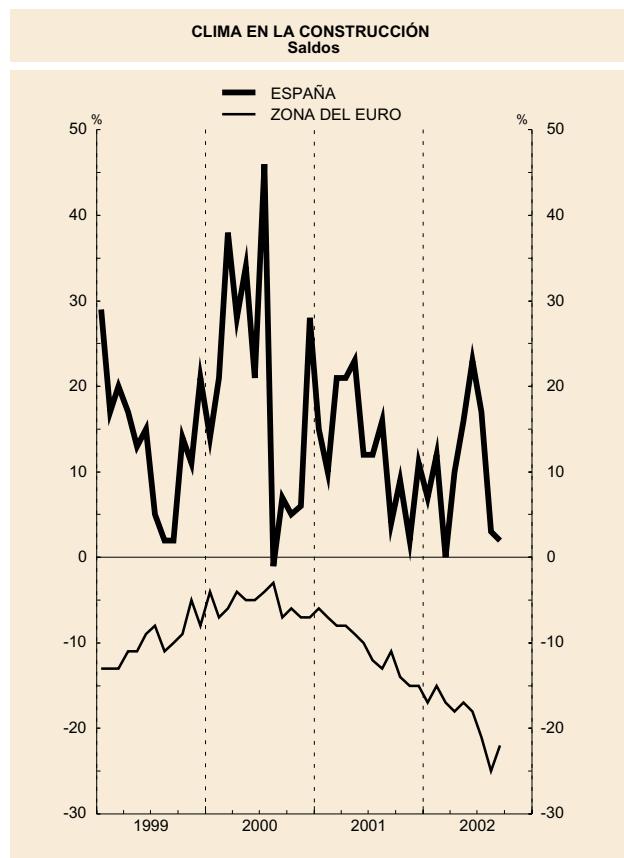
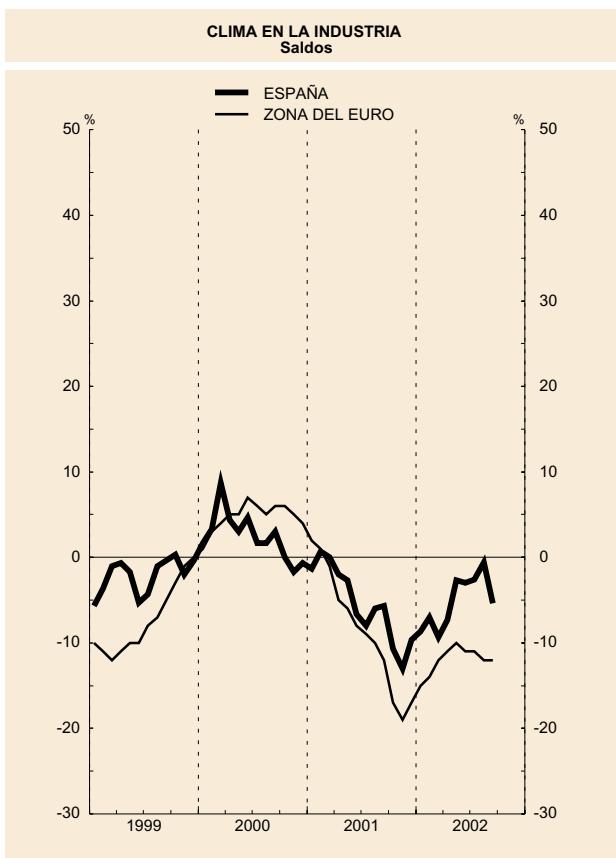
Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

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

■ Serie representada gráficamente.

Saldo

Indicador del clima industrial (a)	Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro (b)			
	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial			Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción	Indicador del clima en la construcción	
						Consumo	Equipo	Intermedios				Producción	Construcción	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	-16	-10
00 M 2	9	11	3	-4	7	2	1	4	21	12	21	41	37	5	3	-5
01 M -5	-0	3	-9	-13	11	-5	-4	-7	13	10	21	37	38	-8	-14	-11
01 E-S M -4	2	7	-7	-11	11	-3	-2	-5	15	16	21	33	41	-5	-9	-9
02 E-S M -5	-2	5	-12	-18	8	-9	-6	-2	10	12	12	18	44	-12	-26	-19
01 Jun -7	5	1	-7	-13	14	-5	-6	-8	12	11	30	62	58	-8	-11	-10
Jul -8	1	-4	-7	-13	13	-5	-9	-10	12	16	30	16	50	-9	-16	-12
Ago -6	-1	-	-9	-14	9	-7	-6	-5	16	4	24	33	32	-10	-16	-13
Sep -6	1	1	-10	-13	8	-4	-8	-7	4	2	26	54	50	-12	-19	-11
Oct -11	-4	-9	-12	-16	11	-9	-12	-12	9	4	35	49	52	-17	-25	-14
Nov -13	-8	-13	-15	-22	11	-9	-13	-16	2	-18	12	36	2	-19	-28	-15
Dic -10	-9	-3	-17	-22	9	-10	-6	-13	11	-8	15	56	38	-17	-28	-15
02 Ene -9	-14	6	-22	-28	10	-12	-11	-6	7	-20	-2	14	34	-15	-28	-17
Feb -7	-11	7	-16	-17	12	-7	-5	-7	12	1	18	12	66	-14	-26	-15
Mar -9	-7	-2	-17	-19	9	-13	-13	-4	-	6	14	41	77	-12	-25	-17
Apr -7	-3	-	-14	-20	8	-13	-5	-4	10	18	20	-3	62	-11	-26	-18
May -3	3	7	-9	-15	6	-9	-5	3	16	20	11	20	71	-10	-23	-17
Jun -3	4	5	-6	-16	8	-2	-4	-3	23	10	22	14	62	-11	-25	-18
Jul -3	7	4	-7	-19	5	-9	-1	2	17	39	9	46	34	-11	-26	-21
Ago -1	4	11	-6	-15	7	-6	3	2	3	23	5	8	-25	-12	-30	-25
Sep -5	-	5	-14	-17	8	-6	-9	-3	2	10	12	6	19	-12	-27	-22



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.

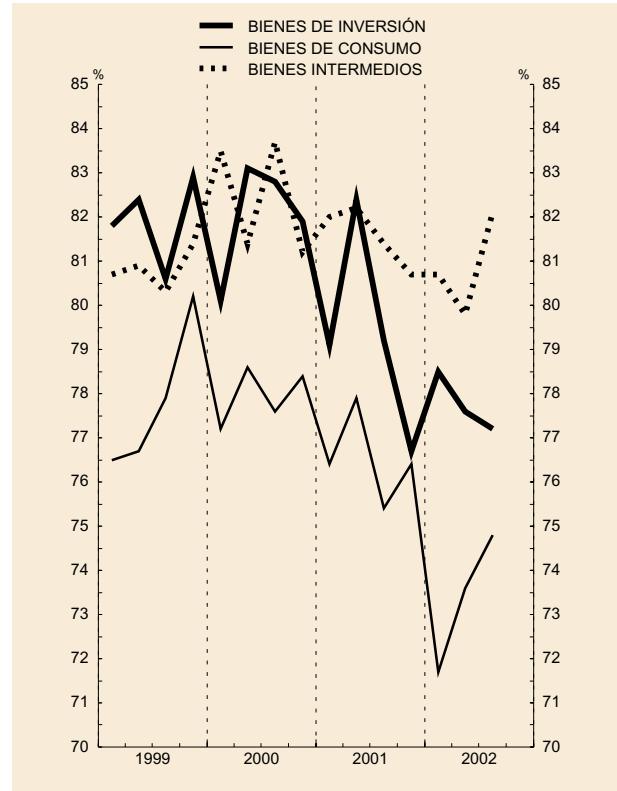
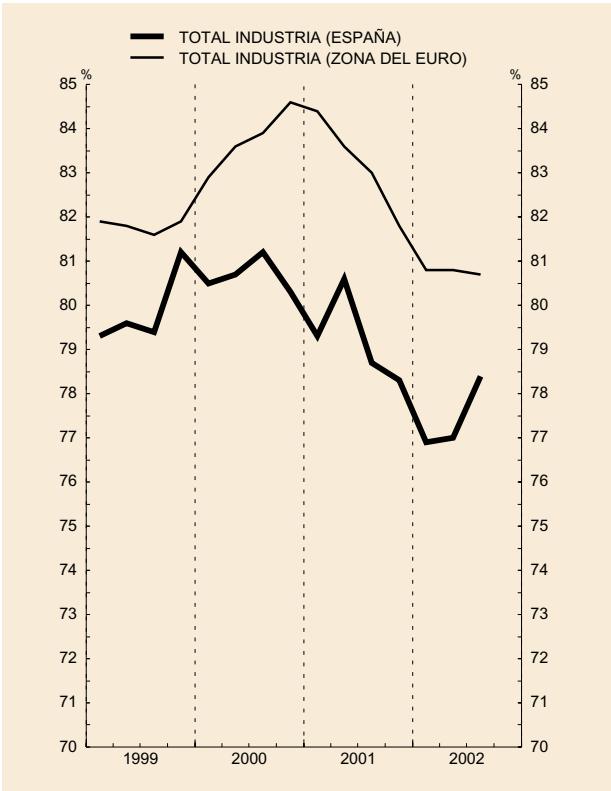
■ Serie representada gráficamente.

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)											
	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-III	79,5	80,9	2	76,6	78,6	2	80,2	81,8	1	81,9	82,4	1	83,7	
02 I-III	77,4	79,7	8	73,4	76,1	13	77,8	80,3	8	80,9	82,5	4	80,8	
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	80,8	
III	78,4	79,8	12	74,8	76,7	22	77,2	79,8	14	82,1	82,6	1	80,7	

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



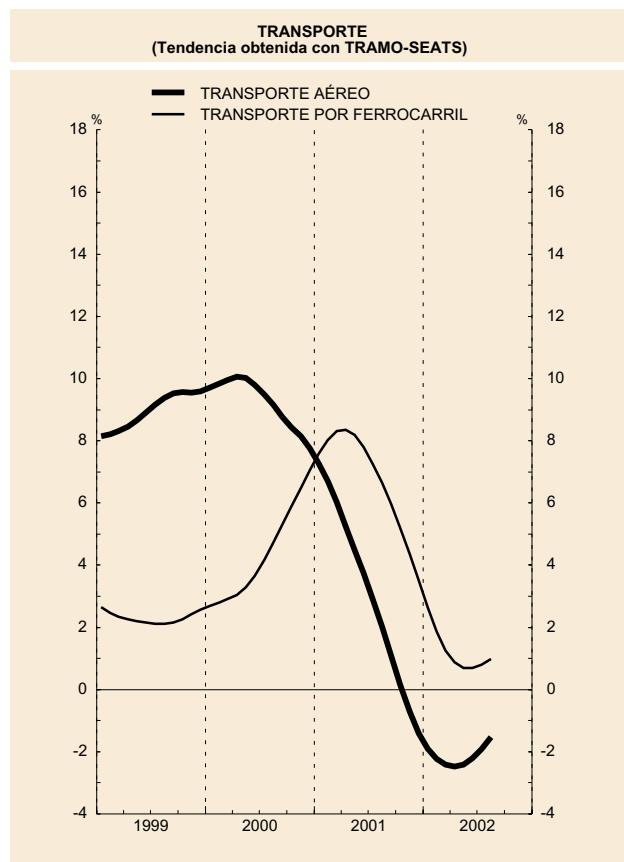
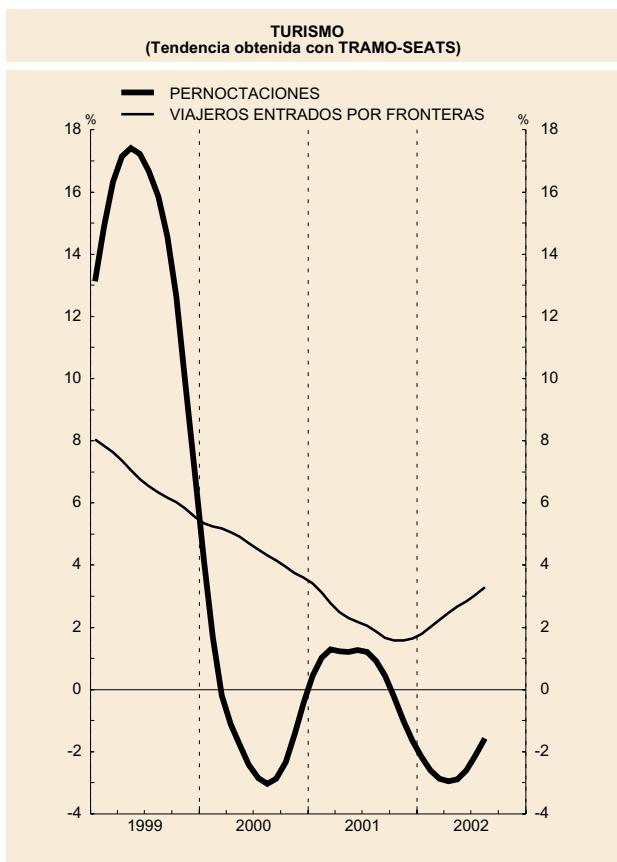
Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

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	Extranje- ros	Total	Extranje- ros	Total	Turistas	Excursio- nistas	Pasajeros			Mercan- cias	Pasajeros	Mercan- cias	Viajeros	Mercan- cias	
								8	9	10						
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	-0,6	0,7	-0,2	2,5	4,4	-0,9	3,0	0,8	4,5	-4,9	0,2	3,4	6,6	-0,6
01 E-A	P	2,1	1,0	1,1	0,1	4,2	6,4	0,3	5,4	2,6	7,3	-2,0	1,1	1,6	7,4	-1,0
02 E-A	P	-0,3	-2,1	-2,7	-5,2	3,7	2,3	6,3	-2,7	-3,8	-1,9	-3,3	...	...	3,4	...
01 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		1,9	0,5	-0,8	-2,3	5,3	7,0	1,2	5,3	-0,0	8,7	-1,4	1,1	-2,5	3,8	-16,4
Jul		0,5	-0,8	1,7	1,7	2,7	1,8	4,5	2,5	-0,4	4,2	-7,0	1,0	-0,4	7,1	1,1
Ago		2,6	2,3	2,3	1,9	7,2	14,7	-4,0	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	12,9	12,0	14,6	1,9	-1,8	4,7	-13,4	19,0	5,4	-4,0	-7,2
Apr	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	-3,3	-4,4	-2,6	-1,1	-1,6	6,9	0,3	-8,5
Jun	P	-3,3	-5,1	-4,8	-6,5	2,9	-0,8	12,1	-4,0	-6,7	-2,4	-0,7	3,6	6,2	0,1	1,8
Jul	P	0,6	-2,4	-3,0	-6,1	0,8	0,8	0,9	-2,4	-1,6	-2,9	5,4	...	4,7	...	3,3
Ago	P	3,5	1,6	0,9	-2,4	8,6	10,9	4,4	0,8	-1,5	2,1	0,2	...	...	...	...



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.

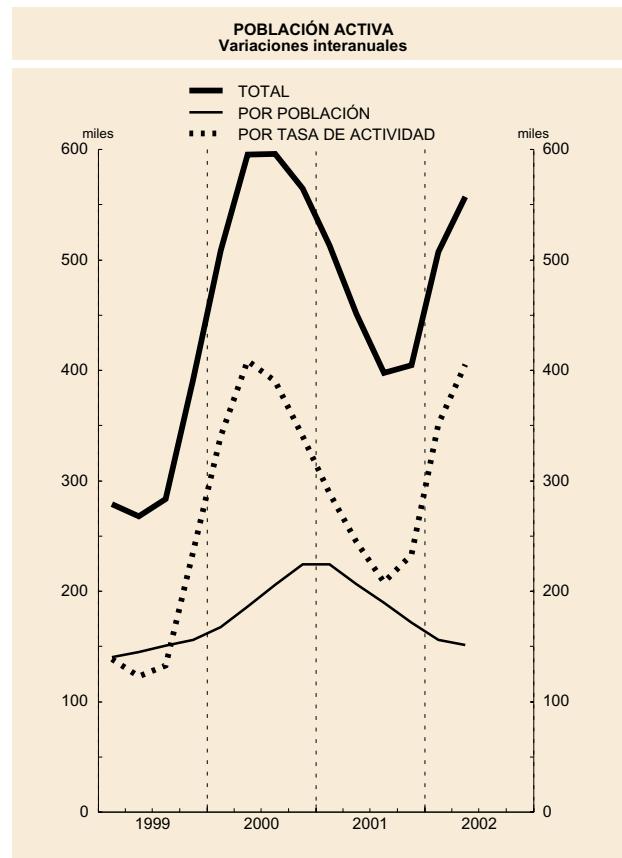
(a) A partir de enero de 1999 la encuesta incluye aquellos establecimientos con categoría una estrella de plata y similares. Para el cálculo de la tasa de variación interanual se han elevado los datos correspondientes a 1998 de acuerdo al nuevo directorio.

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)	Miles de personas (a)	Población activa				1 T 4 (b)			
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4			Variación interanual (b) (c)							
						Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)					
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-II	M	33 614	398	1,2	52,57	17 670	964	431	533	2,7			
02 I-II	M	33 901	286	0,9	53,69	18 202	1 064	308	757	3,0			
99 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			
II		33 933	281	0,8	53,83	18 267	557	151	406	3,1			



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

(a) Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es).

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

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

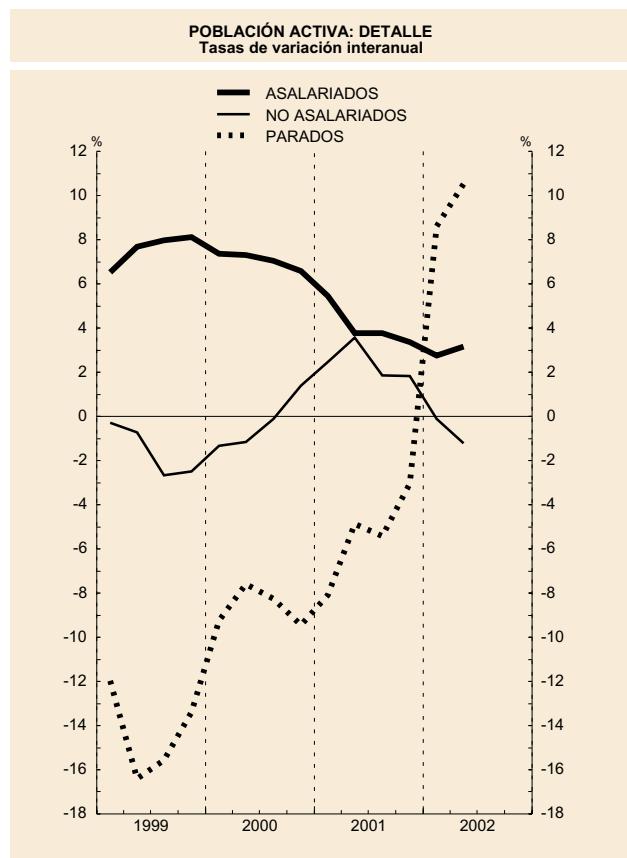
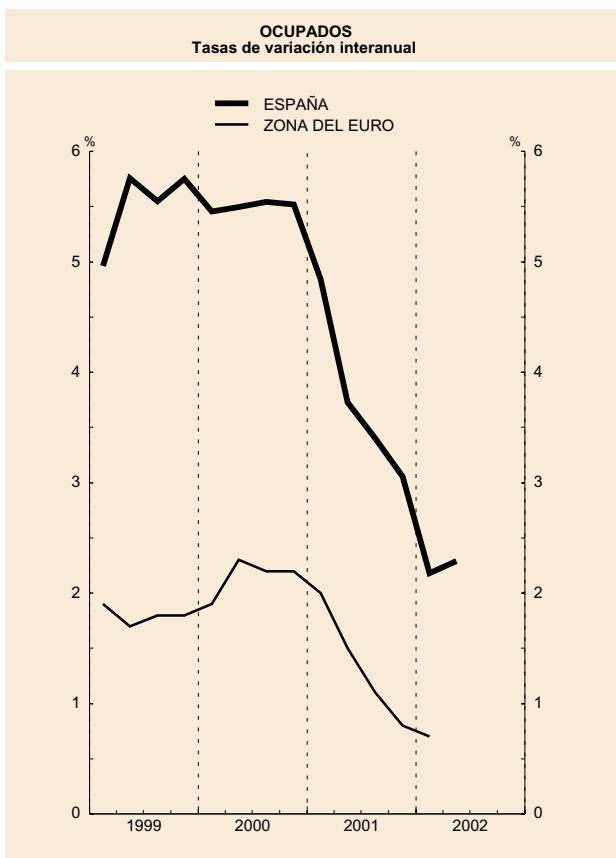
Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

4.2. Ocupados y asalariados. España y zona del euro

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados				Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	T 1 4		
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	(a)	(b)	(b)	T 1 4	T 1 4		
99	M	14 568	760	5,5	11 474	809	7,6	3 094	-49	-1,5	2 722	-455	-14,3	15,75	1,8	9,35	
00	M	15 370	802	5,5	12 286	811	7,1	3 084	-10	-0,3	2 487	-235	-8,6	13,93	2,2	8,38	
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	8,01	
01 I-II	M	15 795	648	4,3	12 627	555	4,6	3 167	93	3,0	1 875	-166	-6,5	10,61	1,8	8,00	
02 I-II	M	16 148	353	2,2	13 002	375	3,0	3 146	-21	-0,7	2 054	179	9,5	11,28	...	8,19	
99 /IV		14 825	806	5,7	11 767	884	8,1	3 058	-78	-2,5	2 682	-414	-13,4	15,32	1,8	8,97	
00 I		14 988	775	5,5	11 913	816	7,4	3 074	-41	-1,3	2 622	-267	-9,2	14,89	1,9	8,73	
//		15 306	798	5,5	12 231	834	7,3	3 075	-36	-1,2	2 457	-202	-7,6	13,83	2,3	8,46	
///		15 542	816	5,5	12 456	820	7,0	3 086	-4	-0,1	2 439	-220	-8,3	13,57	2,2	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	2,2	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	2,0	8,03	
//		15 877	571	3,7	12 692	461	3,8	3 184	109	3,6	1 833	-120	-4,9	10,35	1,5	7,97	
///		16 072	529	3,4	12 928	472	3,8	3 144	58	1,9	1 835	-132	-5,4	10,25	1,1	7,99	
/IV		16 121	478	3,1	12 964	422	3,4	3 157	56	1,8	1 892	-74	-3,0	10,50	0,8	8,06	
02 I		16 055	342	2,2	12 909	347	2,8	3 146	-4	-0,1	2 081	165	8,6	11,47	0,7	8,14	
//		16 241	364	2,3	13 095	403	3,2	3 146	-39	-1,2	2 026	193	10,5	11,09	...	8,23	



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 parado que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es).

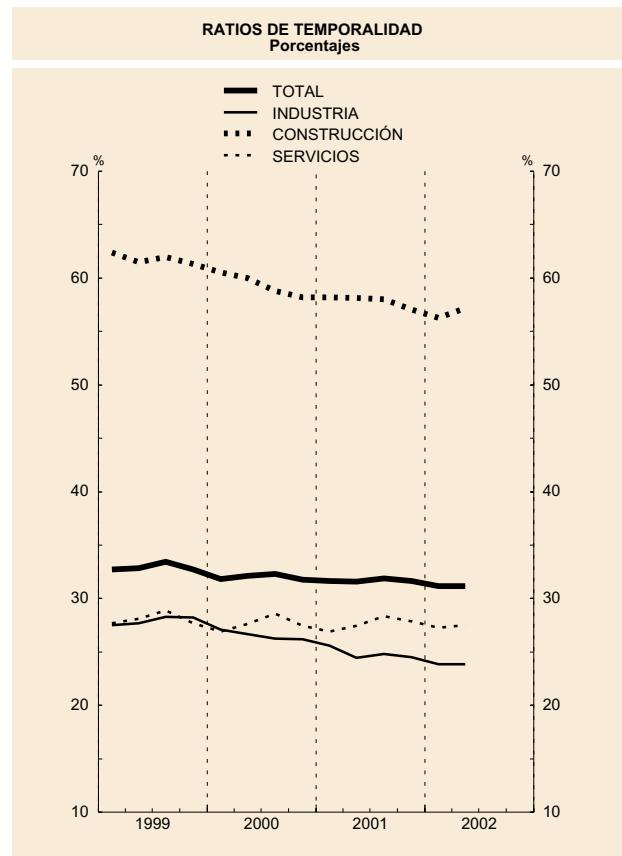
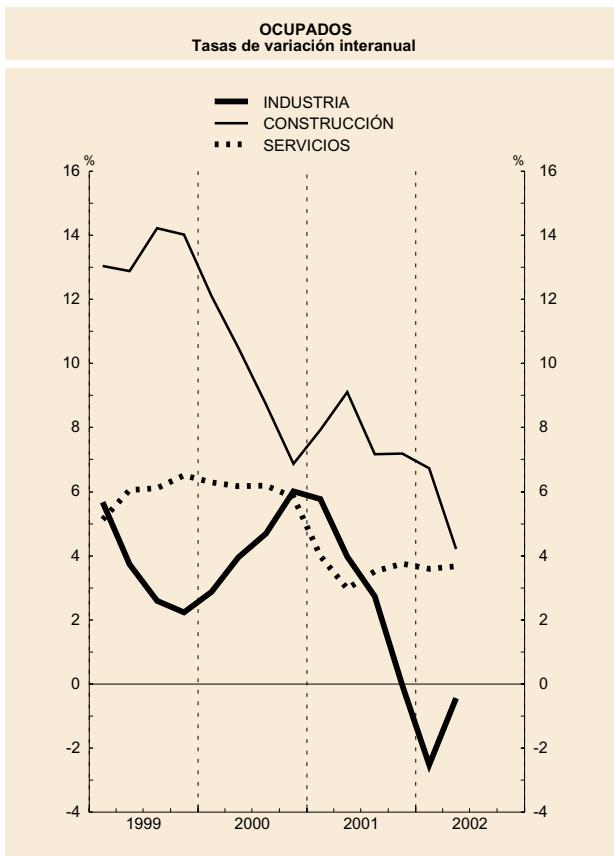
(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie de la columna 10. Por esta razón las tasas y variaciones interanuales del 2001 no se pueden reconstruir con la serie de la columna 10. Las notas metodológicas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

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

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

	1	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
		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-II	M	4,3	4,6	-1,2	3,0	8,7	6,5	4,9	4,6	-6,9	8,5	8,8	-3,5	3,5	3,6	-0,4	3,9	3,9	2,6
02 I-II	M	2,2	3,0	-1,3	-5,1	-5,6	-5,9	-1,5	-1,2	-4,7	5,4	5,2	-2,4	3,6	4,5	0,8	2,9	2,5	3,3
99 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
II		2,3	3,2	31,2	-6,0	-6,5	58,0	-0,4	-0,1	23,9	4,2	3,9	57,2	3,7	4,7	27,5	2,9	2,5	3,3



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.

