

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

enero 2003

boletín económico

enero 2003

BANCO DE ESPAÑA

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

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente

© Banco de España, Madrid, 2003

ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)

ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 5852 - 1979

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

Siglas 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>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior del área del euro	15
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	19
4. La economía española	31
5. Evolución financiera	49
Los efectos de las modificaciones de las condiciones financieras sobre el comportamiento de las empresas españolas	61
El contenido informativo de los derivados crediticios	67
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002	75
Información del Banco de España	99
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 31 de diciembre de 2002	101
Registros Oficiales de Entidades. Variaciones producidas entre el 18 de diciembre de 2002 y el 17 de enero de 2003	105
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	63*

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

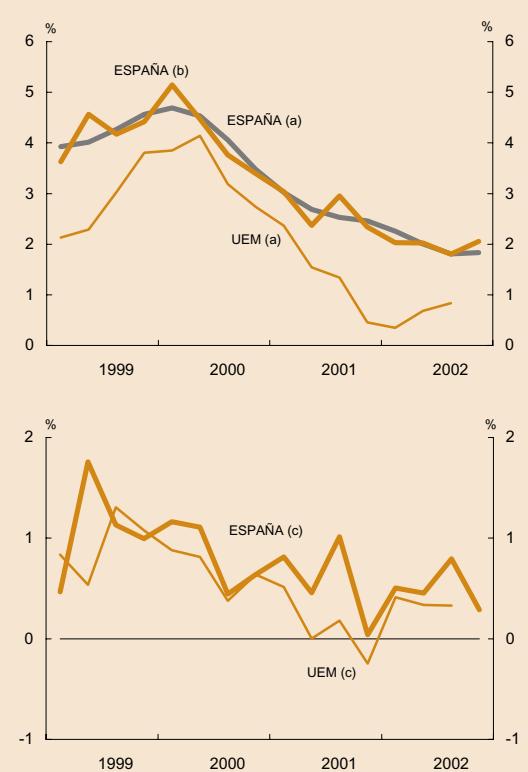
El año 2002 ha finalizado sin que se hayan despejado las numerosas fuentes de incertidumbre que condicionan la evolución de la economía mundial. Las tensiones geopolíticas y la falta de corrección de algunos de los desequilibrios básicos que aquejan a determinadas economías hacen que no acaben de concretarse las condiciones necesarias para que se ponga en marcha un proceso de recuperación sostenido. En esta situación, los principales impulsos provienen de la instrumentación de políticas macroeconómicas de claro corte expansivo, que, hasta ahora, no han generado tensiones inflacionistas relevantes en las principales áreas, en las que, salvo contadas excepciones, se registran ritmos de crecimiento muy por debajo del potencial.

La economía española se ha desenvuelto en este contexto internacional con un balance comparativamente favorable durante el pasado año. De acuerdo con las previsiones del Banco de España, el crecimiento del producto interior bruto (PIB) real en el promedio de 2002 ha sido del 2%, inferior al del ejercicio precedente (2,7%), pero muy superior al que se espera alcance el agregado de la zona euro (por debajo del 1%), por lo que se ha seguido avanzando en el proceso de convergencia real con los países del área. El aumento del empleo en el conjunto del año rondará el 1,3%, aunque la tasa de paro ha subido hasta aproximarse al 11,5% y se habrá producido una recuperación de la productividad de la economía. El resultado menos favorable ha tenido lugar en el frente de los precios, con un crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del 4% en el pasado mes de diciembre, que ha situado el diferencial con la zona euro en 1,7 puntos porcentuales (1,4 en el promedio del año). Las cuentas de