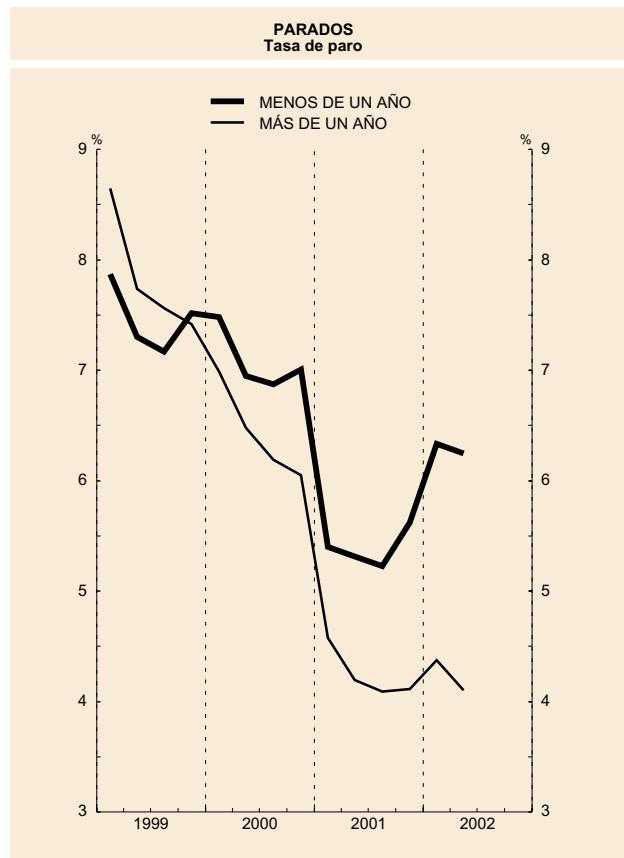
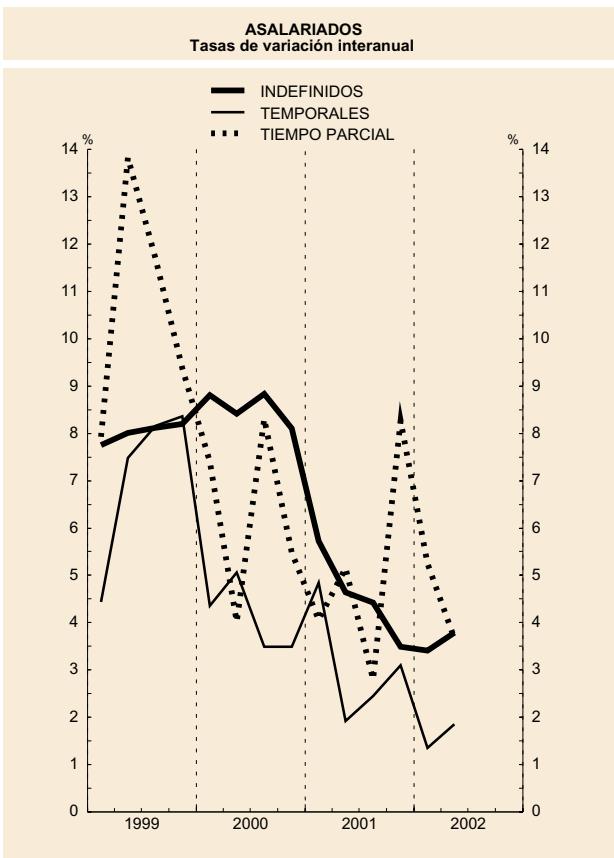
(a) Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

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	572	8,0	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-II	M	426	5,2	130	3,4	31,59	410	3,6	46	4,6	8,22	5,36	-7,6	4,39	-13,3	20,89	45,79	51,03			
02 I-II	M	311	3,6	64	1,6	31,17	364	3,1	46	4,4	8,34	6,29	21,0	4,24	-0,4	20,29	44,16	50,06			
99 /V		600	8,2	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			
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			
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			
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		466	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			
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			
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			
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			
II		329	3,8	74	1,9	31,16	364	3,1	39	3,7	8,34	6,25	21,3	4,10	0,8	19,67	44,84	50,67			



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

(a) Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es).

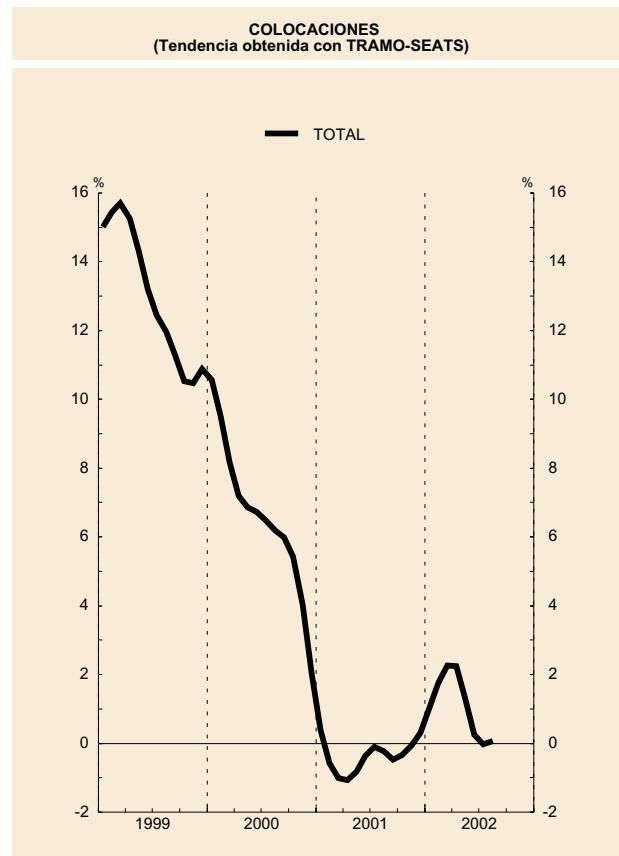
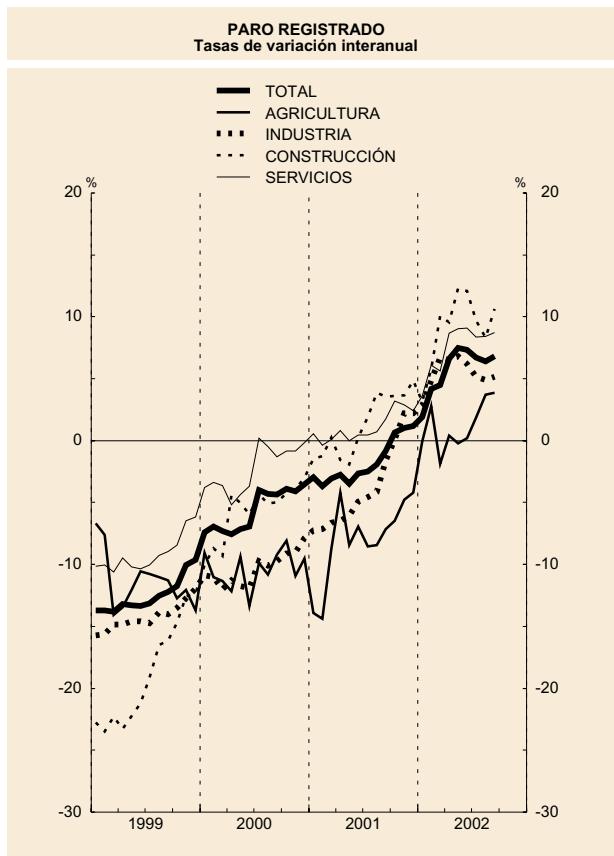
(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie con la nueva definición de parado. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red(www.ine.es).

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

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratados				Colocaciones	
	Total			Sin empleo anterior		Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total		Total		
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	A tiempo parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
					Total	Agricul-	cultura	Total	Industria	Construc-	Servicios							
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-S	M	1 519	-42	-2,7	-10,5	-1,1	-9,1	-0,8	-5,5	0,3	0,5	1 144	0,7	9,18	17,72	90,82	1 109	-1,0
02 E-S	MP	1 606	87	5,7	-1,5	7,0	1,1	7,2	5,4	8,9	7,4	1 166	1,9	9,11	18,79	90,89	...	...
01 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		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		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		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		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
Jul	P	1 548	97	6,7	1,2	7,7	1,8	7,9	5,2	9,7	8,4	1 318	4,7	7,72	20,34	92,28	1 281	5,5
Ago	P	1 552	93	6,4	-0,2	7,6	3,7	7,7	4,9	8,3	8,4	1 019	-4,0	7,73	19,37	92,27	992	-2,9
Sep	P	1 590	102	6,8	-0,1	8,1	3,9	8,3	5,2	10,6	8,7	1 187	5,0	8,78	20,01	91,22	...	...



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

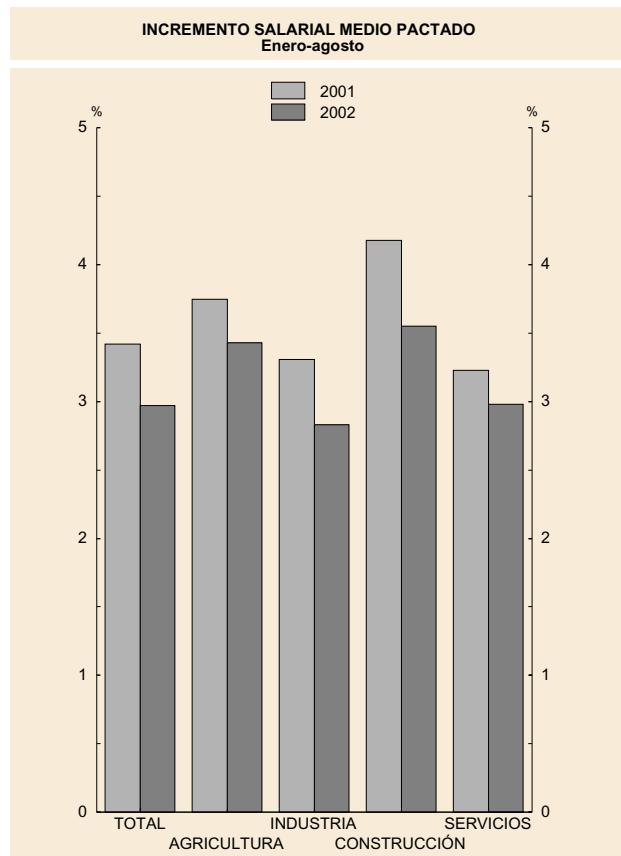
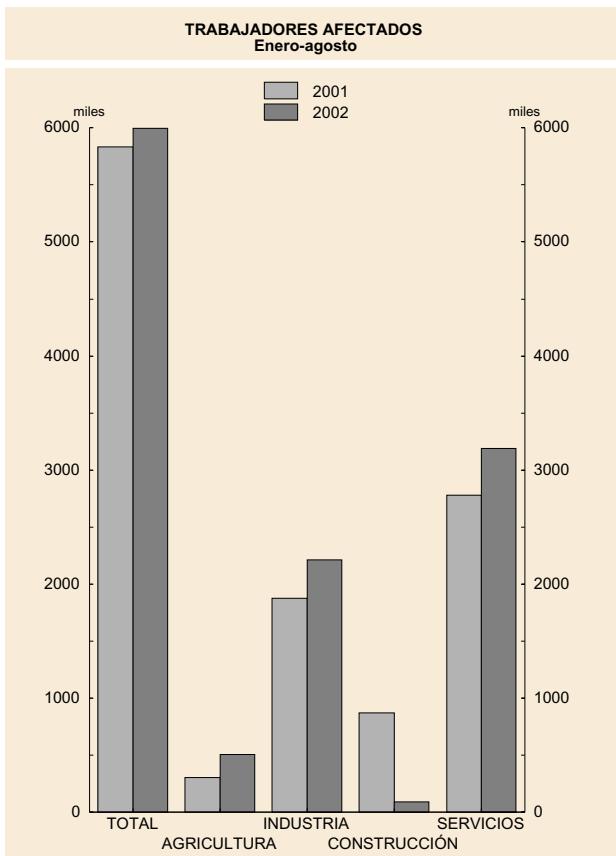
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

4.6. Convenios colectivos. España

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
			Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado								
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	9 080	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 Mar	8 444	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	8 724	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	8 919	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	8 966	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	8 986	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	8 987	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	9 054	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	9 066	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	9 067	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	9 080	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	5 706	2,96	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	5 714	2,96	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	5 726	2,96	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	5 819	2,96	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	5 984	2,97	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	5 988	2,97	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
Jul	5 990	2,97	5 230	622	5 852	623	503	2 158	53	3 139	2,79	4,45	2,96	3,43	2,82	3,66	2,97
Ago	5 990	2,97	5 234	761	5 995	162	503	2 213	90	3 189	2,79	4,24	2,97	3,43	2,83	3,55	2,98



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

(a) Datos acumulados.

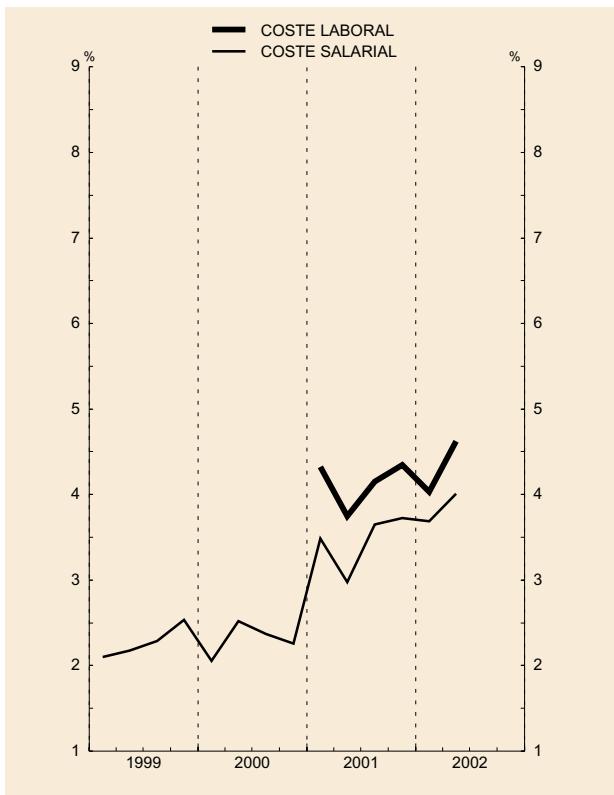
4.7. Índice de costes laborales

■ Serie representada gráficamente.

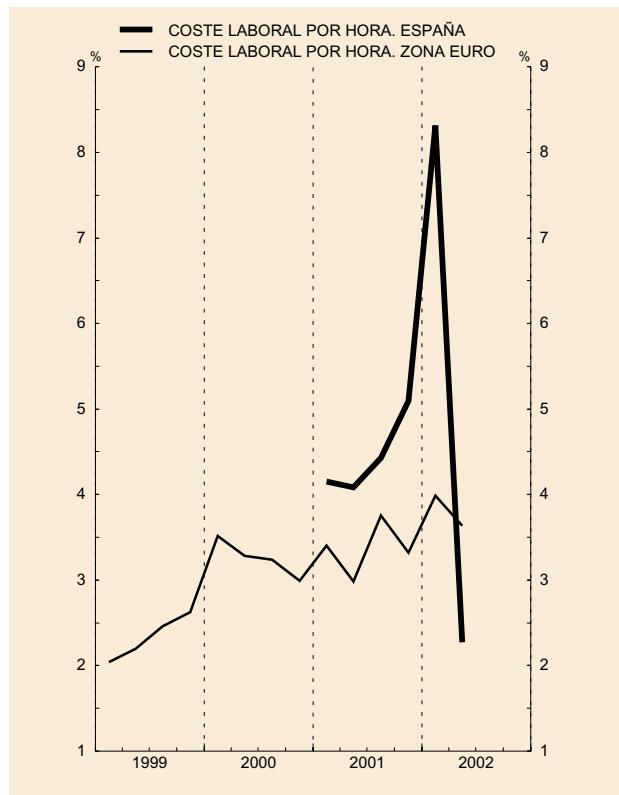
Tasas de variación interanual

	M	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	...	3,3	
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-II	M	4,0	4,5	4,9	3,9	4,1	3,2	3,6	4,1	3,2	3,3	6,5	3,2		
02 I-II	M	4,3	4,4	4,6	4,6	5,2	3,9	4,4	3,9	3,9	4,8	5,7	3,8		
99 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	3,8		
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	4,0		
II		4,6	5,1	4,5	4,7	2,3	4,0	4,9	4,0	4,0	1,8	6,5	3,6		

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.

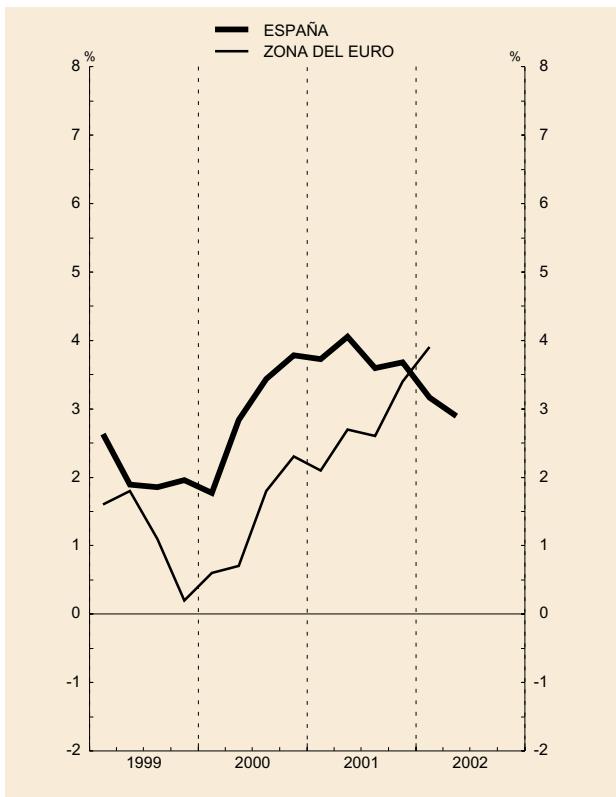
4.8. Costes laborales unitarios. España y zona del euro (a)

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

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.

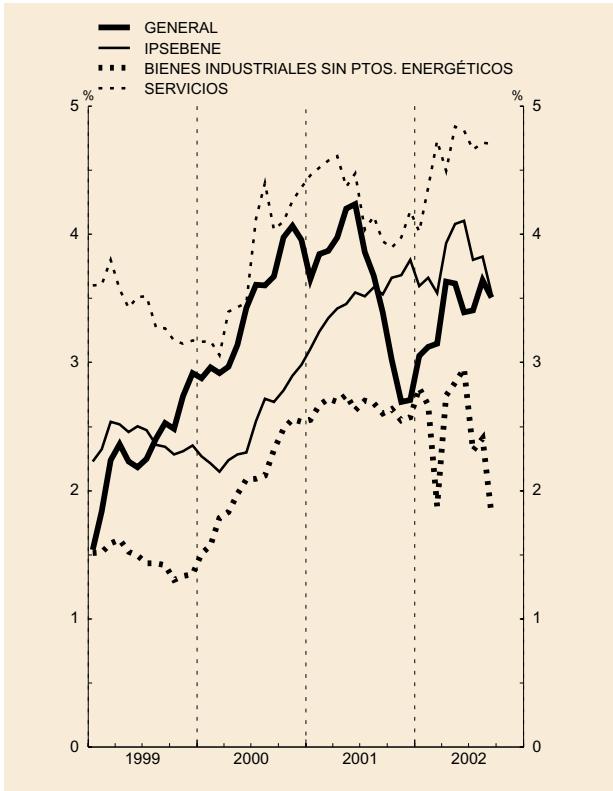
5.1. Índice de precios de consumo. España. Base 2001=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

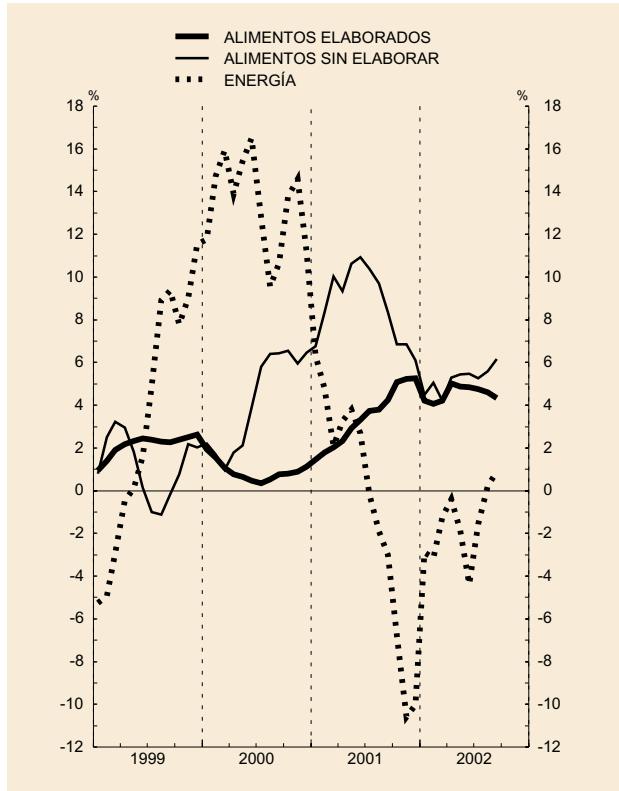
Índices y tasas de variación interanual

	Serie original	Índice general (100 %)				Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 1995)	
		m ₁	T ₁₂	T ₁₂	s/dic	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
99	M	93,8	—	2,3	2,9	1,2	2,1	1,5	3,3	3,4	2,4	95,4	-1,9	
00	M	97,0	—	3,4	4,0	4,2	0,9	2,1	13,4	3,7	2,5	99,3	4,1	
01	M R	100,5	—	3,6	2,7	8,7	3,4	2,6	-0,8	4,3	3,5	103,8	4,5	
01	E-S	M	100,2	0,3	3,9	1,5	9,4	2,9	2,7	2,0	4,3	3,4	105,1	7,8
02	E-S	M	103,0	0,3	3,4	1,6	5,2	4,6	2,5	-1,6	4,6	3,8	...	...
01	Jun		100,7	0,3	4,2	2,0	10,9	3,3	2,6	2,7	4,5	3,5	109,6	14,0
Jul			101,0	0,2	3,9	2,3	10,4	3,7	2,7	-0,2	4,0	3,5	101,6	6,1
Ago			101,2	0,2	3,7	2,5	9,7	3,8	2,7	-1,9	4,1	3,6	96,4	7,4
Sep			101,2	—	3,4	2,5	8,4	4,3	2,6	-3,0	3,9	3,5	96,5	2,7
Oct			101,1	-0,1	3,0	2,4	6,9	5,1	2,6	-6,8	3,9	3,7	96,7	-1,3
Nov			101,0	-0,1	2,7	2,3	6,9	5,2	2,5	-10,6	4,0	3,7	102,4	-3,5
Dic	R		101,4	0,4	2,7	2,7	6,1	5,3	2,6	-10,0	4,2	3,8	107,3	-4,0
02	Ene		101,3	-0,1	3,1	-0,1	4,5	4,2	2,8	-2,9	4,0	3,6	107,1	6,0
Feb			101,3	0,1	3,1	-0,1	5,0	4,1	2,7	-3,2	4,4	3,7	105,8	0,2
Mar			102,2	0,8	3,1	0,8	4,2	4,2	1,9	-1,2	4,7	3,5	109,7	0,1
Abr			103,6	1,4	3,6	2,1	5,3	5,0	2,7	-0,4	4,5	3,9	108,1	-2,9
May			103,9	0,4	3,6	2,5	5,4	4,9	2,8	-1,9	4,8	4,1	102,5	-10,5
Jun			104,0	0,0	3,4	2,5	5,5	4,8	3,0	-4,4	4,8	4,1	100,7	-8,2
Jul			103,2	-0,7	3,4	1,8	5,3	4,8	2,3	-1,6	4,7	3,8	...	...
Ago			103,5	0,3	3,6	2,1	5,6	4,6	2,4	0,2	4,7	3,8	...	...
Sep			103,9	0,4	3,5	2,5	6,2	4,3	1,8	0,9	4,7	3,5	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE, MAPA y BE.

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

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

(b) Tasa de variación intermensual no anualizada. (c) Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

(d) Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre. (e) Serie oficial del INE desde enero de 2002.

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

■ Serie representada gráficamente.

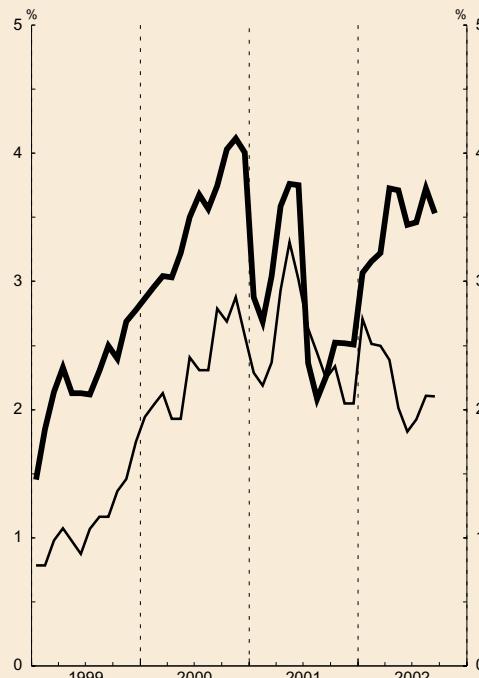
Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
99	M	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
00	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		
01	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 E-S	M	2,9	2,6	2,4	2,7	5,1	4,4	2,2	2,6	7,7	7,1	0,7	1,9	0,5	1,0	2,1	5,1	4,0	2,4		
02 E-S	M	3,5	2,2	2,8	1,6	4,8	3,3	5,2	3,2	4,4	3,5	1,6	0,8	2,5	1,6	-1,6	-1,8	4,6	3,2		
01 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	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		
Apr		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		
Jul		3,5	1,9	2,8	1,2	4,9	2,1	5,7	2,9	4,1	0,9	1,4	0,7	2,4	1,5	-1,5	-1,7	4,7	3,2		
Ago		3,7	2,1	3,1	1,4	4,9	2,3	5,6	2,9	4,3	1,3	2,0	0,9	2,5	1,4	0,3	-0,5	4,8	3,3		
Sep		3,5	2,1	2,9	1,4	5,0	2,3	5,2	2,8	4,7	1,7	1,7	1,0	1,9	1,4	0,9	-0,4	4,8	3,3		

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual

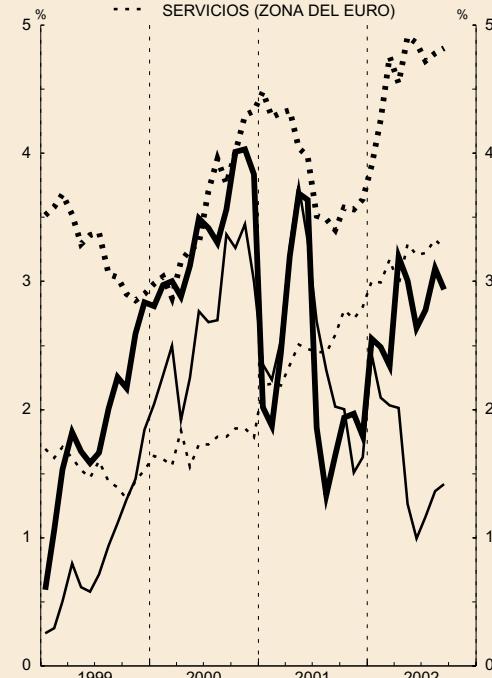
— GENERAL (ESPAÑA)
— GENERAL (ZONA DEL EURO)



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual

— BIENES (ESPAÑA)
— BIENES (ZONA DEL EURO)
· · · SERVICIOS (ESPAÑA)
· · · SERVICIOS (ZONA DEL EURO)



Fuente: Eurostat.

(a) 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)

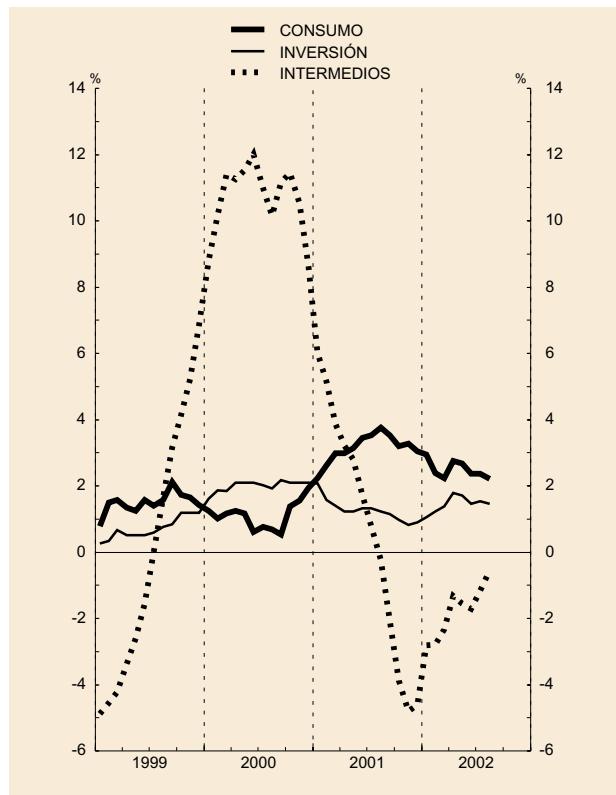
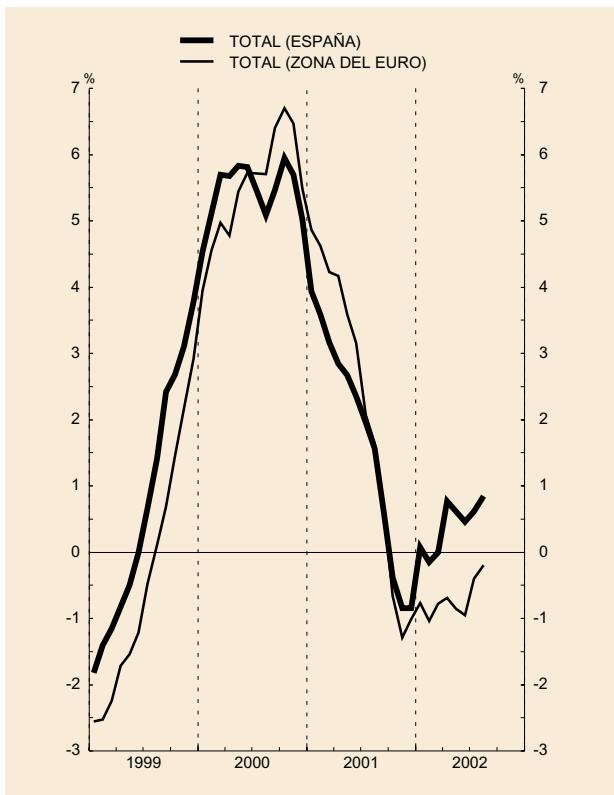
■ Serie representada gráficamente.

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 ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Total		No energéticos	Energía	Total	Consumo	Inversión	Intermedios no energéticos	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	m ₁ (b)	T ₁₂	T ₁₂	T ₁₂	T ₁₂	T ₁₂	T ₁₂	T 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	1,6	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	3,0
01 E-A	MP	130,0	-	2,8	-	3,1	-	1,4	-	2,9	0,6	2,9	3,5	3,2	1,0	2,3	7,9
02 E-A	MP	130,6	-	0,4	-	2,5	-	1,5	-	-1,8	-0,2	-3,4	-0,7	1,1	1,1	-0,9	-4,6
01 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	9,0
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	2,7
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	1,3
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	-0,3	-2,3
Oct	P	129,5	-0,5	-0,4	0,1	3,2	-	1,0	-1,1	-3,9	-1,0	-11,5	-0,7	2,5	1,1	-0,9	-7,4
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	-1,3	-9,6
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	-7,4
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	-5,5
Feb	P	129,6	0,2	-0,2	0,3	2,4	0,2	1,2	0,2	-2,8	-2,1	-4,9	-1,0	1,4	1,2	-1,7	-5,7
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	-1,5	-4,0
Abr	P	131,1	0,7	0,8	0,5	2,8	0,3	1,8	0,9	-1,3	-1,3	-1,4	-0,7	1,0	1,0	-1,1	-4,0
May	P	131,2	0,1	0,6	-	2,7	-	1,7	0,2	-1,5	-1,3	-2,4	-0,9	0,8	1,1	-0,9	-5,1
Jun	P	131,0	-0,2	0,5	-0,2	2,4	-0,2	1,5	-0,2	-1,7	-0,6	-4,7	-1,0	0,7	1,0	-0,5	-5,9
Jul	P	131,0	-	0,6	0,2	2,4	0,1	1,5	-0,1	-1,2	-0,3	-3,7	-0,4	0,9	0,9	-0,0	-3,8
Ago	P	131,1	0,1	0,8	0,1	2,2	-0,1	1,5	0,1	-0,5	-0,2	-1,7	-0,2	0,8	0,9	0,1	-2,7

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.

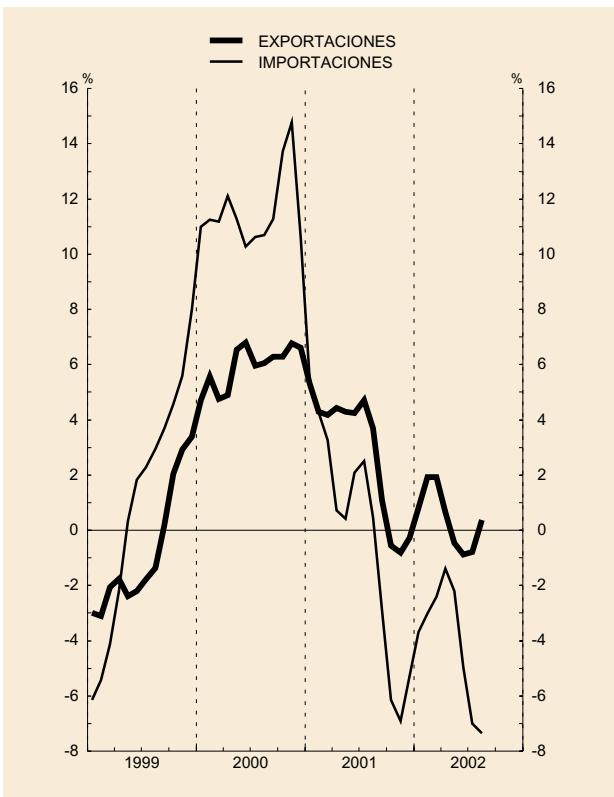
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España

■ Serie representada gráficamente.

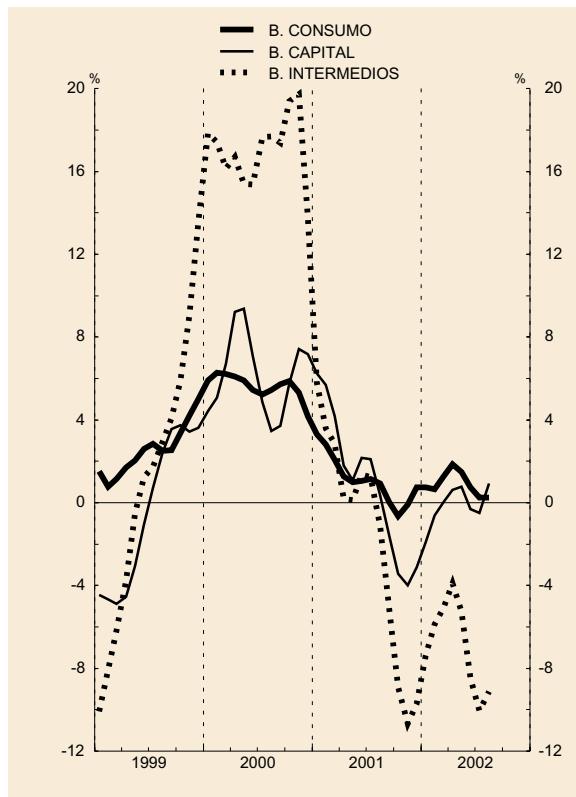
Tasas de variación interanual

	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	4,6	5,9	3,3	3,1	16,0	3,7	2,1	2,6	2,9	1,5	2,8	1,8
02 E-A	0,4	-0,5	16,9	-3,6	-13,2	-2,7	-4,1	0,1	-0,4	-6,9	-12,7	-4,9
01 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	3,3	25,3	-4,5	-13,8	-3,4	-1,2	-0,8	7,1	-3,8	-20,3	0,8
Mar	3,3	4,1	20,1	-2,3	-11,3	-1,3	-4,9	0,4	-3,5	-7,6	-11,2	-5,7
Abr	0,3	1,4	13,0	-4,1	-1,3	-3,7	1,1	5,5	1,0	-1,0	-1,0	-0,8
May	-1,4	-2,2	20,3	-6,3	-13,4	-5,6	-1,7	1,4	7,2	-5,8	-4,5	-5,3
Jun	-0,1	-3,3	11,2	-0,4	-6,7	-0,2	-5,4	-0,0	-3,9	-8,3	-18,8	-6,6
Jul	-2,2	-3,1	4,1	-3,2	-18,0	-2,5	-7,5	0,3	-6,0	-11,3	-15,4	-9,8
Ago	0,2	0,9	8,1	-2,2	-13,0	-1,5	-8,2	-12,3	3,8	-9,1	-9,1	-6,1

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

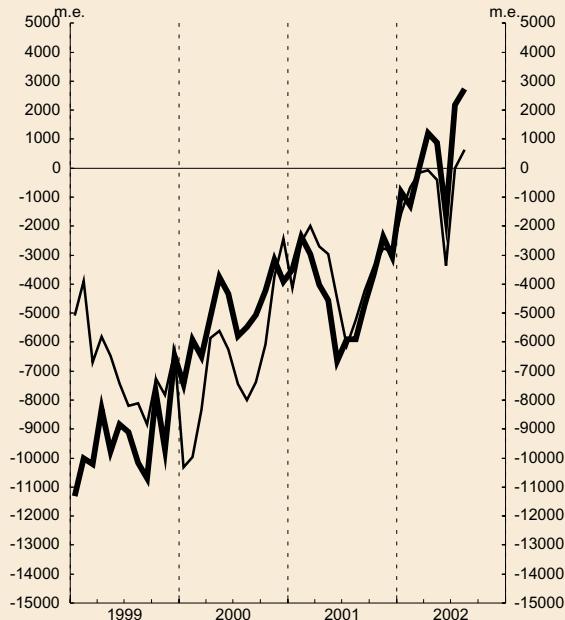
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciamen- to	Recursos corrientes y de capital							Empleos corrientes y de capital							Pro memoria: Déficit de caja		
	Total 1=2-8	Impues- to sobre el valor añadido (IVA) 2=3 a 7	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre impór- taciones excep- to IVA 3	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad 4	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio 5	Resto 6	Total 8=9 a 13	Remu- neación de asala- riados 9	Interes- ses 10	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- tracio- nes Públicas 11	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital 12	Resto 13	Déficit de caja 14=15-16 15	Ingre- sos líquidos 16	Pagos líquidos 16		
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	125 187	128 071	
01 E-A	P -3 721	77 892	20 880	11 731	3 320	35 745	6 216	81 613	10 376	11 299	47 263	1 524	11 151	-10 605	77 012	87 617	
02 E-A	A 2 052	70 429	16 663	7 763	3 438	35 216	7 349	68 377	10 820	11 061	31 998	1 687	12 611	-7 087	68 311	75 398	
01 Sep	P -344	9 371	3 316	1 609	145	3 267	1 034	9 715	1 178	1 392	5 552	277	1 316	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	
Apr	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	
Jun	A -8 309	1 904	-207	900	182	-298	1 327	10 213	2 075	1 328	4 550	234	2 026	-7 462	1 521	8 982	
Jul	A 5 435	14 102	3 961	977	495	7 836	833	8 667	1 223	1 415	3 889	112	2 028	2 272	14 122	11 850	
Ago	A -927	6 979	-1 908	939	150	6 909	889	7 906	1 236	1 380	3 456	522	1 312	-874	6 486	7 360	

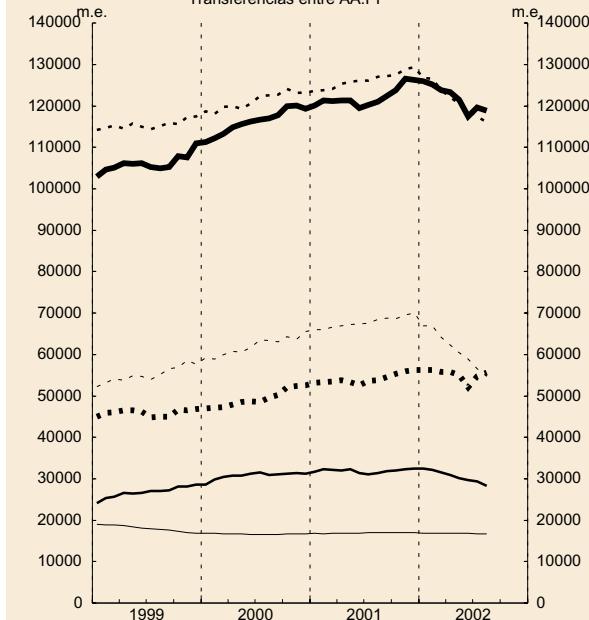
ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)

— Capacidad/necesidad definición
— Déficit de caja



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

— Total recursos
— IVA
— Impuestos sobre la renta y el patrimonio
— Total empleos
— Intereses
— Transferencias entre AA.PP



Fuente: Ministerio de Hacienda (IGAE).

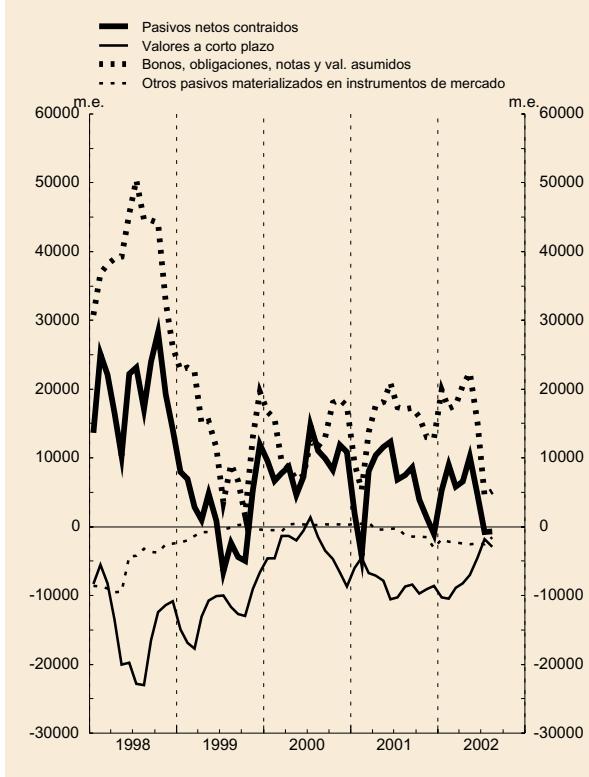
6.2. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España

■ Serie representada gráficamente.

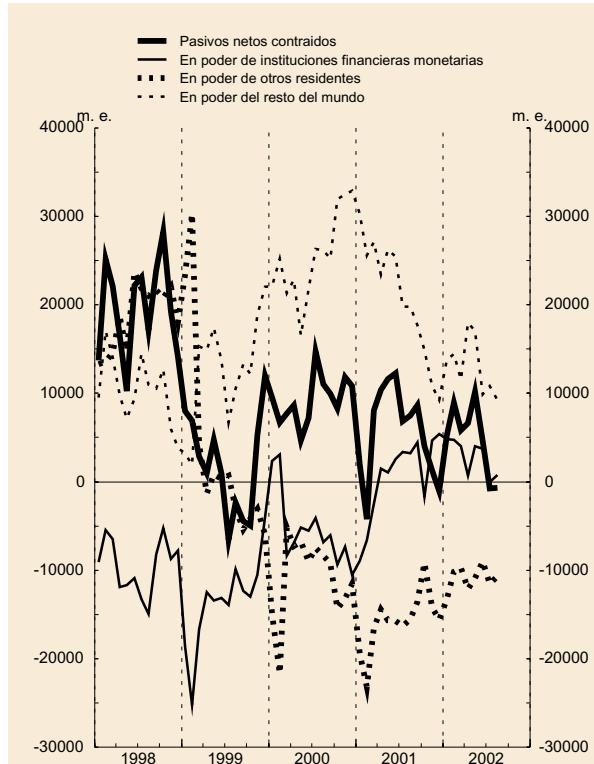
Millones de euros

Capacidad(+) o necesidad(-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos											Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
	Del cual	Depósitos en el Banco de España	Por instrumentos							Por sectores de contrapartida						
			Del cual		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	En poder de sectores residentes		Resto del mundo			
			Total	4	5	6	7	8	9	10	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	5 511	4 574	11 993	-577	-6 629	19 581	-499	-446	-15	-10 033	-4 030	-6 002	22 026	12 008
00	P	-3 917	6 904	5 690	10 822	645	-8 683	17 506	-499	283	2 215	-22 108	-10 554	-11 554	32 930	8 607
01	P	-3 042	-4 062	-20 141	-1 020	452	-8 616	12 762	-499	-3 101	-1 566	-10 226	5 386	-15 612	9 206	547
01 E-A	P	-3 721	-8 349	-20 236	-4 627	895	-6 256	4 024	-	-977	-1 418	-7 772	3 960	-11 732	3 144	-3 209
02 E-A	A	2 052	-2 221	-95	-4 273	-1 159	-607	-3 521	-	592	-738	-7 442	-635	-6 807	3 169	-3 535
01 Sep	P	-344	2 798	0	3 142	-211	-981	3 406	-	-203	920	735	1 314	-578	2 407	2 222
Oct	P	8 356	6 324	-1	-2 032	-1	-1 620	1 721	-	-52	-2 082	-5 043	-6 713	1 671	3 011	50
Nov	P	-283	579	0	862	-38	-169	1 092	-	-120	58	2 884	6 472	-3 588	-2 023	803
Dic	P	-7 050	-5 414	95	1 636	-193	410	2 518	-499	-1 749	955	-1 031	354	-1 385	2 667	681
02 Ene	A	1 003	-3 234	64	-4 237	-36	-208	-3 468	-	1 256	-1 816	-5 838	1	-5 839	1 601	-2 420
Feb	A	6 563	2 935	-163	-3 628	-19	343	-4 926	-	-377	1 332	-2 099	87	-2 186	-1 529	-4 960
Mar	A	-3 900	2 353	14	6 253	-1 138	-305	6 207	-	-182	533	3 479	-151	3 630	2 774	5 720
Abr	A	6 721	8 048	-10	1 327	36	147	2 672	-	-110	-1 382	-421	1 100	-1 520	1 748	2 709
May	A	-4 534	1 909	0	6 443	37	-52	5 515	-	-7	987	5 467	3 401	2 067	976	5 456
Jun	A	-8 309	-8 807	15	-498	7	-18	-1 123	-	-0	644	2 376	997	1 380	-2 874	-1 141
Jul	A	5 435	-3 561	-12	-8 996	-84	1 926	-10 858	-	26	-90	-9 044	-5 061	-3 983	48	-8 906
Ago	A	-927	-1 865	-3	-938	39	-2 439	2 461	-	-13	-947	-1 363	-1 008	-355	425	9

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



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



Fuente: BE.

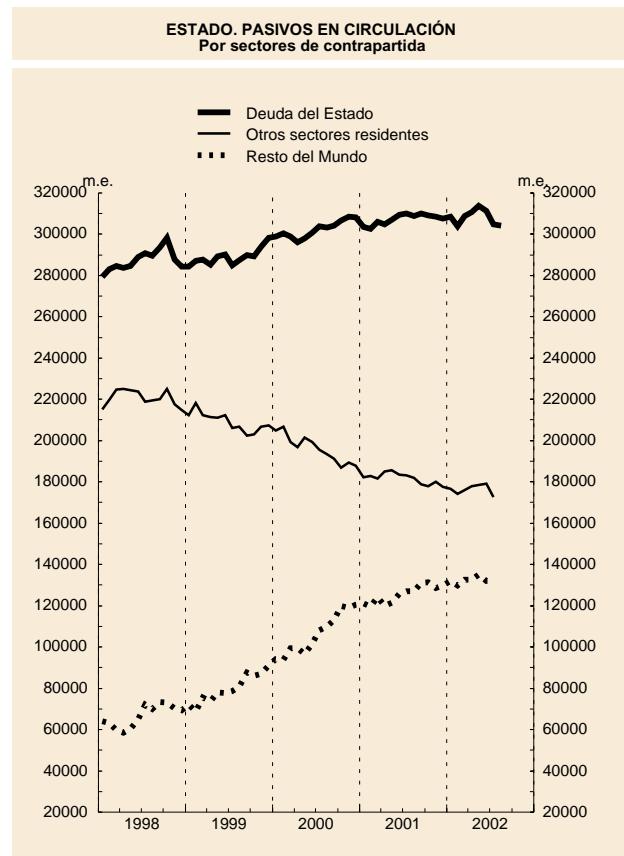
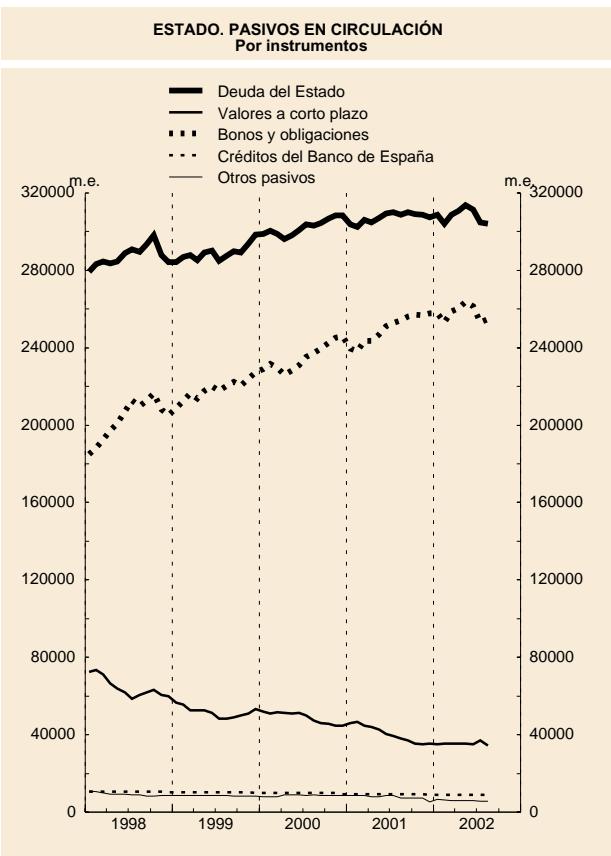
(a) Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

6.3. Estado. Pasivos en circulación. España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)								Pro Memoria:		
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avales 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)	Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes	Resto del Mundo		
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	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
	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
	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
	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
	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
	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
	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
	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
	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
	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
	May A 313 684	6 309	35 270	263 697	8 845	5 872	181 653	3 138	178 515	135 169	300	5 984
	Jun A 311 321	6 128	35 132	261 495	8 845	5 848	182 522	3 257	179 265	132 056	315	6 071
	Jul A 304 755	6 187	37 019	253 117	8 845	5 775	176 619	3 970	172 650	132 106	303	7 097
	Ago A 304 006	6 206	34 546	254 851	8 845	5 764	...	3 970	...	...	300	...



Fuente: BE.

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

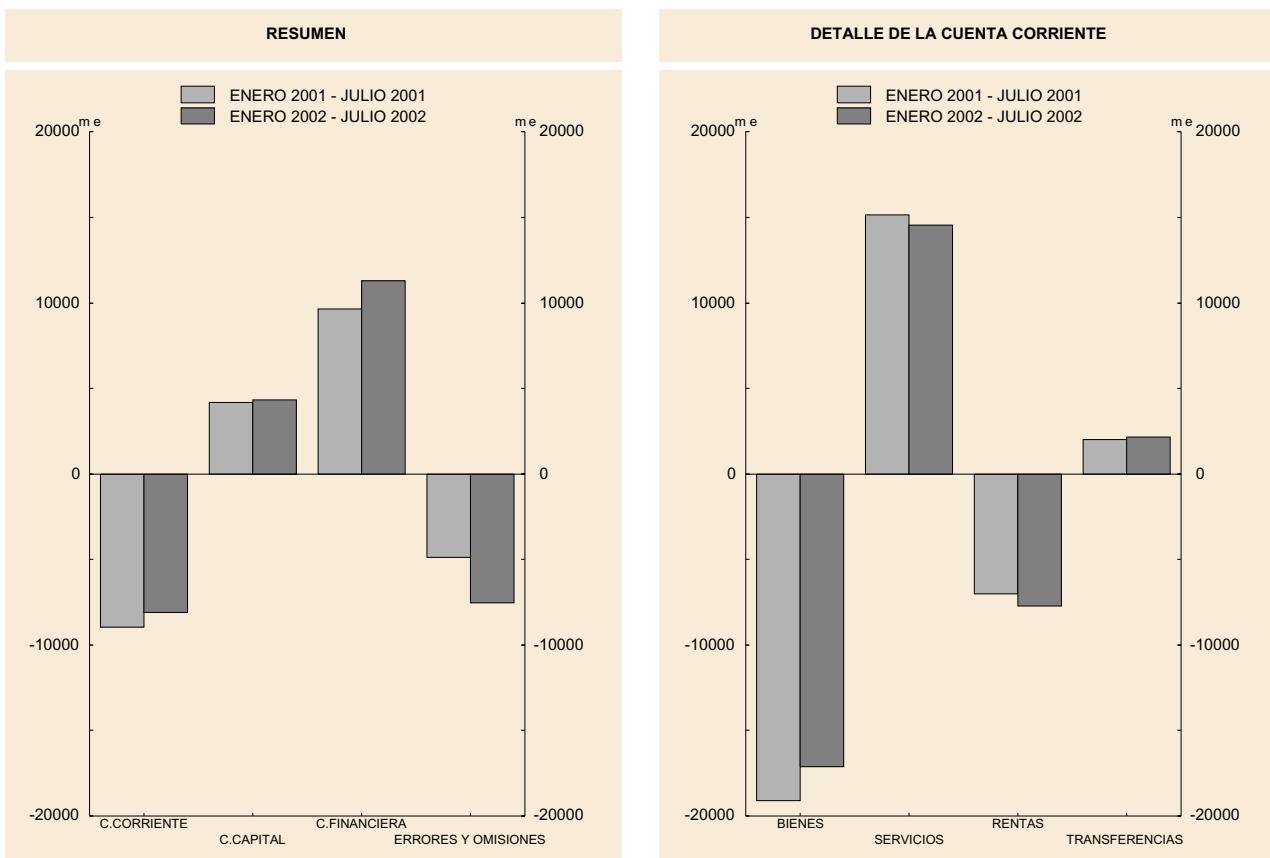
7.1. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Resumen y detalle de la cuenta corriente

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta corriente (a)																	
Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo) (b)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Erros- y omisiones				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos								
	Total	Del cual	Total	Total	Turismo y viajes	Total	Del cual	Turismo y viajes	10=11-								
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-	11	12	13	14	15=1+14	16	17=-(15+16)	
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-J	-8 956	-19 095	79 056	98 152	15 151	36 926	20 888	21 775	3 709	-7 016	13 223	20 239	2 004	4 162	-4 793	9 663	-4 869
02 E-J	A -8 092	-17 108	77 471	94 579	14 560	37 065	19 815	22 504	3 856	-7 718	11 737	19 455	2 174	4 343	-3 749	11 284	-7 536
01 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	P -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
May	P -544	-2 798	11 327	14 125	2 670	5 822	3 190	3 152	505	-531	1 599	2 130	115	716	172	1 005	-1 177
Jun	P -1 301	-2 765	10 849	13 614	2 660	5 725	3 197	3 065	577	-937	1 416	2 353	-258	616	-685	740	-56
Jul	A -931	-2 762	11 275	14 037	3 342	7 189	4 356	3 847	772	-2 024	2 419	4 443	513	362	-569	2 077	-1 508



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

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

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

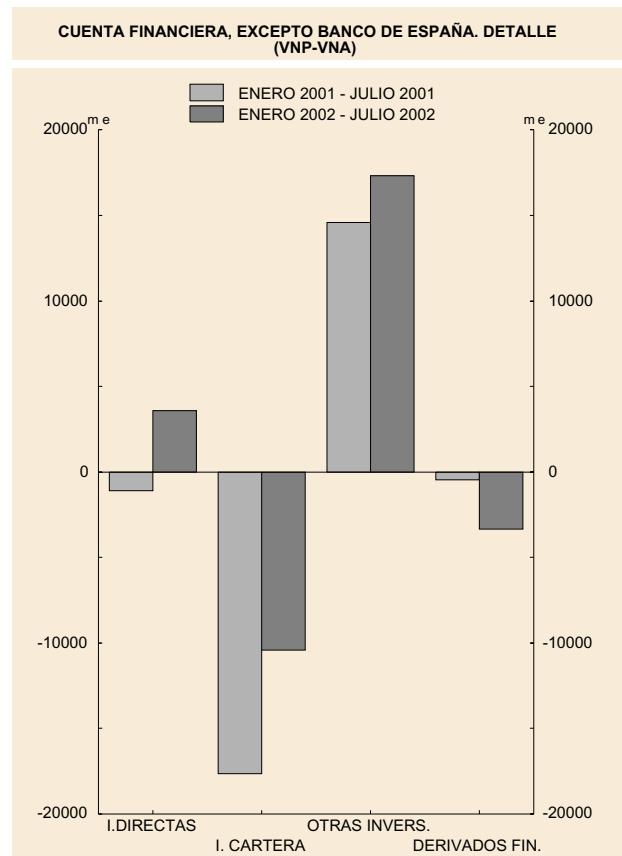
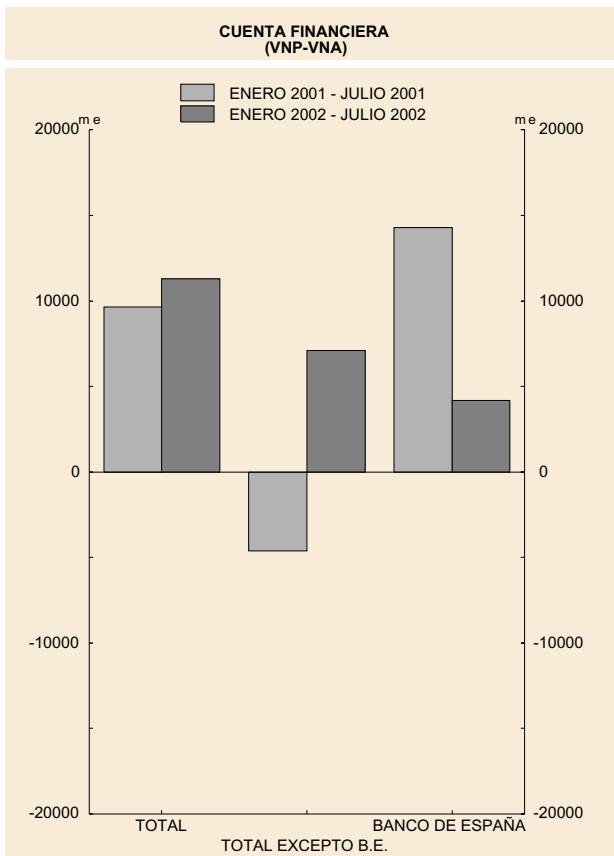
7.2. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Detalle de la cuenta financiera (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España											Banco de España				Pro memoria		
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA) 12	Reservas (e) 14	Activos frente al Eurosistema (e) 15	Otros activos netos (VNP-VNA) 16	Otras inversiones incluido Banco de España (d)			
		Saldo (VNP-VNA) 2=3+6+ 9+12	De España en el exterior (VNA) 3=5-4	Del exterior en España (b) 4	Saldo (VNP-VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) (c) 8	Saldo (VNP-VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11					De España en el exterior 17	Del exterior en España 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-J	9 663	-4 629	-1 100	20 567	19 467	-17 655	32 904	15 249	14 599	5 853	20 452	-472	14 291	313	12 959	1 019	-7 154 21 422	
02 E-J	A 11 284	7 107	3 578	9 137	12 715	-10 417	26 873	16 456	17 301	10 464	27 765	-3 356	4 177	-958	4 460	676	5 991 28 428	
01 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	-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	P 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
May	P 1 005	2 402	-1 701	2 440	739	-1 725	6 962	5 237	6 526	3 702	10 228	-698	-1 397	263	-1 385	-274	5 082	9 949
Jun	P 740	-988	-513	950	437	-2 886	2 124	-761	4 154	-2 167	1 987	-1 744	1 728	157	1 803	-231	-3 948	1 778
Jul	A 2 077	731	966	849	1 815	-3 842	3 797	-45	4 678	-4 078	600	-1 070	1 346	-544	1 309	581	-5 428	1 140



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

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

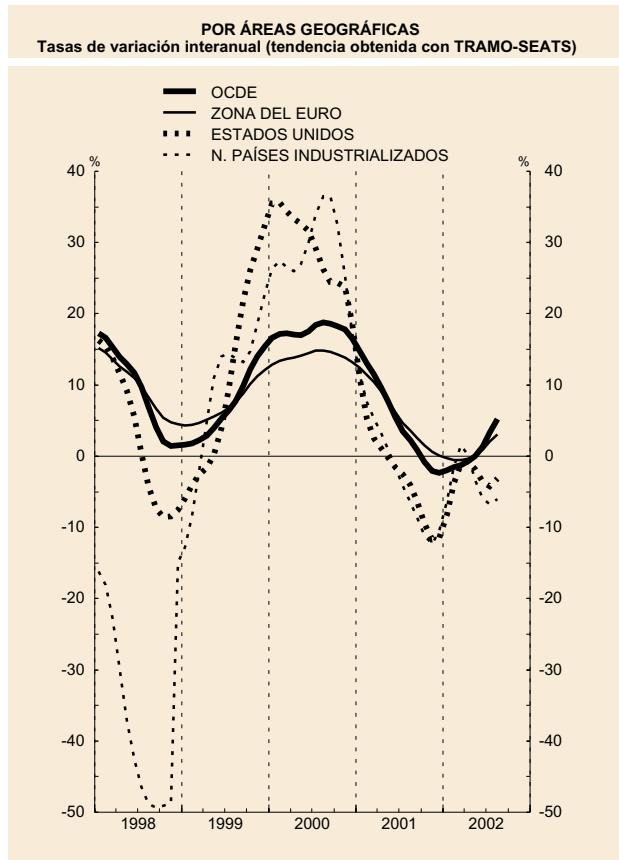
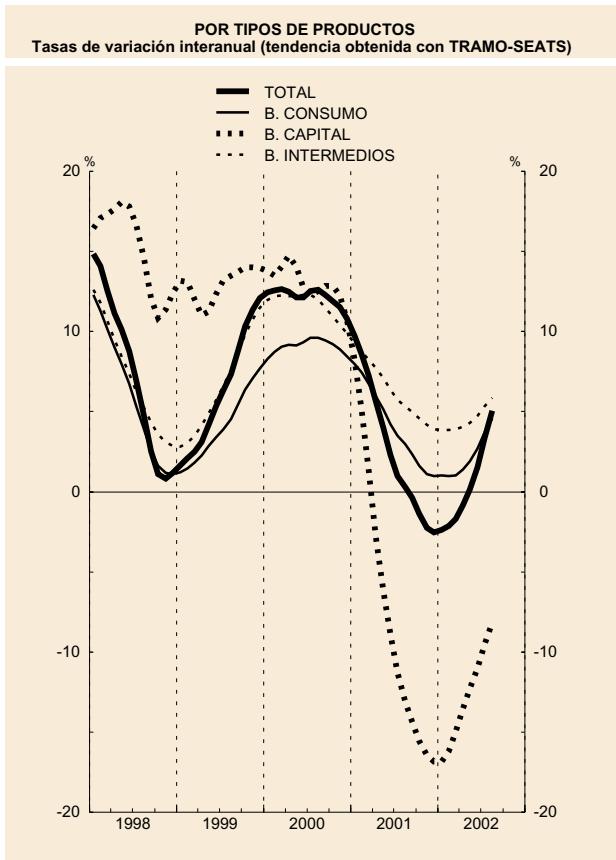
7.3. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

Exportaciones y expediciones

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas)(a)						Por áreas geográficas (series nominales)											
	Millones de euros	Nom- inal	Defla- ctado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE				OPEP	Otros países ameri- canos	Nuevos países indus- triali- zados	Otros					
						Total	Energé- ticos	No energé- ticos	Total	Unión Europea	Del cual	Estados Unidos de América	Resto OCDE								
						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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	129 771	4,5	2,0	4,1	-9,1	4,5	-19,8	5,4	4,2	5,0	5,1	-6,6	4,9	8,3	-6,1	-6,6	12,1				
01	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			
	<i>Ago</i>	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			
	<i>Sep</i>	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			
	<i>Oct</i>	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			
	<i>Nov</i>	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			
	<i>Dic</i>	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			
	<i>Feb</i>	10 802	-1,4	-3,8	-4,9	-19,8	3,0	-31,9	3,7	-1,2	-1,5	-4,3	12,4	-2,0	8,2	-23,3	-8,0	3,6			
	<i>Mar</i>	11 061	-7,8	-10,8	-12,0	-24,7	-4,7	-12,2	-4,8	-8,4	-11,7	-10,0	-0,5	-7,7	1,1	-29,0	38,3	-2,3			
	<i>Abr</i>	11 410	7,3	7,0	9,3	2,8	6,7	-20,5	7,6	7,7	7,7	3,1	9,7	7,5	12,2	-19,8	-4,9	15,8			
	<i>May</i>	11 151	-5,5	-4,2	-3,0	-19,0	-0,3	-18,0	0,1	-7,0	-11,7	-9,5	4,4	-6,2	13,0	-11,8	-1,9	4,5			
	<i>Jun</i>	10 700	-6,7	-6,7	-5,1	-14,3	-5,5	-7,6	-5,5	-5,7	-6,4	-8,6	-14,6	-4,8	7,6	-42,3	-21,2	0,4			
	<i>Jul</i>	11 160	7,0	9,3	10,6	-6,3	13,1	11,3	13,1	7,8	9,9	9,5	-7,3	8,6	23,4	-20,8	1,8	9,5			
	<i>Ago</i>	8 777	5,8	5,6	5,7	-3,8	7,9	-19,6	8,9	8,8	9,4	7,6	-7,7	10,1	-0,1	-18,6	-10,6	-1,2			



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.

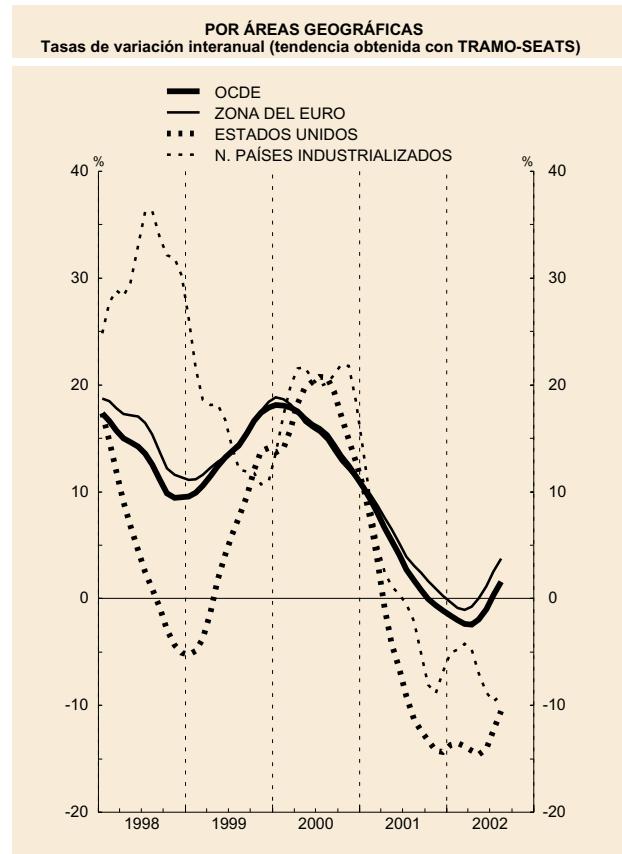
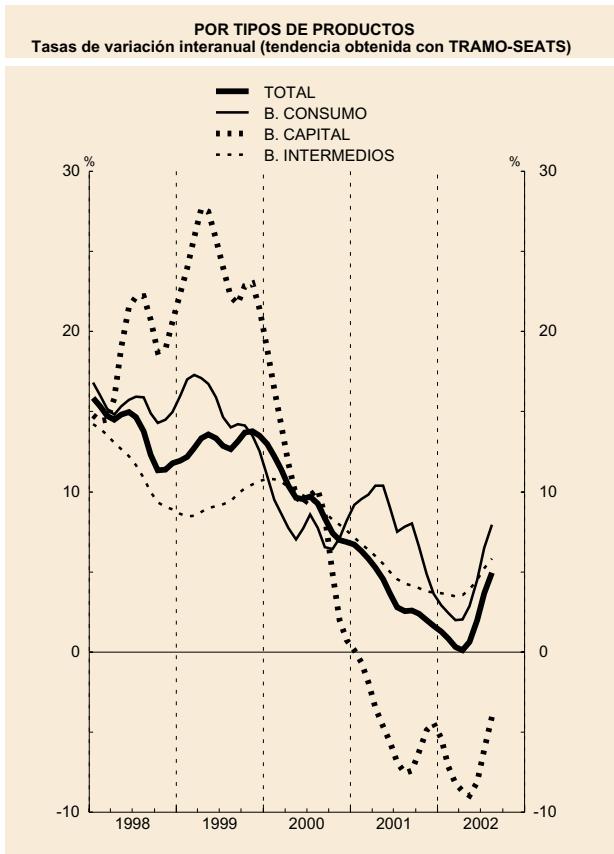
7.4. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

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
98	122 856	12,2	15,0	16,3	21,9	12,5	13,8	12,2	14,7	17,4	11,7	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	8,9	8,9	13,5	15,8	12,6	16,4	18,1
00	169 468	21,8	7,9	6,3	7,1	8,8	9,5	8,9	15,7	16,5	15,6	14,4	15,5	95,1	14,6	19,6	36,1
01	173 210	2,2	2,9	9,1	-6,6	3,5	5,4	3,1	2,1	0,0	3,7	-10,1	3,9	-8,1	3,7	-2,2	11,3
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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	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
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	13 436	-2,8	-1,6	5,1	-16,1	-0,1	15,7	-2,2	-5,0	-3,5	-3,2	-7,3	-5,3	-4,3	20,0	-18,0	10,4
<i>Mar</i>	13 472	-11,4	-6,9	-5,4	-14,0	-5,3	-9,8	-4,9	-11,3	-14,1	-10,0	-23,8	-9,2	-32,5	-1,6	-8,8	-0,8
<i>Abr</i>	14 536	2,8	1,7	2,0	-0,5	2,3	12,1	1,2	-1,5	6,0	-1,5	1,2	-4,0	0,7	8,3	21,9	27,5
<i>May</i>	14 597	-4,3	-2,7	-0,4	-20,2	2,2	3,4	2,0	-5,6	-8,0	-3,8	-28,7	-2,8	-20,6	10,0	-11,2	10,4
<i>Jun</i>	14 056	-11,3	-6,2	-2,1	-15,4	-5,2	5,7	-6,4	-10,1	2,4	-4,6	-35,8	-11,2	-30,4	-6,4	-15,8	-6,9
<i>Jul</i>	14 455	4,0	12,5	14,7	-4,4	16,2	10,8	17,0	6,3	8,0	7,4	-5,2	6,7	-13,8	5,5	-7,4	3,2
<i>Ago</i>	11 870	-1,0	7,8	8,7	0,2	9,6	-6,5	12,5	2,6	16,5	6,9	0,4	-0,6	-16,5	-13,7	-24,0	-1,3



Fuentes: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 2 y 3.

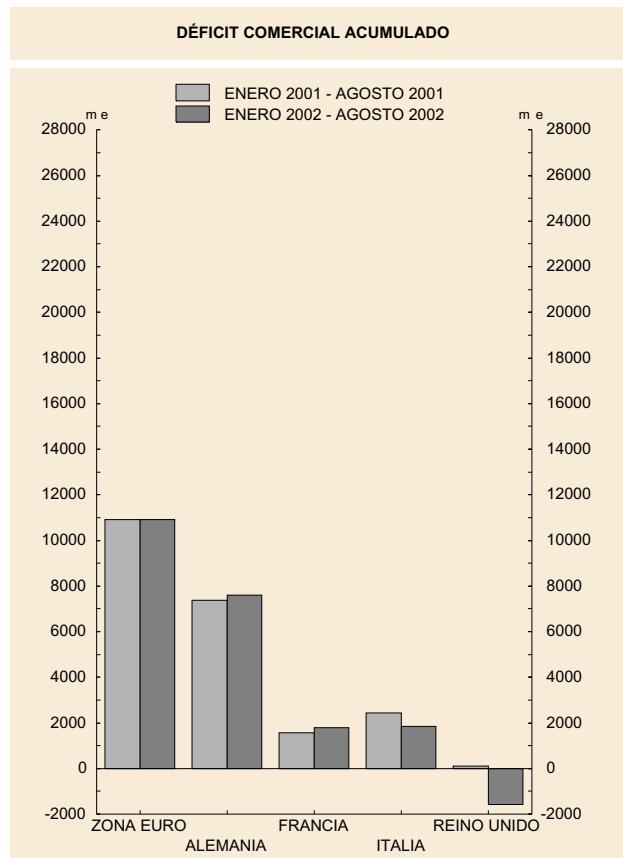
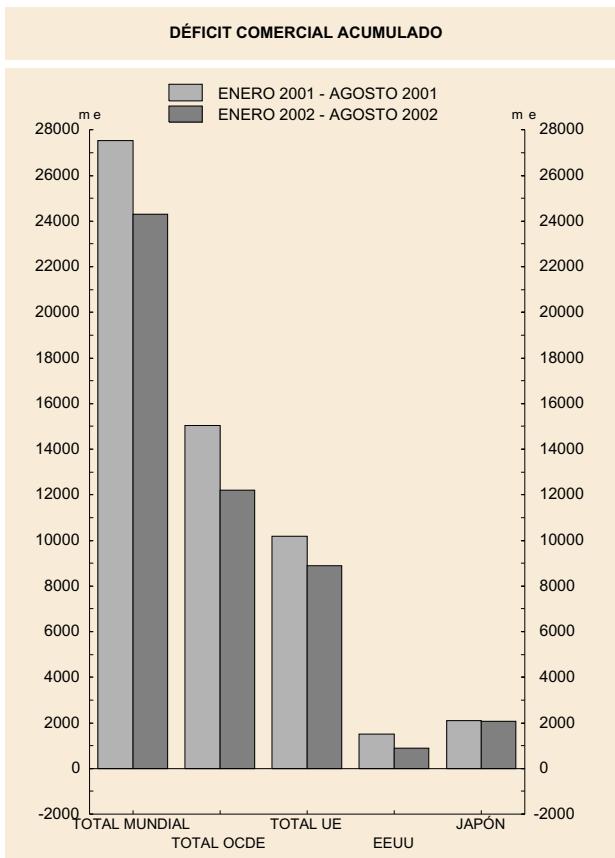
(a) Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.5. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo
Distribución geográfica del saldo comercial

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Total mundial	OCDE													OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros				
		Total	Unión Europea																			
			Zona del euro			Reino Unido	Resto UE	Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE												
			Total	Alemania	Francia					Italia												
99	-34 305	-24 373	-17 970	-4 904	-8 169	-4 448	-3 572	-1 640	-11 425	-3 055	-3 301	-48	-4 642	885	-1 933	-4 243						
00	-45 291	-26 645	-20 065	-5 968	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-12 236	-2 707	-3 616	-258	-10 879	936	-2 151	-6 551						
01	-43 439	-24 992	-17 987	-4 974	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-12 551	-2 219	-3 159	-1 627	-9 501	420	-2 176	-7 190						
01 E-A	-27 533	-15 027	-10 197	-10 926	-7 378	-1 560	-2 443	-96	825	-1 507	-2 098	-1 225	-6 441	480	-1 508	-5 037						
02 E-A	-24 310	-12 218	-8 880	-10 912	-7 588	-1 798	-1 858	1 570	462	-883	-2 084	-371	-4 711	-553	-1 357	-5 470						
01 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						
Abra	-3 126	-1 362	-958	-1 198	-1 002	-212	-138	165	75	-143	-274	13	-571	-108	-242	-843						
May	-3 446	-1 937	-1 620	-1 683	-1 093	-217	-272	105	-43	11	-301	-26	-517	-67	-178	-747						
Jun	-3 356	-1 952	-1 482	-1 919	-1 143	-382	-295	290	147	-92	-294	-84	-566	-104	-156	-577						
Jul	-3 295	-1 929	-1 549	-1 766	-1 087	-264	-421	162	55	-19	-287	-74	-527	-75	-161	-603						
Ago	-3 093	-1 517	-1 248	-1 495	-796	-365	-314	190	56	-96	-200	26	-701	-41	-135	-699						



Fuente: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 3 y 5.

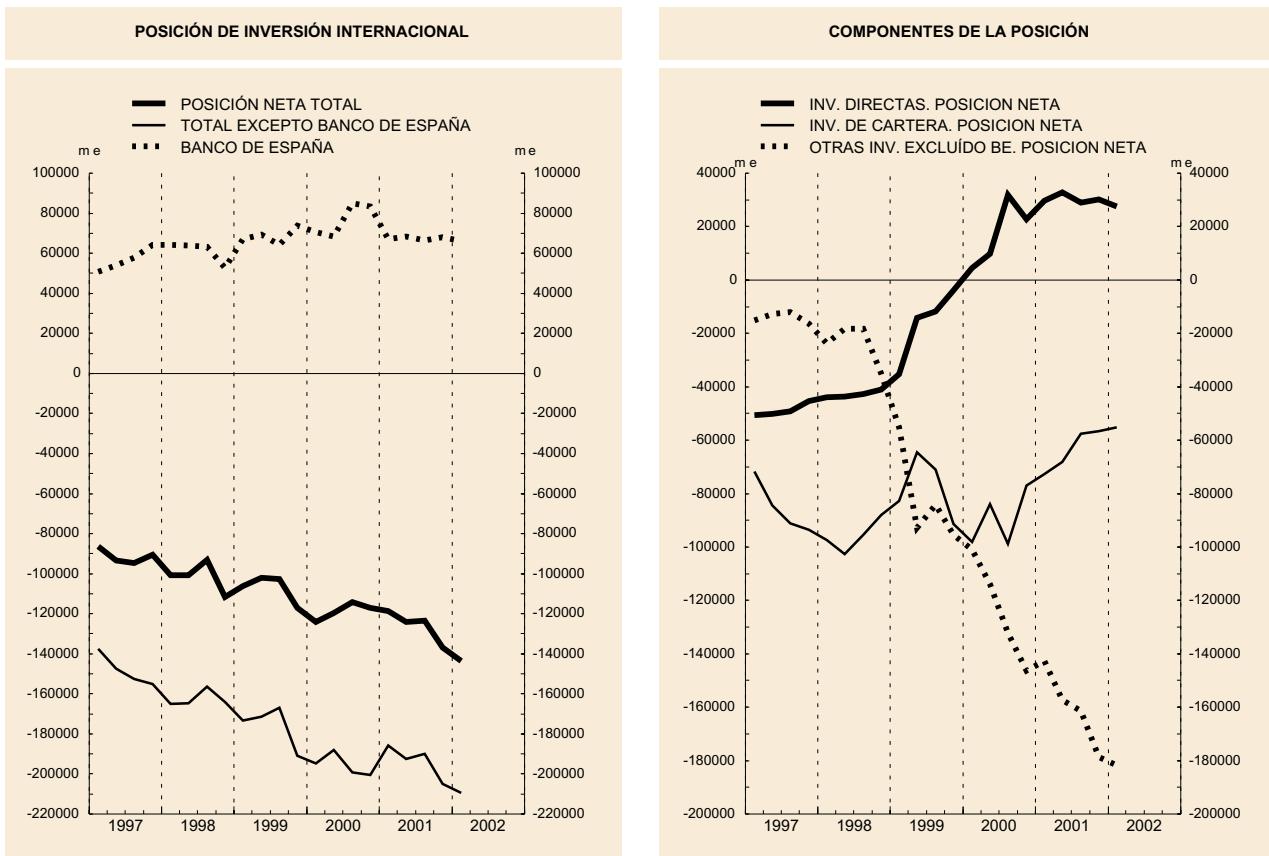
7.6. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Resumen

■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España			
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Eurosistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
			1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13a15	13	14	15
94	P -79 457	-114 230	-52 461	23 795	76 255	-52 633	13 688	66 321	-9 137	103 351	112 488	34 773	34 708	-	65	
95	P -83 670	-111 036	-53 237	26 434	79 671	-73 105	13 310	86 415	15 306	128 920	113 614	27 366	27 263	-	102	
96	P -87 136	-134 538	-53 130	31 988	85 117	-83 314	16 650	99 963	1 905	132 145	130 240	47 403	47 658	-	-256	
97	P -90 673	-154 984	-45 316	45 879	91 195	-93 429	31 775	125 204	-16 239	141 760	157 999	64 311	64 174	-	137	
98	P -111 581	-164 124	-41 121	60 112	101 233	-88 076	69 625	157 702	-34 926	158 776	193 702	52 542	52 095	-	447	
99 /	P -106 128	-173 174	-35 216	66 925	102 142	-82 663	87 597	170 260	-55 295	163 647	218 942	67 046	45 874	20 779	394	
II	P -102 110	-171 509	-34 088	91 408	105 496	-64 527	108 821	173 348	-92 894	144 989	237 882	69 399	38 153	30 838	408	
III	P -102 808	-166 944	-31 814	97 277	109 092	-70 974	111 931	182 905	-84 156	147 061	231 217	64 137	35 903	28 090	143	
IV	P -117 081	-190 825	-3 916	112 230	116 146	-91 420	117 329	208 749	-95 489	148 072	243 560	73 743	37 288	36 028	427	
00 /	P -124 062	-194 743	4 406	122 659	118 253	-98 124	131 165	229 289	-101 026	156 577	257 602	70 682	39 763	31 776	-858	
II	P -119 618	-188 007	9 708	139 769	130 062	-83 897	143 328	227 225	-113 817	155 045	268 862	68 389	39 354	29 092	-57	
III	P -114 177	-199 279	31 795	168 487	136 692	-98 840	157 588	256 428	-132 233	162 480	294 713	85 101	42 750	42 610	-259	
IV	P -116 949	-200 465	22 758	178 286	155 527	-76 900	184 416	261 316	-146 324	159 489	305 813	83 516	38 234	45 278	4	
01 /	P -118 648	-185 650	29 745	190 404	160 658	-72 641	197 072	269 713	-142 755	188 096	330 851	67 002	41 380	27 355	-1 732	
II	P -124 203	-192 604	32 853	210 648	177 795	-68 036	212 615	280 651	-157 420	177 848	335 269	68 402	40 776	28 376	-751	
III	P -123 391	-189 829	29 005	208 934	179 929	-57 518	212 679	270 197	-161 316	170 253	331 569	66 438	39 971	27 762	-1 296	
IV	P -136 919	-205 064	30 191	216 264	186 073	-56 619	229 366	285 986	-178 636	162 933	341 568	68 144	38 865	29 156	123	
02 /	P -143 536	-209 585	27 487	220 242	192 754	-55 217	239 928	295 145	-181 855	166 542	348 398	66 049	41 015	26 173	-1 139	



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

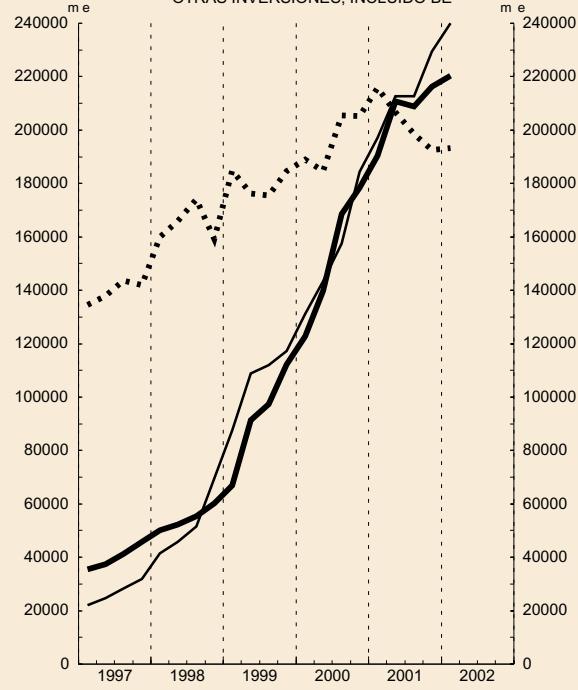
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	P	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	11	12
94	P	22 247	1 548	63 913	12 342	2 735	10 953	19 115	47 206	103 479	112 550
95	P	24 520	1 913	66 930	12 741	2 748	10 562	23 682	62 733	129 101	113 692
96	P	29 633	2 354	71 683	13 434	3 501	13 149	30 895	69 069	132 327	130 677
97	P	42 705	3 174	78 261	12 935	8 421	23 354	42 827	82 377	141 943	158 045
98	P	54 370	5 741	83 996	17 237	17 122	52 503	64 947	92 755	159 274	193 753
99 /	P	61 639	5 286	85 389	16 753	20 442	67 155	67 472	102 788	184 867	218 989
//	P	86 013	5 394	88 045	17 451	24 833	83 987	69 786	103 562	176 275	237 923
/I	P	90 362	6 915	90 335	18 757	28 317	83 614	67 560	115 345	175 469	231 391
/IV	P	104 807	7 423	97 420	18 725	32 910	84 419	86 422	122 328	184 561	243 594
00 /	P	114 724	7 935	98 332	19 920	45 428	85 737	95 768	133 521	188 819	258 926
//	P	131 456	8 313	108 770	21 292	51 679	91 649	90 505	136 720	184 598	269 380
/I	P	154 514	13 973	111 965	24 727	58 411	99 177	104 888	151 541	205 531	295 412
/IV	P	164 129	14 156	129 928	25 599	76 253	108 163	97 709	163 608	205 225	306 267
01 /	P	172 405	17 999	132 478	28 180	78 685	118 386	99 517	170 195	215 875	333 007
//	P	190 770	19 878	144 501	33 294	77 860	134 755	103 951	176 701	206 658	336 453
/I	P	187 229	21 706	146 820	33 109	75 130	137 549	88 212	181 985	198 458	333 307
/IV	P	194 561	21 703	150 272	35 801	77 113	152 253	100 065	185 921	192 510	341 867
02 /	P	198 050	22 192	154 481	38 274	76 809	163 119	103 363	191 782	193 163	349 984

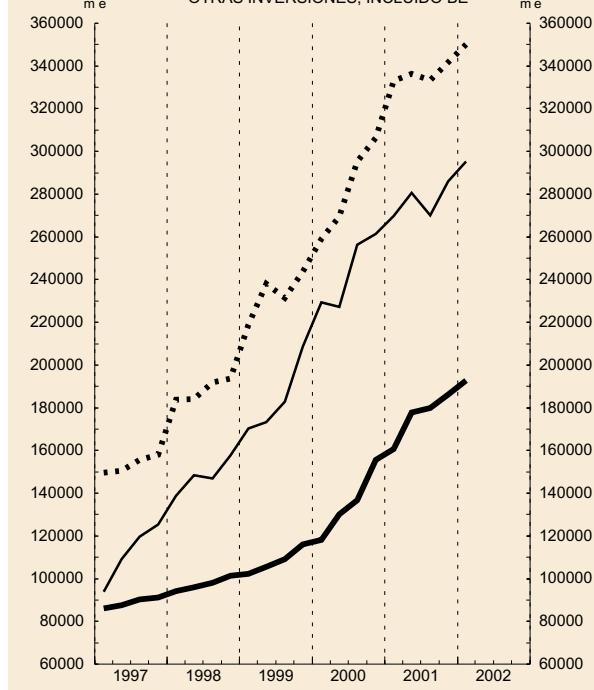
INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR

— INVERSIONES DIRECTAS
— INVERSIONES DE CARTERA
... OTRAS INVERSIONES, INCLUIDO BE



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA

— INVERSIONES DIRECTAS
— INVERSIONES DE CARTERA
... OTRAS INVERSIONES, INCLUIDO BE



Fuente: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6

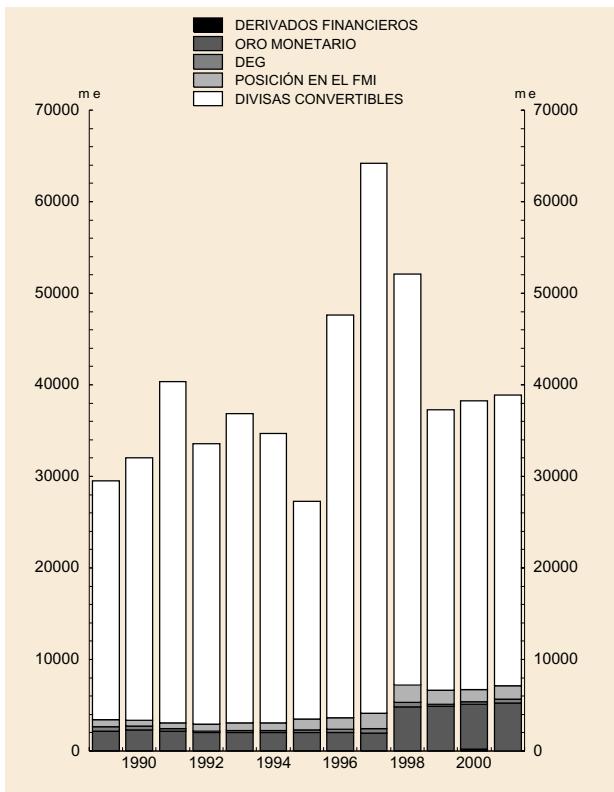
7.8. Activos de reserva de España

■ Serie representada gráficamente.

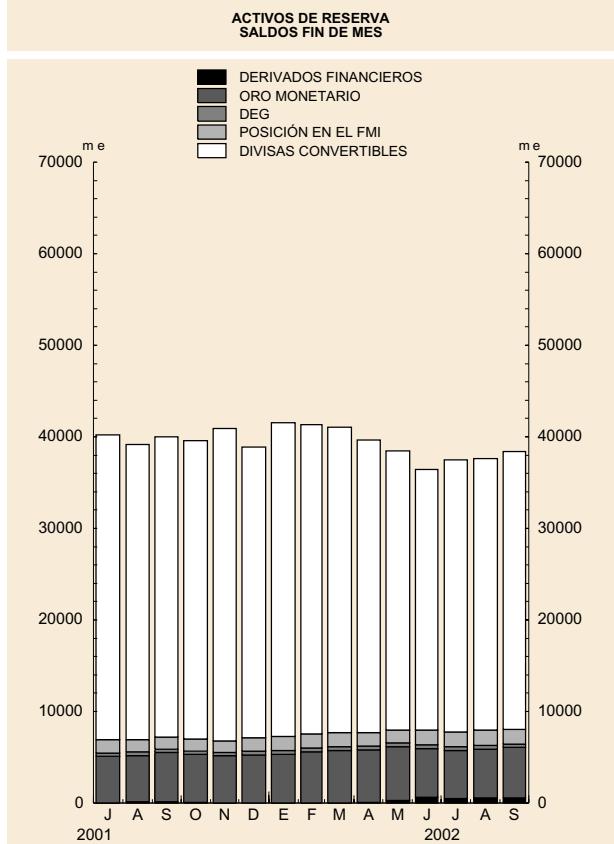
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Activos de reserva		Pro memoria: Oro
	1	2	3	4	5	6	7		Millones de onzas troy
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	Abr	40 362	33 628	1 342	369	4 992	31	16,8	
	<i>May</i>	41 025	34 095	1 384	394	5 315	-163	16,8	
	<i>Jun</i>	40 776	33 817	1 375	391	5 356	-163	16,8	
	<i>Jul</i>	40 200	33 310	1 436	383	5 105	-34	16,8	
	<i>Ago</i>	39 147	32 237	1 346	384	5 037	143	16,8	
	<i>Sep</i>	39 971	32 735	1 348	385	5 361	143	16,8	
	<i>Oct</i>	39 608	32 639	1 273	386	5 209	100	16,8	
	<i>Nov</i>	40 895	34 083	1 253	397	5 177	-15	16,8	
	<i>Dic</i>	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	
	<i>Feb</i>	41 301	33 758	1 514	401	5 785	-157	16,8	
	<i>Mar</i>	41 015	33 354	1 508	406	5 845	-98	16,8	
	<i>Abr</i>	39 627	31 913	1 491	400	5 749	74	16,8	
	<i>May</i>	38 454	30 469	1 423	390	5 875	297	16,8	
	<i>Jun</i>	36 400	28 418	1 620	385	5 382	594	16,8	
	<i>Jul</i>	37 479	29 698	1 642	391	5 242	506	16,8	
	<i>Ago</i>	37 596	29 652	1 645	399	5 361	538	16,8	
	<i>Sep</i>	38 425	30 351	1 611	397	5 502	563	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

Total	Préstamo neto						Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de finan- ción a l/p (inyección)	Operac. de ajus- te estruct. (neto)	Otras	Facili- dad mar- ginal de crédito	Facili- dad mar- ginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)				
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15	
01 Abr	229 862	165 306	59 111	3 476	-133	2 327	225	99 619	355 019	-23 209	385 360	153 170	3 349	123 110	3 784
May	216 975	145 390	59 100	12 695	17	502	728	86 393	351 862	-31 136	384 447	150 115	3 510	123 288	3 784
Jun	221 839	162 810	59 186	-	32	234	423	90 024	350 643	-26 346	384 827	150 553	3 536	124 496	3 784
Jul	222 461	162 582	60 000	-	15	192	328	86 136	350 371	-27 870	402 490	166 126	3 129	129 413	3 784
Ago	219 323	159 304	60 001	-	40	145	167	85 322	344 357	-22 214	401 876	165 055	3 101	127 116	3 784
Sep	210 473	144 849	60 001	5 489	13	415	294	73 426	332 632	-25 866	401 039	167 699	4 839	128 425	3 784
Oct	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
Nov	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
Dic	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
Feb	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
Mar	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
Apr	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
May	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
Jun	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
Jul	193 447	134 740	58 912	-	-82	96	219	54 768	315 736	-12 367	360 583	111 982	3 998	131 742	2 939
Ago	191 827	137 363	54 545	-	23	42	145	54 764	323 367	-20 170	359 891	111 458	3 847	130 277	2 939
Sep	192 082	142 620	49 285	-	33	196	53	55 990	324 501	-17 630	363 285	112 403	3 995	129 158	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

Total	Préstamo neto						Contrapartidas										
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros					
	Oper. principales de finan- c. (inyección)	Oper. de finan- c. a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facili- dad mar- ginal de crédito	Facili- dad mar- ginal de depó- sito	Total	Billetes	Pasi- vos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a resi- dentes 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 Abr	14 119	10 690	2 847	378	0	210	6	28 642	53 804	2 323	42 564	15 079	-24 623	-24 688	66	10 099	-
May	15 932	11 995	2 468	1 379	-2	91	-	29 834	52 783	3 402	41 724	15 372	-24 365	-24 456	91	10 463	-
Jun	15 853	13 519	2 331	-	3	-	0	31 897	52 852	4 938	41 724	15 831	-25 892	-25 981	90	9 848	-
Jul	14 682	13 006	1 678	-	-2	-	0	30 252	53 683	2 381	43 454	17 641	-26 269	-26 325	56	10 699	-
Ago	15 270	13 410	1 856	-	3	0	-	30 029	52 819	3 370	43 450	17 290	-25 218	-25 268	50	10 459	-
Sep	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	-
Oct	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	-
Nov	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	-
Dic	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	-
Feb	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	-
Mar	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	-
Apr	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	-
May	13 342	10 599	2 742	-	1	-	-	26 119	48 651	6 692	43 218	13 994	-23 670	-23 770	101	10 892	-
Jun	14 739	11 735	3 000	-	4	-	0	27 211	49 879	6 066	43 273	14 540	-23 610	-23 709	99	11 137	-
Jul	18 075	14 120	3 948	-	7	-	0	26 080	51 385	3 703	39 214	10 205	-19 747	-19 849	102	11 742	-
Ago	17 593	14 232	3 347	-	15	-	1	26 376	51 408	4 153	39 198	10 013	-19 928	-20 029	101	11 145	-
Sep	15 980	13 150	2 816	-	14	-	-	26 238	50 834	4 929	39 782	10 257	-21 508	-21 584	76	11 251	-

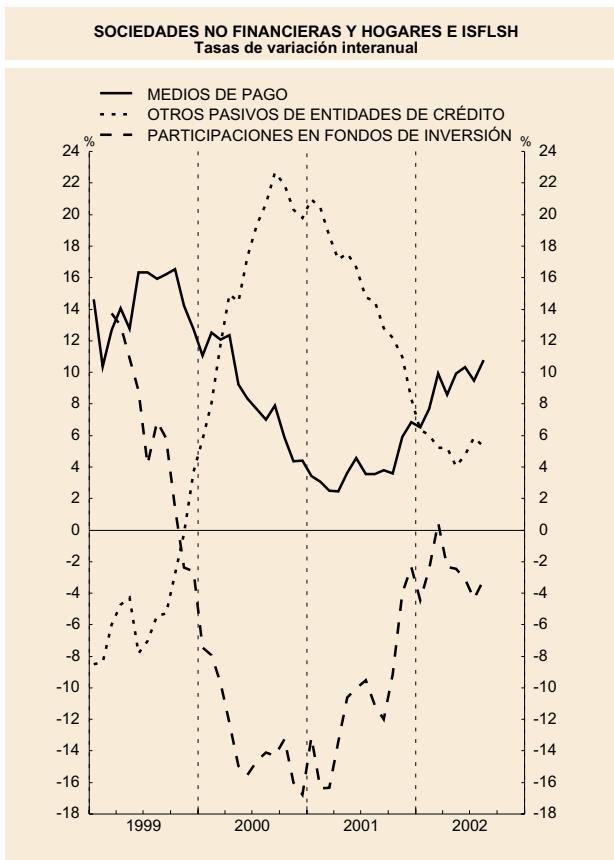
Fuentes: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

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			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	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				
99	261 185	12,7	8,3	14,1	13,8	184 700	3,7	11,9	-5,6	-25,0	189 252	-2,6	-17,9	-26,0	16,9	5,9	2,9	5,5				
00	272 700	4,4	-0,4	9,1	2,4	221 258	19,8	25,4	11,8	-8,6	157 506	-16,8	-21,8	-33,0	-9,8	8,1	5,2	7,4				
01	291 310	6,8	-21,3	16,0	11,8	239 736	8,4	13,0	-0,6	-20,5	153 807	-2,3	31,2	19,7	-18,0	8,9	9,4	10,4				
01 May	267 529	3,6	-3,4	7,1	3,8	236 606	17,6	24,1	2,2	-5,2	153 729	-10,6	-1,7	-6,5	-14,5	8,9	8,1	9,9				
Jun	280 686	4,6	-4,4	8,5	5,1	237 448	16,7	22,8	2,6	-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	236 708	14,8	21,6	-0,9	-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	240 896	14,5	21,6	-0,0	-15,9	149 966	-11,1	10,3	2,6	-20,7	8,5	8,2	10,3				
Sep	281 194	3,8	-8,5	7,1	6,6	241 769	12,8	20,3	-0,4	-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	241 300	12,2	17,9	1,7	-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	242 424	11,0	17,2	1,6	-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	239 736	8,4	13,0	-0,6	-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	243 329	6,4	12,0	-0,9	-26,3	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	243 289	6,0	10,2	4,1	-26,3	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	245 032	5,2	8,2	4,8	-21,2	152 652	0,5	30,2	19,6	-14,9	9,1	9,6	7,8				
Abr	291 056	8,6	-13,8	14,3	13,5	246 645	5,2	7,2	4,9	-13,0	150 690	-2,3	28,4	18,3	-18,5	8,4	8,8	6,8				
May	294 089	9,9	-9,9	16,0	13,1	246 122	4,0	6,8	1,8	-18,3	149 953	-2,5	28,5	17,5	-19,0	8,5	8,9	6,2				
Jun	P 309 639	10,3	-8,3	16,3	12,7	248 746	4,8	7,0	-0,8	-8,0	147 368	-3,1	27,0	17,5	-20,1	9,0	9,3	5,5				
Jul	P 305 145	9,5	-6,1	14,9	11,1	250 557	5,9	7,9	2,6	-10,7	144 643	-4,4	26,2	15,1	-21,9	9,0	9,3	5,7				
Ago	P 303 380	10,8	-4,6	16,6	11,9	253 640	5,3	6,9	2,4	-6,3	145 239	-3,2	25,0	14,1	-20,0	9,3	9,5	5,9				



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 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.

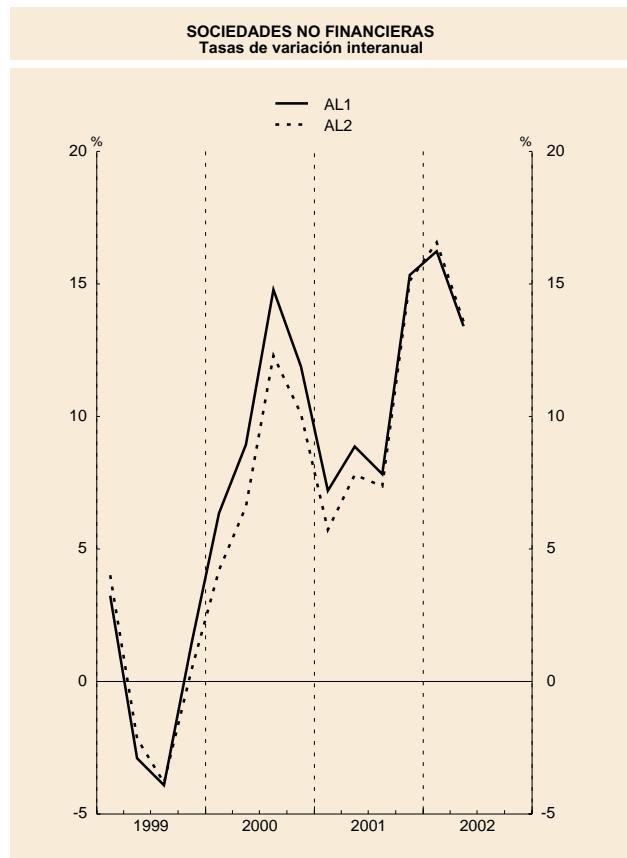
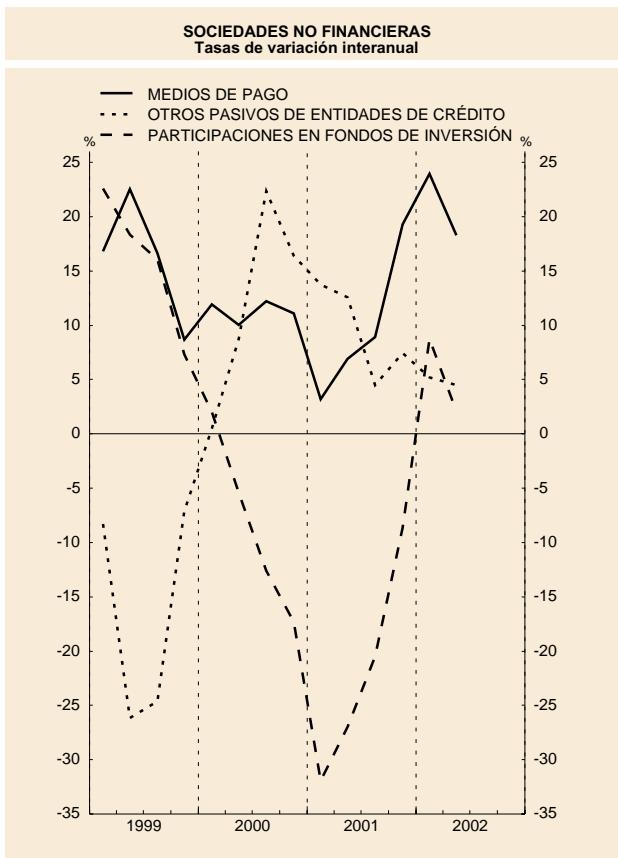
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

8.3. 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	32 060	-7,1	30,8	-16,6	17 778	7,3	-7,6	-19,2	27,6	1,4	0,4	
00	55 062	11,1	11,0	13,1	37 318	16,4	45,5	5,0	14 701	-17,3	-17,0	-34,6	-11,9	11,9	10,1	
01	65 698	19,3	19,6	10,7	40 093	7,4	16,7	2,4	13 426	-8,7	40,8	5,4	-27,8	15,3	15,1	
99 //	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	
///	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	32 060	-7,1	30,8	-16,6	17 778	7,3	-7,6	-19,2	27,6	1,4	0,4	
00 /	50 447	11,9	12,2	6,3	33 884	0,5	37,8	-10,3	17 959	2,0	-7,9	-35,2	24,1	6,4	4,2	
//	55 502	10,1	10,2	6,3	34 375	8,8	55,0	-5,8	16 980	-5,4	-4,6	-39,4	9,3	8,9	6,6	
///	54 901	12,2	12,4	7,6	36 740	22,3	58,7	9,5	15 537	-12,6	-12,7	-40,7	-1,8	14,8	12,3	
/IV	55 062	11,1	11,0	13,1	37 318	16,4	45,5	5,0	14 701	-17,3	-17,0	-34,6	-11,9	11,9	10,1	
01 /	52 061	3,2	2,9	10,6	38 549	13,8	38,7	2,8	12 227	-31,9	1,5	-38,9	-40,1	7,2	5,7	
//	59 348	6,9	6,9	8,3	38 689	12,5	27,5	4,8	12 399	-27,0	3,3	-29,0	-36,2	8,9	7,8	
///	59 797	8,9	8,8	12,1	38 396	4,5	22,9	-4,9	12 352	-20,5	27,4	-12,0	-37,8	7,8	7,4	
/IV	65 698	19,3	19,6	10,7	40 093	7,4	16,7	2,4	13 426	-8,7	40,8	5,4	-27,8	15,3	15,1	
02 /	64 526	23,9	24,4	13,3	40 562	5,2	13,7	0,2	13 299	8,8	23,1	33,7	-4,9	16,2	16,6	
//	70 216	18,3	18,3	19,6	40 437	4,5	10,1	1,0	12 660	2,1	28,4	22,0	-17,0	13,4	13,6	



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.

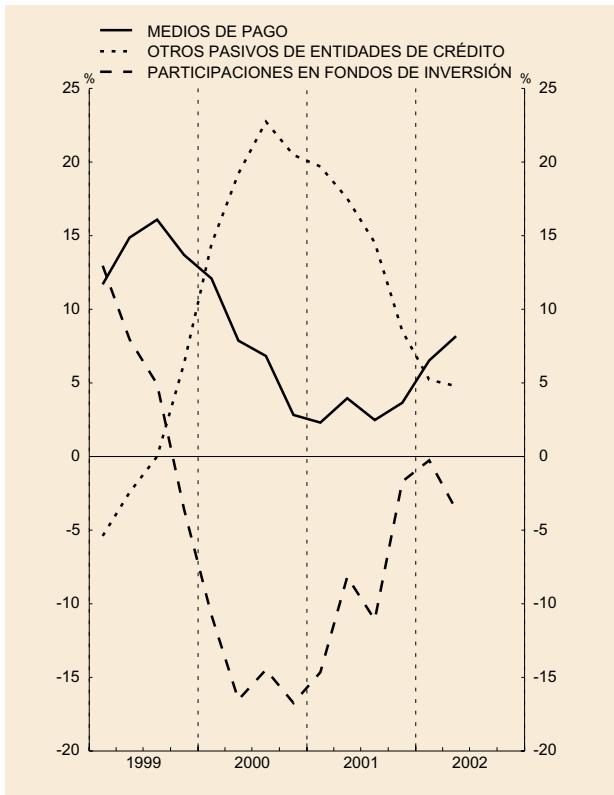
8.4. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de los hogares e ISFLSH, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

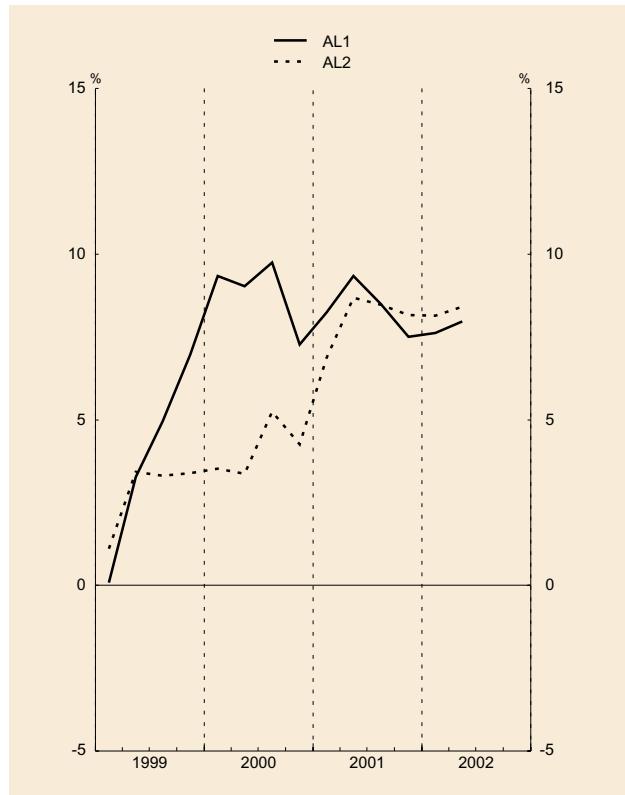
Millones de euros y porcentajes

	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	
			Efectivo	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	16	
99	211 620	13,7	8,3	19,0	13,9	152 640	6,3	10,7	-9,6	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	183 940	20,5	24,0	5,4	142 806	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,3	4,3	
01	225 612	3,7	-21,7	12,1	11,8	199 643	8,5	12,7	-13,2	140 381	-1,7	30,2	21,2	-16,9	7,5	8,2	
99 //	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	
//	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	152 640	6,3	10,7	-9,6	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	162 350	14,4	18,7	-1,4	163 706	-10,8	-20,5	-43,0	9,1	9,3	3,5	
/	212 946	7,9	6,2	9,7	7,8	169 146	19,2	22,7	5,5	152 154	-16,5	-22,0	-45,5	-1,5	9,0	3,4	
///	216 007	6,8	4,2	11,4	5,8	177 554	22,7	25,1	13,0	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	183 940	20,5	24,0	5,4	142 806	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,3	4,3	
01 /	215 076	2,3	-1,8	7,7	1,4	194 312	19,7	24,3	-0,9	139 728	-14,6	-10,1	-14,4	-16,1	8,2	6,9	
/	221 338	3,9	-4,7	10,1	5,0	198 759	17,5	22,4	-4,9	139 720	-8,2	1,9	-2,8	-12,6	9,4	8,7	
///	221 396	2,5	-8,8	5,4	6,5	203 373	14,5	20,1	-10,5	133 718	-11,1	16,0	8,2	-23,5	8,5	8,5	
IV	225 612	3,7	-21,7	12,1	11,8	199 643	8,5	12,7	-13,2	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	204 470	5,2	7,7	-8,6	139 353	-0,3	31,0	18,4	-15,7	7,6	8,1	
//	239 423	8,2	-8,6	14,1	12,5	208 309	4,8	6,8	-6,8	134 708	-3,6	26,8	17,1	-20,3	8,0	8,4	

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.

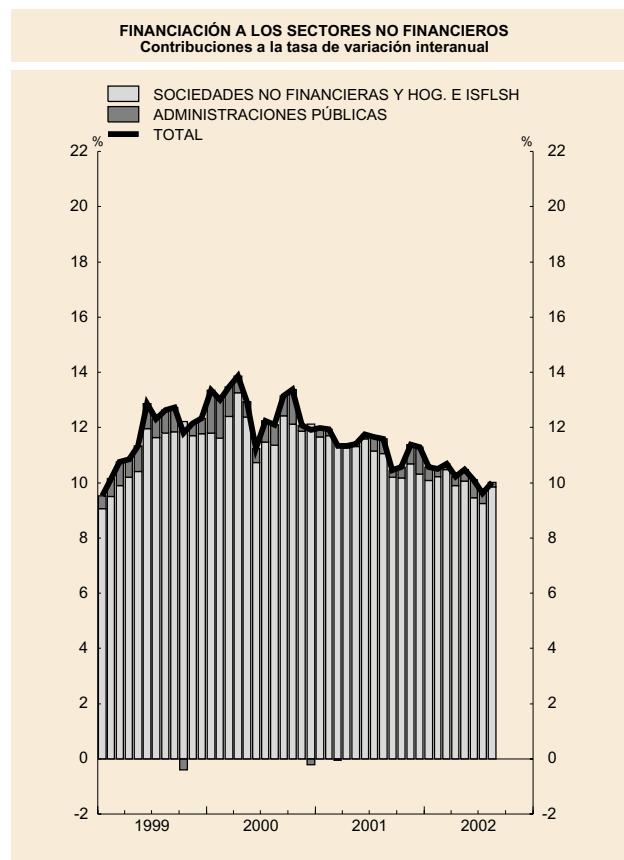
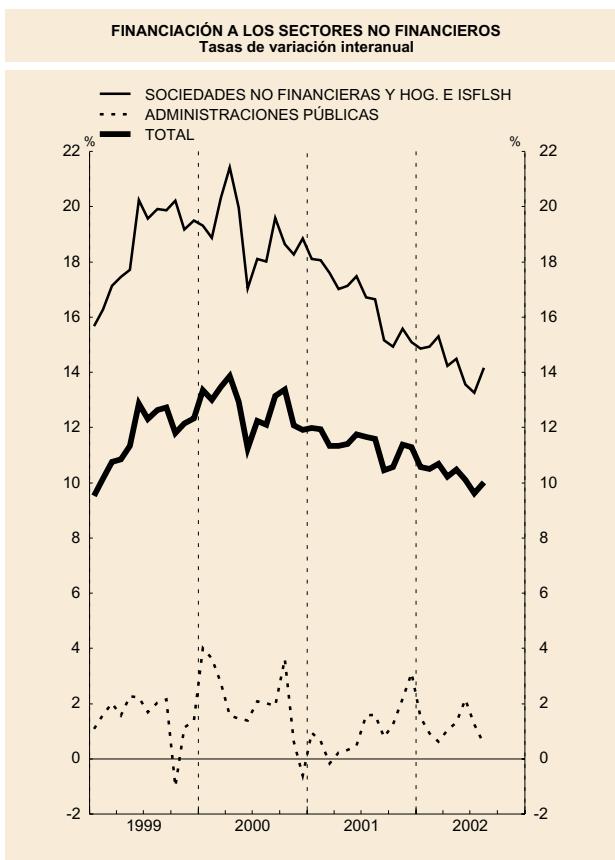
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

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 ISFLSH				Adminis-traciones pú-blicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH				Préstamo-s de entida-des de crédito resi-dentes	Fon-do de ti-tuliza-ción y otras transfe-rencias	Valo-res dis-tin-to-s de accio-nes
					Préstamo-s de entida-des de crédito resi-dentes	Fon-do de ti-tuliza-ción y otras transfe-rencias	Valo-res dis-tin-to-s de accio-nes	Préstamo-s de entida-des de crédito resi-dentes		Fon-do de ti-tuliza-ción y otras transfe-rencias	Valo-res dis-tin-to-s de accio-nes	Préstamo-s del exte-rior				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	876 721	17 179	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	983 208	17 924	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	1 095 466	19 154	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 May	1 021 919	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	
<i>Jun</i>	1 041 698	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	
<i>Jul</i>	1 055 369	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	
<i>Ago</i>	1 052 938	-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	
<i>Sep</i>	1 063 452	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	
<i>Oct</i>	1 063 844	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	
<i>Nov</i>	1 075 040	11 500	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	
<i>Dic</i>	1 095 466	19 154	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	1 102 414	6 595	10,6	1,5	14,9	13,4	24,5	5,9	22,6	0,5	10,1	7,3	0,5	0,1	2,2	
<i>Feb</i>	1 100 590	-1 913	10,5	0,9	14,9	13,9	18,0	7,0	21,3	0,3	10,2	7,6	0,4	0,1	2,1	
<i>Mar</i>	1 117 382	16 040	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	
<i>Abr</i>	1 118 474	1 991	10,2	1,0	14,2	14,0	23,5	8,2	14,5	0,3	9,9	7,7	0,5	0,1	1,5	
<i>May</i>	1 128 716	10 802	10,5	1,3	14,5	14,5	22,5	2,4	14,9	0,4	10,1	8,0	0,5	0,0	1,6	
<i>Jun</i>	1 147 456	18 590	10,1	2,2	13,6	13,2	36,6	1,4	12,8	0,7	9,5	7,3	0,8	0,0	1,4	
<i>Jul</i>	P 1 158 256	10 875	9,6	1,2	13,3	14,2	20,1	-5,5	10,3	0,4	9,2	7,8	0,5	-0,1	1,1	
<i>Ago</i>	P 1 159 244	1 063	10,0	0,5	14,2	15,0	21,1	-7,6	12,1	0,2	9,9	8,2	0,5	-0,1	1,3	



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.

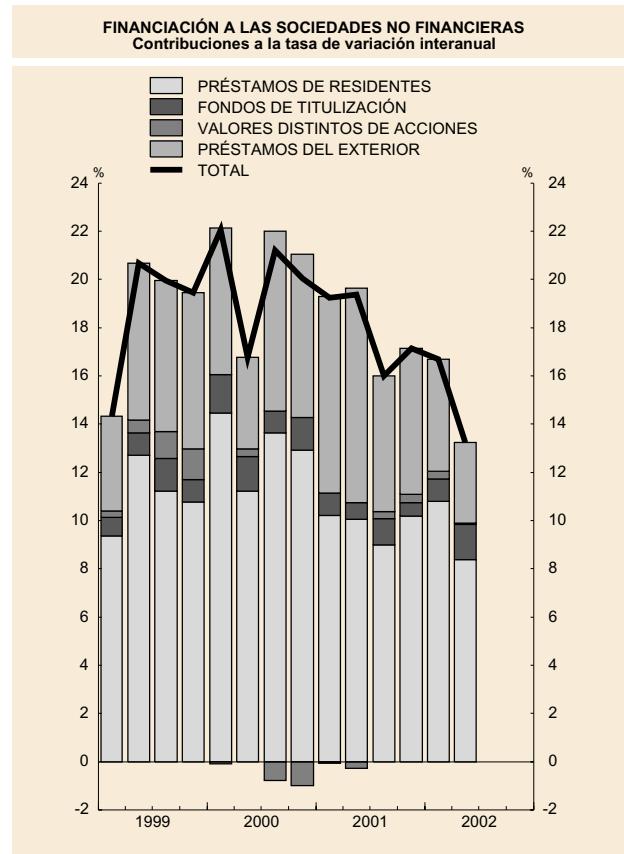
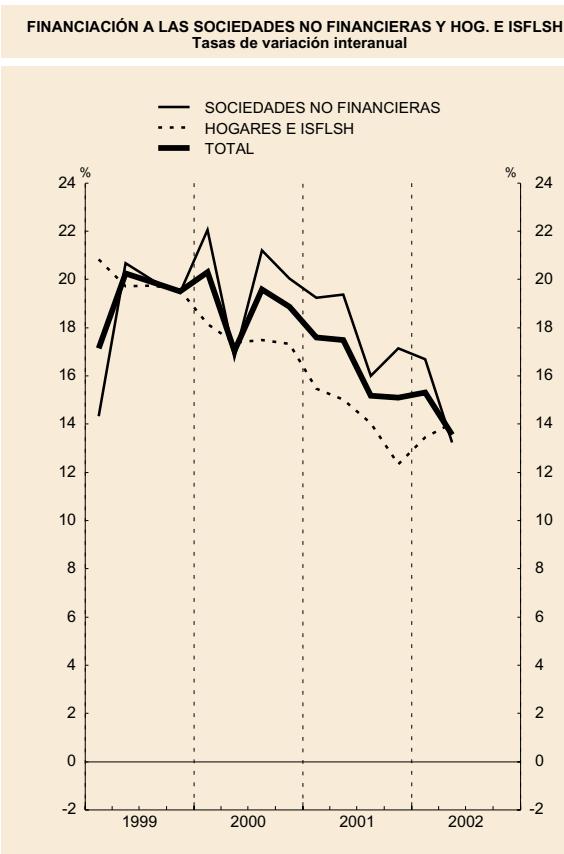
(b) Total de pasivos menos depósitos.

8.6. Financiación a las sociedades no financieras y hogares e ISFLSH, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Sociedades no financieras														Hogares e ISFLSH			
	Total			Prestamos y créditos de entidades de crédito residentes			Financ. intermedia 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	Saldo	Flujo efectivo	1 T 4	
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 //	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	
///	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 /	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	
//	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	
///	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 /	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	
//	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	
///	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 /	464 862	10 988	16,7	305 687	16,2	10,8	17 608	26,7	19 161	6,7	0,3	122 407	18,2	4,7	333 137	10 731	13,4	
//	476 563	12 910	13,2	313 147	12,6	8,4	20 041	44,1	18 583	1,4	0,1	124 792	12,8	3,3	349 364	16 326	14,0	



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.6 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC/95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

(a) Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del periodo / saldo al principio del periodo.

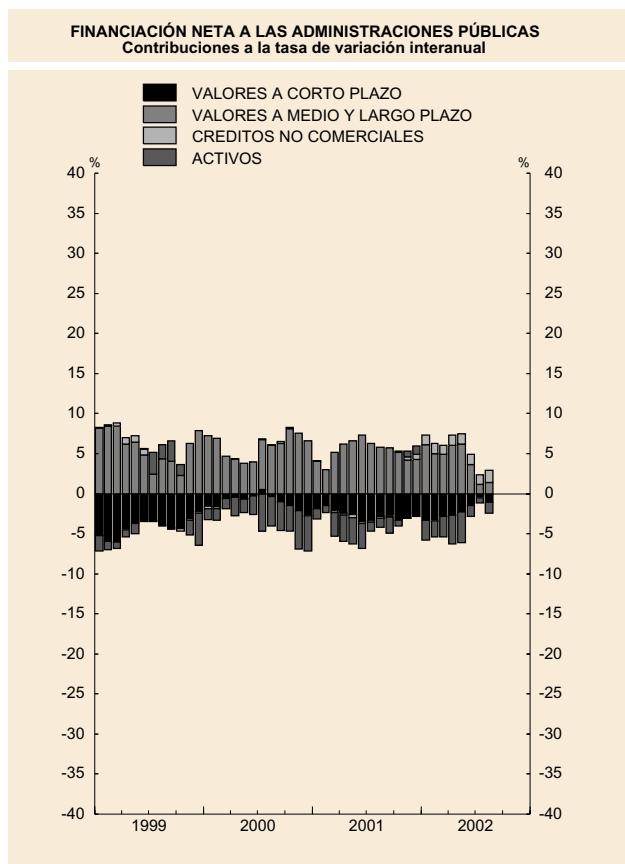
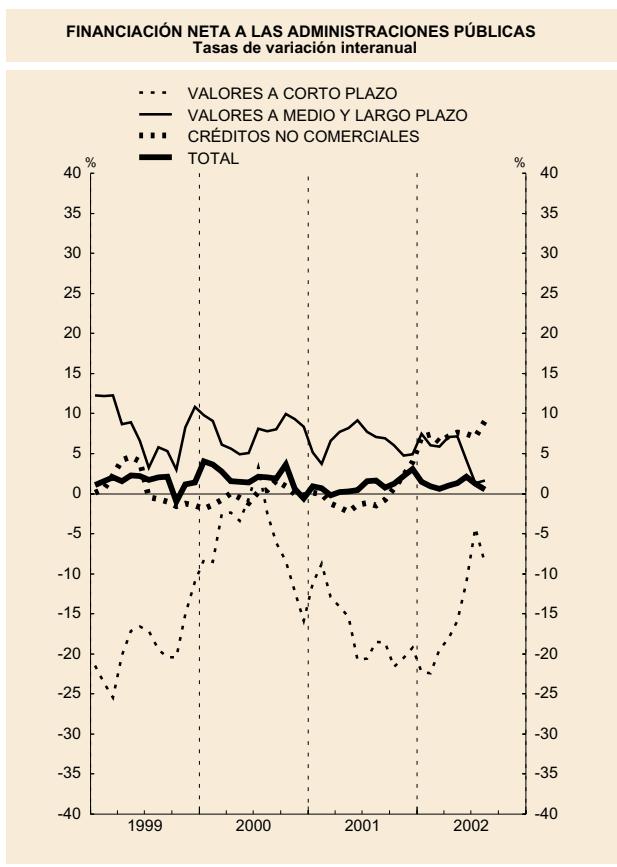
(b) Datos provisionales.

8.8. Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 Total				
				Pasivos			Activos			Pasivos			Activos			Pasivos		Acti- vos
	Saldo neto de pasivos	Varia- ción mensu- al (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de de- pósito (b)	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	Acti- vos	Valores	Credito- s no comer- ciales y res- to (a)		
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
99	312 671	4 302	1,4	16 706	-6 700	24 218	-812	8 020	4 383	4,9	-11,0	10,9	-1,5	41,1	-2,2	7,9	-0,3	-4,0
00	P 310 759	-1 913	-0,6	11 825	-8 605	20 558	-128	8 319	5 419	3,3	-15,8	8,3	-0,2	32,2	-2,8	6,6	-0,0	-4,4
01	P 320 381	9 622	3,1	6 566	-8 804	13 226	2 144	-17 158	14 101	1,8	-19,3	4,9	4,0	-5,4	-2,8	4,3	0,7	1,0
01 Mar	P 317 387	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
Abr	P 308 974	-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
May	P 312 081	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
Jun	P 314 757	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	-0,2	-3,2
Jul	P 319 653	4 896	1,6	1 197	-864	1 738	323	-2 122	-1 578	2,4	-20,6	7,7	-1,1	7,6	-3,3	6,3	-0,2	-1,1
Ago	P 321 186	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
Sep	P 317 941	-3 245	0,8	1 535	-966	2 331	170	2 264	2 517	2,4	-18,5	6,9	-0,7	13,7	-2,8	5,7	-0,1	-2,0
Oct	P 310 456	-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
Nov	P 309 687	-769	2,2	-289	-203	-362	277	-950	1 430	1,2	-20,5	4,8	2,3	-3,3	-3,1	4,2	0,4	0,7
Dic	P 320 381	10 694	3,1	2 774	484	1 131	1 159	-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 324 052	3 671	1,5	1 686	-282	219	1 748	1 225	-3 211	3,6	-22,2	7,5	7,0	18,8	-3,3	6,1	1,2	-2,5
Feb	A 316 878	-7 174	0,9	-4 387	259	-4 796	150	224	2 563	2,5	-22,4	6,1	7,4	13,1	-3,4	5,0	1,3	-2,0
Mar	A 319 384	2 506	0,6	4 421	-60	5 350	-869	1 132	783	2,8	-19,5	5,9	6,4	17,2	-2,8	4,9	1,1	-2,6
Abr	A 312 172	-7 212	1,0	3 191	134	2 141	916	1 791	8 613	3,9	-18,1	7,1	7,1	20,2	-2,7	6,1	1,2	-3,6
May	A 316 200	4 028	1,3	4 166	21	4 354	-209	-1 179	1 317	4,5	-15,9	7,1	7,7	22,5	-2,2	6,2	1,3	-3,9
Jun	A 321 529	5 329	2,2	-2 186	-157	-2 466	437	970	-8 486	3,0	-11,0	4,2	7,5	7,7	-1,5	3,7	1,3	-1,3
Jul	A 323 637	2 108	1,2	-3 956	1 972	-6 066	138	-2 005	-4 059	1,6	-4,3	1,4	7,1	3,7	-0,5	1,2	1,2	-0,6
Ago	A 322 873	-764	0,5	-962	-2 912	1 724	226	215	-413	1,6	-8,6	1,7	9,1	9,1	-11,1	1,4	1,5	-1,4



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.

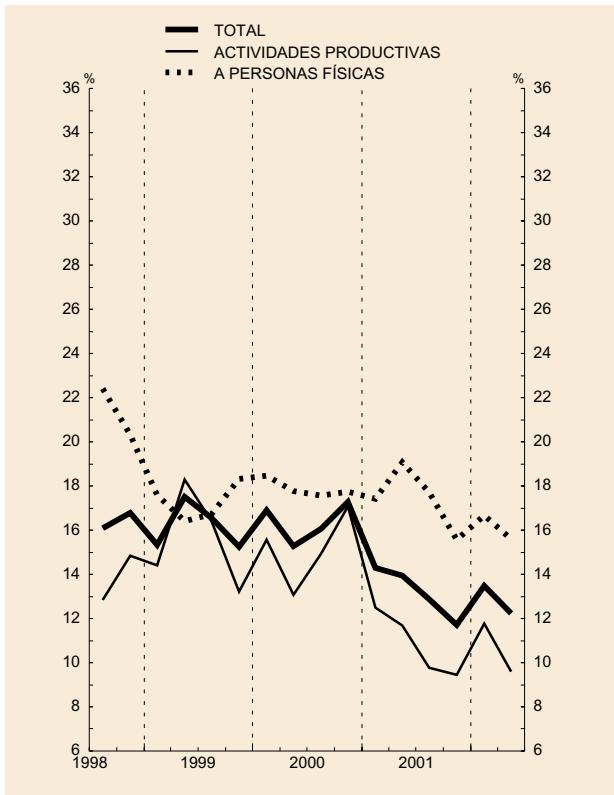
Detalle por finalidades.

■ Serie representada gráficamente.

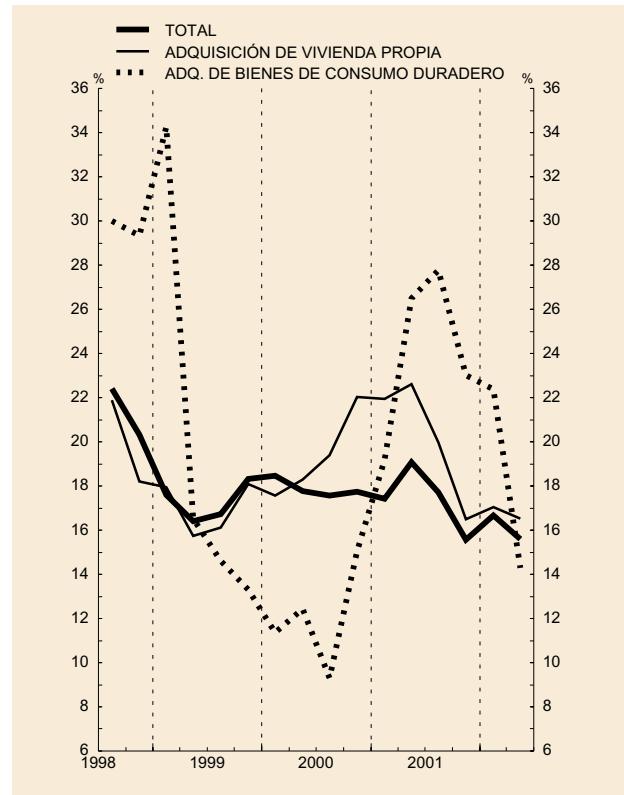
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Total	Otras financiaciones a hogares por funciones de gasto					Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasí- ficar
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Adquisición y Rehabilitación de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 //	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
///	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 I	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
//	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
///	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 I	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
//	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
///	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 I	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	293 673	214 354	205 404	8 949	34 671	44 648	2 382	9 273
//	664 446	343 191	13 980	81 235	50 770	197 207	308 555	225 521	216 080	9 441	35 466	47 568	2 287	10 413

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

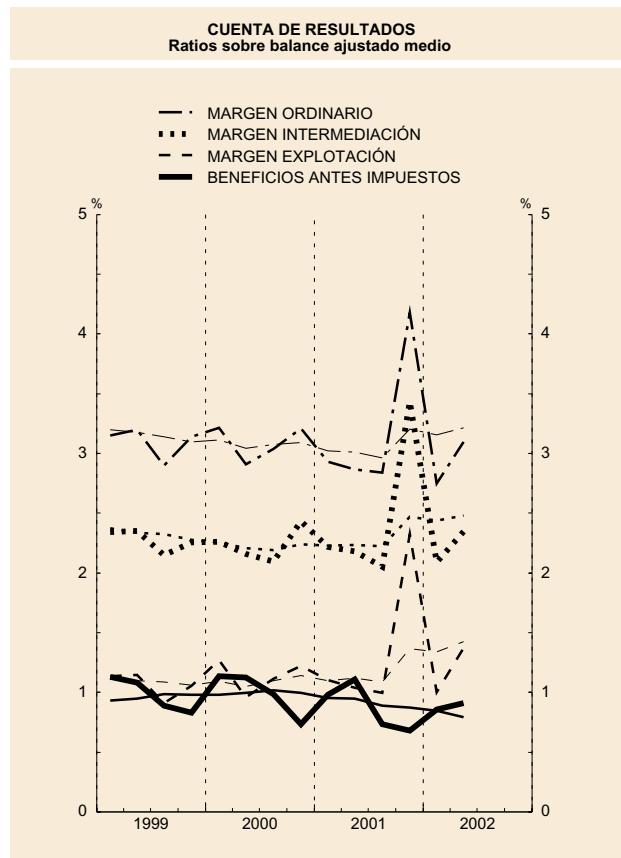
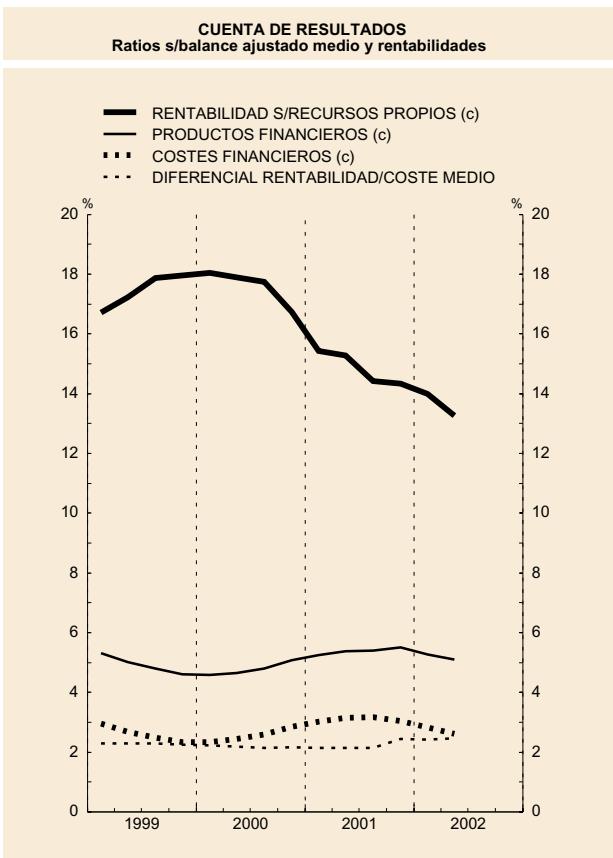
(a) Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Veanse las novedades al Boletín estadístico de octubre de 2001 y los cuadros 89.53, 89.54 y 89.55 del Boletín estadístico, que se difunden en www.bde.es

(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		
	Produc-	Costes	Margen	Otros	Margen	Gastos	Del	Margen	Resto	Benefi-	Rentabi-	Rentabi-	Coste	Diferen-
	to-		de	ptos. y	ordina-	de ex-	cual	de ex-	de pro-	cio	lidad	lidad	medio de	(12-13)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 //	4,6	2,3	2,4	0,8	3,2	2,1	1,3	1,1	-0,1	1,1	19,1	5,4	3,1	2,3
//	4,4	2,3	2,1	0,8	2,9	2,0	1,2	0,9	-0,0	0,9	16,0	5,1	2,9	2,3
/V	4,6	2,3	2,3	0,9	3,1	2,1	1,2	1,1	-0,2	0,8	15,9	4,9	2,7	2,3
00 /	4,7	2,5	2,3	1,0	3,2	1,9	1,2	1,3	-0,1	1,1	21,2	4,9	2,7	2,2
//	4,9	2,7	2,2	0,7	2,9	2,0	1,2	1,0	0,2	1,1	18,5	5,0	2,8	2,2
///	5,0	2,9	2,1	0,9	3,0	1,9	1,2	1,1	-0,1	1,0	15,4	5,2	3,0	2,1
/V	5,7	3,3	2,4	0,8	3,2	2,0	1,2	1,2	-0,5	0,7	11,9	5,5	3,3	2,2
01 /	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,1	-0,1	1,0	15,9	5,7	3,5	2,1
//	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,0	0,1	1,1	17,9	5,8	3,7	2,1
///	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
/V	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4
02 /	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4
//	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5



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.

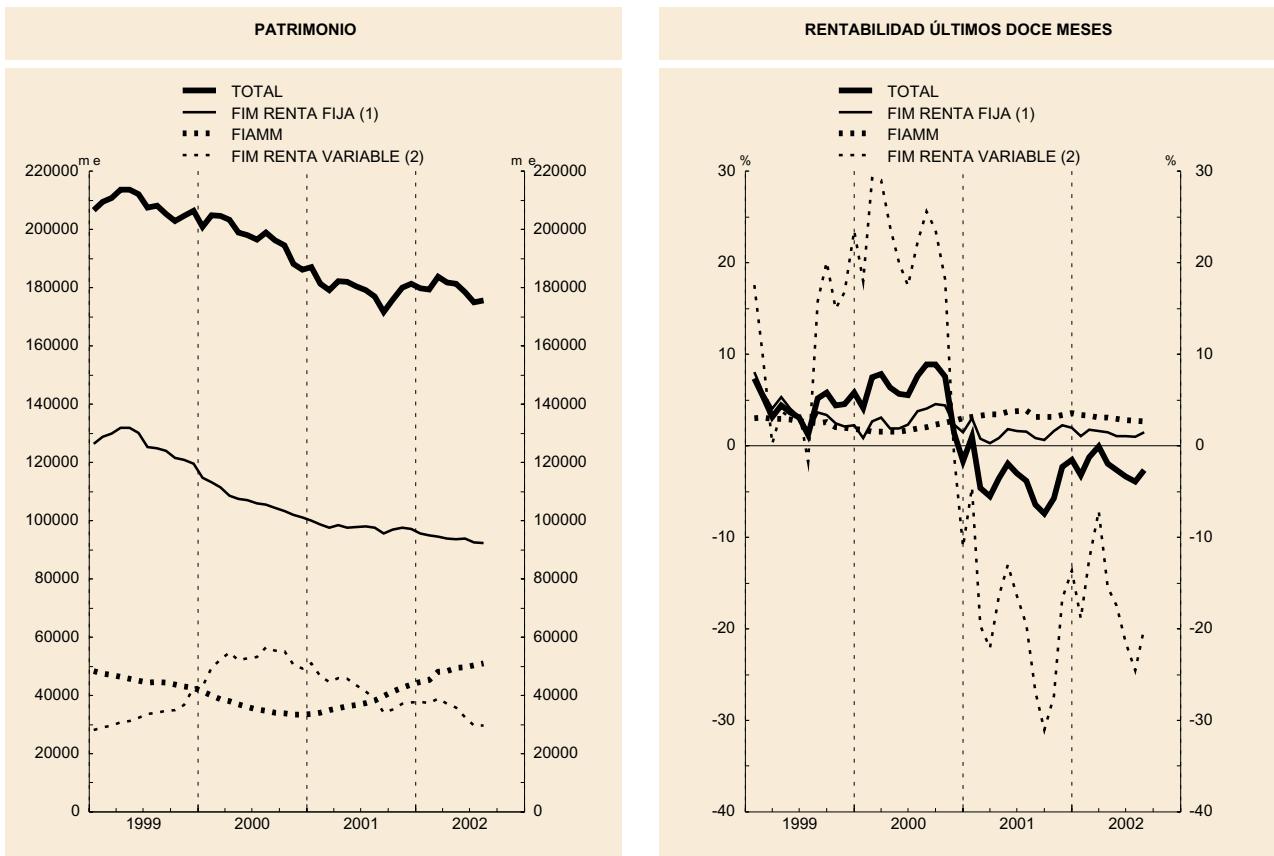
(c) Media de los cuatro últimos trimestres.

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)	
	Patri-moni-o	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-moni-o	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-moni-o	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-moni-o	Varia-ción mensual	De la cual			
			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses		
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 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	
<i>Jun</i>	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	
<i>Jul</i>	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	
<i>Ago</i>	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	
<i>Sep</i>	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	
<i>Oct</i>	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	
<i>Nov</i>	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	
<i>Dic</i>	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	
<i>Feb</i>	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	
<i>Mar</i>	183 849	4 546	5 002	-0,1	48 085	2 882	2 805	3,1	94 434	-613	1 235	1,6	38 836	1 560	956	-7,1	2 494	
<i>Abr</i>	181 809	-2 040	-599	-2,0	48 433	348	263	3,1	93 902	-532	-677	1,5	37 070	-1 767	-235	-15,5	2 405	
<i>May</i>	181 231	-578	574	-2,6	49 455	1 023	912	2,9	93 521	-381	-309	1,0	35 843	-1 227	-131	-17,4	2 412	
<i>Jun</i>	178 425	-2 806	459	-3,4	49 692	237	102	2,8	93 824	303	595	1,0	32 531	-3 312	-345	-21,5	2 378	
<i>Jul</i>	174 935	-3 490	-186	-3,9	50 318	626	534	2,8	92 449	-1 374	-1 326	1,0	29 733	-2 797	-368	-24,5	2 434	
<i>Ago</i>	P 175 573	638	-63	-2,6	51 062	744	640	2,6	92 415	-35	-460	1,5	29 635	-99	-242	-20,0	2 462	



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.

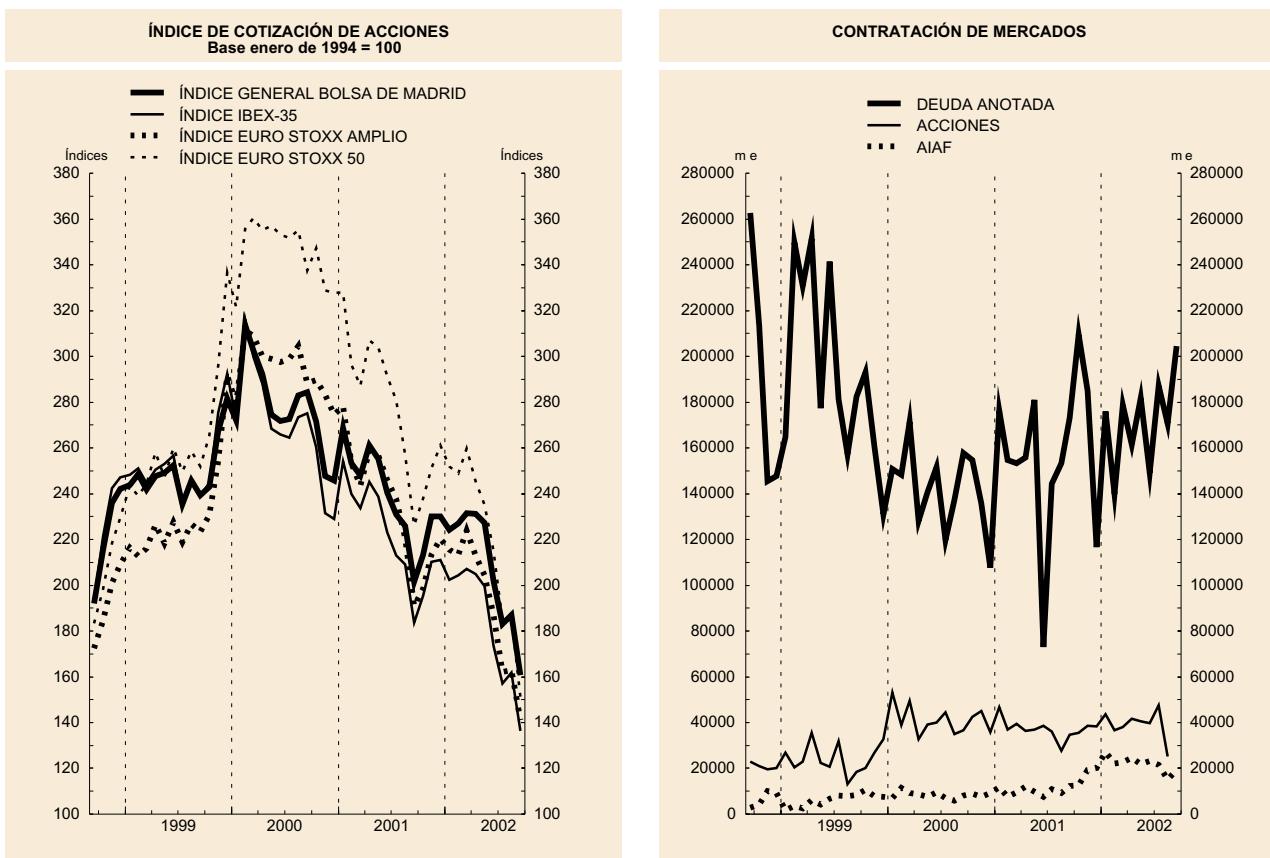
(3) Fondos globales.

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 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	722,73	6 913,00	266,84	3 133,39	39 763	5 397	149 077	23 186	-	2 170	11	370	
Jul	655,51	6 249,30	231,34	2 685,79	47 539	6 915	187 029	21 400	-	1 527	4	393	
Ago	669,63	6 435,70	232,75	2 709,29	25 306	6 052	170 577	14 986	-	968	3	306	
Sep	P	576,17	5 431,70	201,63	2 204,39	...	204 486	19 219	-	2 056	7	320	



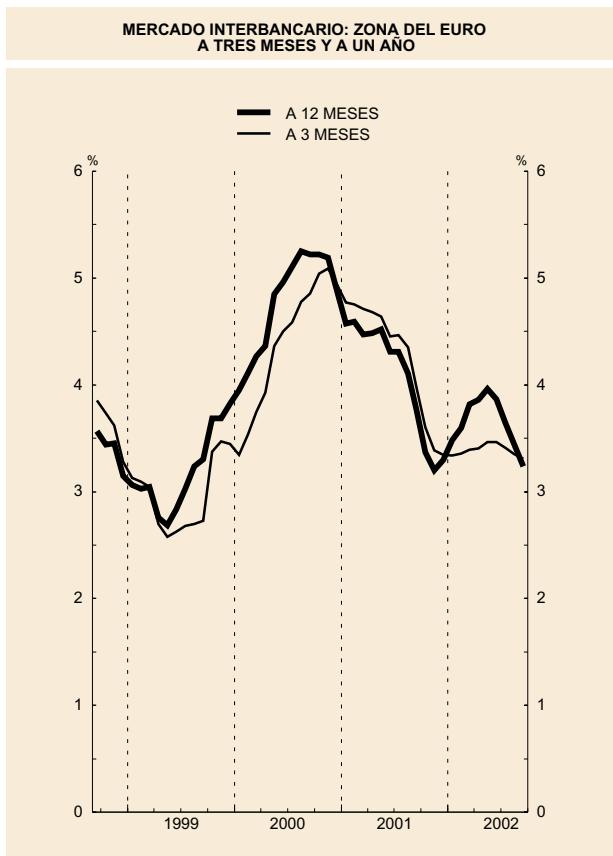
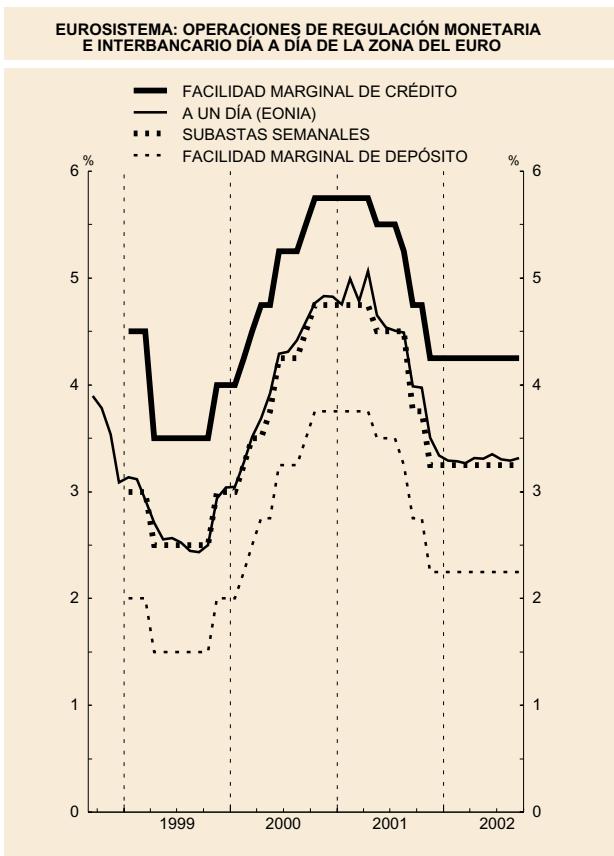
Fuentes: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12).

9.1. Tipos de interés. Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español

■ Serie representada gráficamente.

Medias de datos diarios. Porcentajes

Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (Euribor) (a)					España								
		De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	Día a día 10	A un mes 11	A tres meses 12	A un año 13	Día a día 14	A un mes 15	A tres meses 16	A un año 17
99	3,00	3,26	4,00	2,00	2,74	3,51	2,96	3,51	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	4,92	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	3,26	3,30	4,36	4,31	4,24	4,07	4,30	4,20	4,11	4,11
01 Jun	4,50	4,36	5,50	3,50	4,54	4,53	4,45	4,35	4,31	4,53	4,51	4,45	4,29	4,48	4,43	4,32	4,17
Jul	4,50	4,39	5,50	3,50	4,51	4,52	4,47	4,39	4,31	4,50	4,50	4,44	4,30	4,49	4,45	4,35	4,18
Ago	4,50	4,20	5,25	3,25	4,49	4,46	4,35	4,23	4,11	4,48	4,44	4,36	4,11	4,45	4,36	4,23	4,10
Sep	3,75	3,55	4,75	2,75	3,99	4,05	3,98	3,88	3,77	3,98	4,03	3,96	3,76	3,97	3,94	3,87	3,69
Oct	3,75	3,50	4,75	2,75	3,97	3,72	3,60	3,46	3,37	3,96	3,70	3,57	3,35	3,84	3,58	3,47	3,26
Nov	3,25	3,32	4,25	2,25	3,51	3,43	3,39	3,26	3,20	3,50	3,40	3,36	3,19	3,40	3,19	3,21	-
Dic	3,25	3,29	4,25	2,25	3,34	3,42	3,34	3,26	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	3,34	3,48	3,29	3,34	3,33	3,48	3,25	3,25	3,23	3,41
Feb	3,25	3,32	4,25	2,25	3,28	3,34	3,36	3,40	3,59	3,27	3,32	3,34	3,57	3,22	3,25	3,25	3,46
Mar	3,25	3,40	4,25	2,25	3,26	3,35	3,39	3,50	3,82	3,25	3,33	3,38	3,80	3,19	3,24	3,27	3,60
Abr	3,25	3,35	4,25	2,25	3,32	3,34	3,41	3,54	3,86	3,30	3,32	3,40	3,87	3,24	3,25	3,30	3,76
May	3,25	3,45	4,25	2,25	3,31	3,37	3,47	3,63	3,96	3,31	3,36	3,46	3,96	3,19	3,27	3,36	3,88
Jun	3,25	3,38	4,25	2,25	3,35	3,38	3,46	3,59	3,87	3,34	3,37	3,46	3,84	3,30	3,31	3,35	3,83
Jul	3,25	3,35	4,25	2,25	3,30	3,36	3,41	3,48	3,65	3,29	3,35	3,39	3,64	3,26	3,29	3,31	3,51
Ago	3,25	3,33	4,25	2,25	3,29	3,33	3,35	3,38	3,44	3,29	3,31	3,34	3,46	3,25	3,24	3,25	3,34
Sep	3,25	3,23	4,25	2,25	3,31	3,32	3,31	3,27	3,24	3,30	3,30	3,30	3,23	3,26	3,24	3,20	-



Fuente: BCE (columnas 1 a 8).

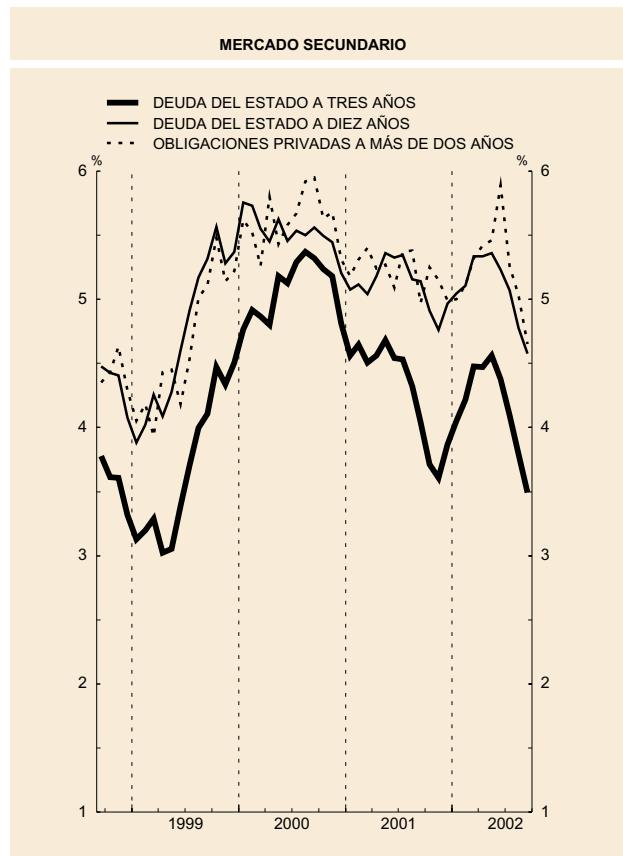
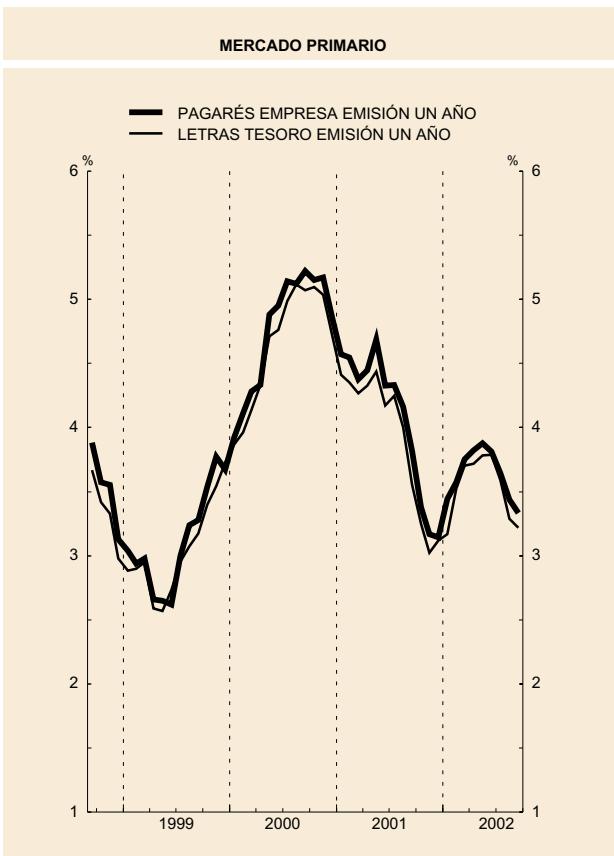
(a) Hasta diciembre de 1998 se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

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								
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 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
Apr	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
Jul	3,59	3,50	3,64	3,60	-	4,45	5,18	5,37	-	4,10	5,07	5,26
Ago	3,29	3,29	3,44	3,45	3,60	-	4,76	-	-	3,79	4,78	5,03
Sep	3,22	3,08	3,33	3,25	-	5,04	4,59	-	5,04	3,49	4,58	4,65



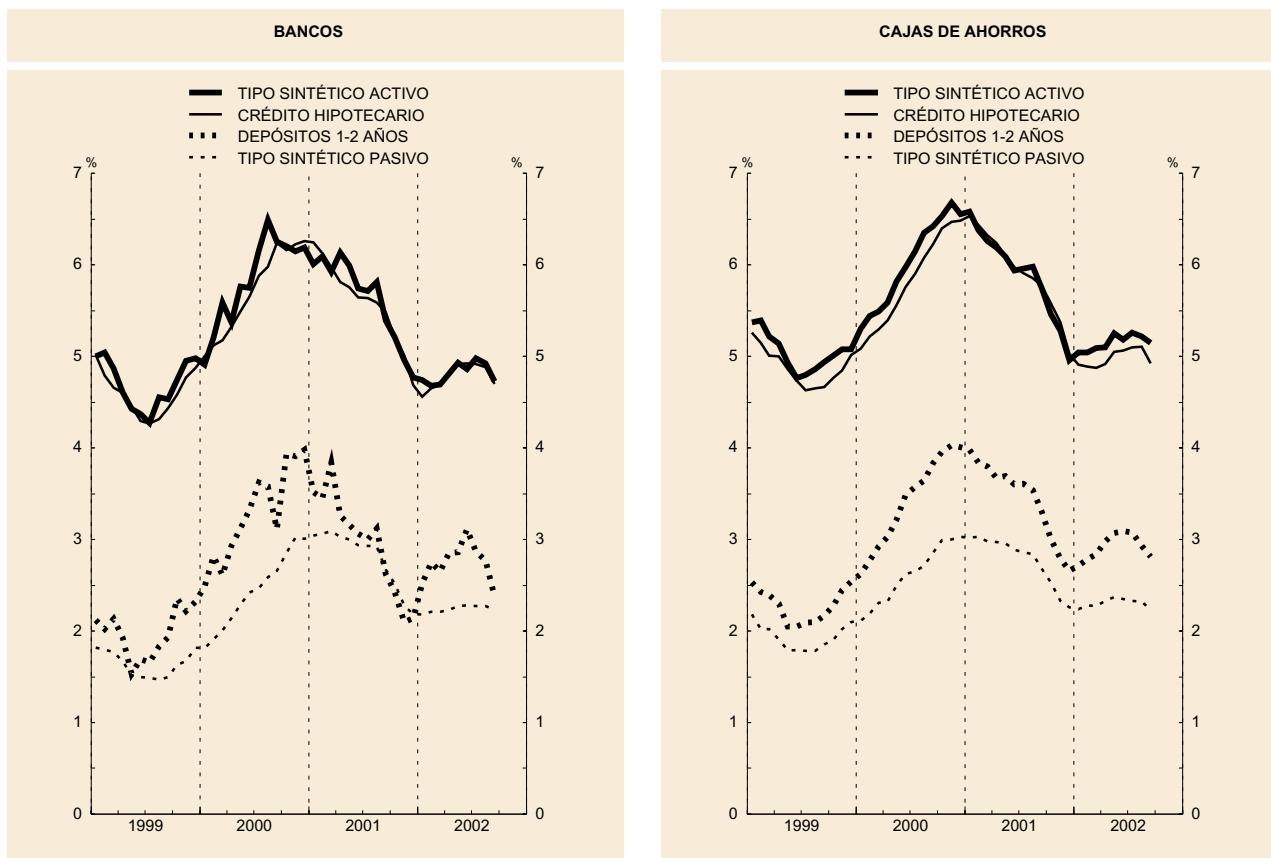
Fuentes: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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			
		Crédi- to. Tipo sinté- tico	Dto. comerc. hasta 3 meses	Ctas. cto. de 1 año a menos de 3	Prést. mos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acree- dores. Tipo sinté- tico	Cuen- tas corri- entes	Cesión letras hasta 3 meses	Depósi- tos 1 año a menos de 2	Crédi- to. Tipo sinté- tico	Ctas. de cto. 1 a menos de 3	Prést. mos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acree- dores. Tipo sinté- tico	Cuen- tas corri- entes	Cesión letras hasta 3 meses	Depósi- tos 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 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	2,23	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	2,27	2,04	3,13	2,86	5,25	7,08	7,75	5,05	2,37	1,88	3,17	3,07	
Jun		4,86	5,66	5,03	6,66	4,93	2,28	2,06	3,22	3,11	5,18	6,83	7,78	5,06	2,35	1,87	3,24	3,09	
Jul		4,98	5,64	5,25	6,85	4,92	2,27	2,02	3,20	2,87	5,26	6,69	7,48	5,10	2,33	1,86	3,23	3,08	
Ago		4,92	5,58	5,12	7,15	4,88	2,27	2,03	3,19	2,77	5,22	6,94	7,87	5,10	2,32	1,88	3,23	2,93	
Sep		4,73	5,55	5,06	7,31	4,70	2,23	2,02	3,19	2,38	5,15	6,55	7,83	4,93	2,23	1,88	3,22	2,81	



Fuente: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadros 18.3 y 18.4.

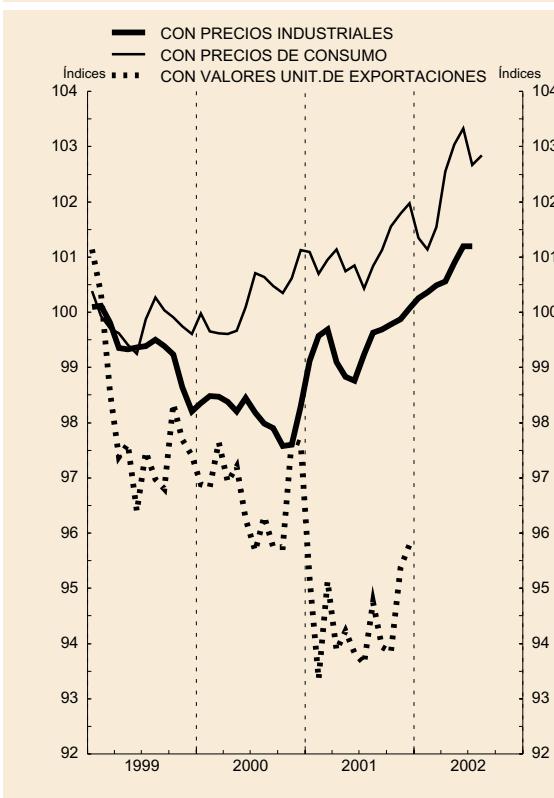
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

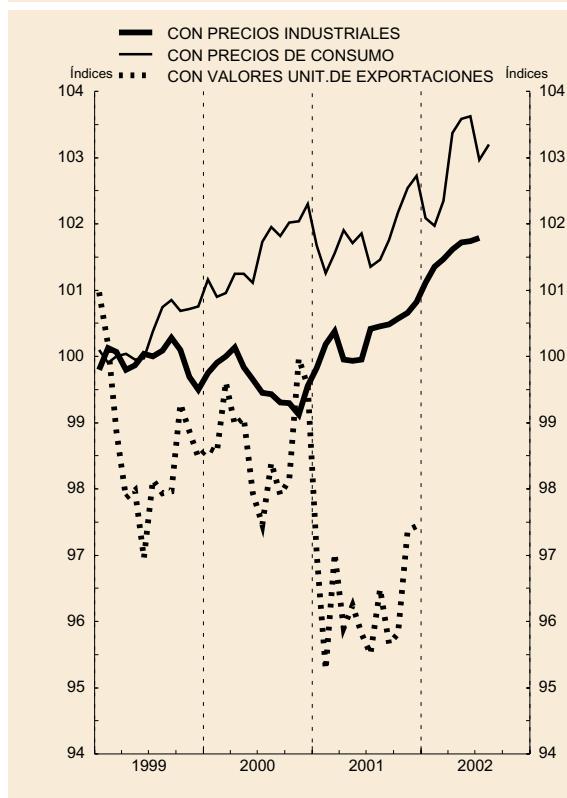
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea										Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
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	102,2	96,7	98,5	99,6	101,7	103,7	98,2	99,6	101,5	103,7	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 III / IV	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	
97,8	100,7	104,2	97,0	98,4	99,4	102,3	105,9	98,6	99,3	102,1	105,8	99,2		
01 I / II / III / IV	99,5	100,9	105,0	94,6	99,1	100,4	101,8	106,0	95,4	100,1	101,5	105,9	96,5	
98,9	100,9	104,6	94,0	98,8	100,1	102,1	105,8	95,1	99,9	101,8	105,9	96,0		
99,5	100,8	105,1	94,1	99,0	100,6	101,9	106,2	95,1	100,5	101,5	106,3	95,9		
99,9	101,8	106,1	95,0	99,0	100,9	102,8	107,1	96,0	100,7	102,5	107,2	96,9		
02 I / II	100,4	101,4	107,2	...	98,8	101,6	102,6	108,5	...	101,3	102,1	108,8	...	
100,9	103,0	109,0	...	99,1	101,8	103,9	110,0	...	101,7	103,5	110,2	...		
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	...	...
Feb	100,4	101,1	...	...	98,8	101,6	102,4	...	...	101,4	102,0	...	...
Mar	100,5	101,5	...	...	98,8	101,7	102,8	...	...	101,5	102,4	...	...
Abr	100,6	102,6	...	...	98,8	101,8	103,8	...	...	101,6	103,4	...	...
May	100,9	103,0	...	...	99,1	101,8	104,0	...	...	101,7	103,6	...	...
Jun	101,2	103,3	...	...	99,3	101,9	104,0	...	...	101,7	103,6	...	...
Jul	101,2	102,7	...	...	99,3	101,9	103,4	...	...	101,8	103,0	...	...
Ago	...	102,8	...	...	99,2	...	103,6	...	...	...	103,2	...	...
Sep	...	...	...	...	99,1	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



Fuente: BE.

(a) Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

(b) Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de 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	97,5	98,7	100,0	100,3	100,2	98,8
00	95,9	97,4	99,5	95,2	95,8	100,2	101,7	103,9	99,5
01	97,4	98,5	102,6	93,4	96,3	101,1	102,3	106,5	97,1
00 III	95,6	97,5	100,1	94,3	95,5	100,1	102,1	104,8	98,7
IV	95,1	97,2	100,7	95,1	95,0	100,2	102,4	106,1	100,1
01 I	97,6	98,5	102,7	93,8	96,7	101,0	101,9	106,2	97,0
II	96,6	98,1	101,7	92,8	95,9	100,8	102,3	106,1	96,8
III	97,4	98,2	102,4	93,1	96,2	101,2	102,0	106,5	96,8
IV	97,9	99,3	103,4	94,2	96,3	101,6	103,1	107,3	97,7
02 I	98,4	99,1	104,6	...	96,2	102,3	102,9	108,7	...
II	99,3	101,0	106,5	...	96,8	102,6	104,3	110,1	...
01 Dic	98,1	99,6	...	95,1	96,4	101,8	103,3	...	98,6
02 Ene	98,4	99,1	...	...	96,4	102,1	102,9	...	...
Feb	98,4	98,8	...	...	96,1	102,3	102,8	...	...
Mar	98,5	99,2	...	...	96,2	102,4	103,2	...	...
Abr	98,7	100,3	...	...	96,3	102,5	104,2	...	...
May	99,3	101,0	...	...	96,7	102,6	104,4	...	...
Jun	99,9	101,6	...	...	97,4	102,6	104,4	...	...
Jul	100,2	101,3	...	...	97,6	102,7	103,8	...	...
Ago	...	101,3	...	...	97,4	...	104,0	...	...
Sep	...	...	...	...	97,5	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



Fuente: BE.

(a) Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

(b) Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de 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

2001	Mes	Pág.	2001	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Ene	9	Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXVIII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Los cambios en la calidad y la aparición de nuevos productos: importancia de su valoración para la política económica	Ene	59	Evolución reciente de la economía española	Jun	15
Los países aspirantes al ingreso en la UE. Estrategias de convergencia	Ene	63	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2001	Jun	29
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000	Ene	75	La evolución reciente del crédito al sector privado en España. Algunas implicaciones	Jun	43
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	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
La evolución del empleo y del paro durante el año 2000	Feb	23	Estimación de expectativas de inflación a partir de los precios del bono indicado francés	Jun	61
Los rasgos básicos de la Seguridad Social española. Especial referencia al gasto en pensiones contributivas	Feb	33	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
La contribución de los factores productivos al crecimiento económico en España: un análisis desagregado	Feb	47	El seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores	Jul-Ago	57
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2000	Jul-Ago	65
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2000 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2000	Jul-Ago	85
Política fiscal y estabilidad de precios en la Unión Monetaria	Mar	37	Regulación financiera: segundo trimestre de 2001	Jul-Ago	97
La apertura a la competencia de las industrias de red: aspectos regulatorios y efectos sobre precios	Mar	43	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
Efectos macroeconómicos de la inflación	Mar	55	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 2001	Sep	23
La medición de la inflación y la política monetaria	Mar	61	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre del año 2001	Sep	35
Discurso del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la clausura de la conferencia «Euro 2002»	Abr	9	Desempleo y vacantes: una aproximación a los desajustes del mercado de trabajo	Sep	43
Palabras del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la presentación del Premio Germán Bernácer	Abr	13	Las entidades de tasación: actividad en 2000	Sep	47
Discurso del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros	Abr	17	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
Informe trimestral de la economía española	Abr	23	Implicaciones de la conversión de precios a euros para la inflación	Oct	59
Nuevos cambios en la fiscalidad de los instrumentos financieros: análisis comparativo y efectos sobre el ahorro financiero de las familias	Abr	71	La contribución de las ramas de las tecnologías de la información y las comunicaciones al crecimiento de la economía española	Oct	67
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2000	Abr	85	La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes	Oct	77
Regulación financiera: primer trimestre de 2001	Abr	145	Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea	Oct	87
Evolución reciente de la economía española	May	9	Regulación financiera: tercer trimestre de 2001	Oct	101
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre del año 2001	May	21	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	Nov	9
La inflación dual en la economía española: la importancia relativa del progreso tecnológico y de la estructura de mercado	May	31	Evolución reciente de la economía española	Nov	15
El grado de concentración en las actividades industriales y de servicios	May	37	Resultados de las empresas no financieras en 2000 y hasta el tercer trimestre de 2001	Nov	29
			La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2001 según la Encuesta de Población Activa	Nov	45
			Sesgos de calidad en la medición de los precios: evidencia empírica e implicaciones macroeconómicas para España	Nov	53

2001	Mes	Pág.	2002	Mes	Pág.
Diferenciales persistentes de inflación en Europa	Nov	69	Variabilidad del crecimiento económico y la importancia de la gestión de existencias en EEUU	May	71
Los mercados de deuda pública del área del euro. Evolución reciente e implicaciones	Nov	75	Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXIX Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Evolución reciente de la economía española	Dic	9	Evolución reciente de la economía española	Jun	17
Evolución reciente y perspectivas de la población en España	Dic	23	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2002	Jun	31
Un método alternativo de estimación de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo	Dic	31	Evolución reciente de la estructura de negocio de las entidades bancarias españolas	Jun	43
¿Existe un canal del crédito bancario en la transmisión de la política monetaria en España?	Dic	37	La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los costes y precios del área	Jun	55
El endeudamiento de las familias en España	Dic	45	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
2002	Mes	Pág.	Patrones históricos en la evolución del tipo de interés real	Jul-Ago	57
Informe trimestral de la economía española	Ene	9	Hacia la convergencia a través de la integración. Un análisis comparado entre Europa y América Latina	Jul-Ago	63
El nuevo marco de actuación de las Comunidades Autónomas en España	Ene	61	La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana	Jul-Ago	73
La utilización de los bienes de equipo relacionados con las nuevas tecnologías y su influencia en el crecimiento de la economía española	Ene	71	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	83
Una primera reflexión sobre los efectos de los avances tecnológicos en los costes y los riesgos de las entidades bancarias españolas	Ene	79	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	93
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2001	Ene	93	Regulación financiera: segundo trimestre de 2002	Jul-Ago	109
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
La evolución del empleo y del paro durante el año 2001 según la Encuesta de Población Activa	Feb	23	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2002	Sep	23
Principales cambios metodológicos en el IPC base 2001	Feb	31	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2002	Sep	35
Los flujos de trabajadores en España: el impacto del empleo temporal	Feb	41	El endeudamiento de los hogares españoles: una comparación internacional	Sep	43
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	El mercado de la vivienda en España	Sep	51
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2001 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Futuros sobre acciones: demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable	Sep	63
Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente	Mar	35	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	Oct	9
Las cuotas de exportación de la UEM	Mar	47	Informe trimestral de la economía española	Oct	13
Informe trimestral de la economía española	Abr	9	Estimación de los stocks de capital productivo y residencial para España y la UE	Oct	65
La inversión productiva en el último ciclo	Abr	57	Creación de valor en los procesos de fusión empresarial en la economía europea	Oct	73
Cambios metodológicos en la EPA en 2002	Abr	67	El desarrollo financiero en América Latina en perspectiva	Oct	83
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2001	Abr	79	Las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)	Oct	91
Regulación financiera: primer trimestre de 2002	Abr	135	Las entidades de tasación: actividad en 2001	Oct	107
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados	May	9	Regulación financiera: tercer trimestre de 2002	Oct	119
Evolución reciente de la economía española	May	23			
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2002	May	37			
Una estimación de la carga financiera de los hogares españoles	May	45			
Las implicaciones económicas del envejecimiento de la población. Una primera aproximación a los retos y respuestas de política económica	May	55			

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

- INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)
- CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual)
- BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)
- CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)
- BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)
- ECONOMIC BULLETIN (trimestral)
- BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)
- BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)
- CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (monografía anual)
- CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO
- CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPILACIÓN (cuatrimestral)
- REGISTROS DE ENTIDADES (anual)
- ESTABILIDAD FINANCIERA (semestral)
- MEMORIA DEL SERVICIO DE RECLAMACIONES (anual)
- MEMORIA DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA EN ESPAÑA (anual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

38. FERNANDO GUTIÉRREZ Y EDUARDO FERNÁNDEZ: La empresa española y su financiación (1963-1982). (Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en Bolsa) (1985).
39. PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación (1986).
40. IGNACIO MAULEÓN, JOSÉ PÉREZ FERNÁNDEZ Y BEATRIZ SANZ: Los activos de caja y la oferta de dinero (1986).
41. MARÍA DOLORES GRANDAL MARTÍN: Mecanismos de formación de expectativas en mercados con retardo fijo de oferta: el mercado de la patata en España (1986).
42. J. RUIZ-CASTILLO: La medición de la pobreza y de la desigualdad en España, 1980-1981 (1987).
43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (Primera edición, 1991. Segunda edición actualizada, 1995).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991).
46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991).
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992).
49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992).
50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992).
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y Mª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLEBRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).

67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
70. OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
71. MARIO IZQUIERDO Y M^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
72. MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
73. OLYMPIA BOVER Y PILAR 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.)
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992).
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
41. LLUIS CASTAÑEDA PEIRÓN: El Banco de España (1874-1900): la red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
42. SEBASTIÁN COLL MARTÍN Y JOSÉ I. FORTEA PÉREZ: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

13. ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (vol. extra) (1985).
14. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Torregrosa, primer contador del libro de caja (vol. extra) (1986).
15. ESPERANZA FRAX ROSALES: El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (vol. extra) (1988).
17. ALONSO DE OJEDA EISELEY: Índice de precios en España en el período 1913-1987 (1988).
18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Reparación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).
22. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991).
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992).

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.
- 0215 PIERPAOLO BENIGNO AND J. DAVID LÓPEZ SALIDO: Inflation, Persistence and Optimal Monetary Policy in the Euro Area.
- 0216 ALICIA GARCÍA HERRERO, JAVIER SANTILLÁN, SONSOLES GALLEGOS, LUCÍA CUADRO AND CARLOS EGEA: Latin American Financial Development in Perspective.
- 0217 SONSOLES GALLEGOS, ALICIA GARCÍA HERRERO AND JESÚS SAURINA: The Asian and European Banking Systems: The Case of Spain in the Quest for Development and Stability.
- 0218 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO Y LILIANA TOLEDO FALCÓN: Futuros sobre acciones: demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable.
- 0219 JOSÉ M. CAMPA FERNÁNDEZ AND JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Differences in Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area.
- 0220 LUIS J. ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: ISIS: Un indicador sintético integral de los servicios de mercado.

EDICIONES VARIAS (1)

- GONZALO ANES, LUIS ÁNGEL ROJO, PEDRO TEDDE (Y OTROS): Historia económica y pensamiento social. Estudios en homenaje a Diego Mateo del Peral (1983) (**).
- INTRODUCCIÓN A LA CONTABILIDAD. Nociones elementales para principiantes (1985). Centro de Formación del Banco de España. 3,13 € (*).
- JOAQUÍN MUNS: Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982: Veinticinco años de economía española (1986) (**).
- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del siglo XIX: progresistas y moderados (1986) (**).
- TERESA TORTELLA CASARES: Índice de los primitivos accionistas del Banco Nacional de San Carlos (1986). 9,38 € (*).
- GONZALO ANES ÁLVAREZ: Monedas hispánicas, 1475-1598 (1987). 25 € (*).
- JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 12,50 € (*).
- CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 9,38 € (*).

(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).

CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 6,25 € (*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (**).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 6,25 € (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 9,38 € (*).

FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 12,50 € (*).

MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 9,38 € (*).

BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 6,25 € (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 36,06 € (*).

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 € (*).

PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 € (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3^a ed. (1994). 36,06 € (*).

MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 € (*).

BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 € (*).

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 € (*).

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (***).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 € (*).

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 € (*).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^a ed. (1999). 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 € (*).

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)

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 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) La información diaria es accesible a través de la web del Banco de España (<http://www.bde.es>).
- (4) Diríjase 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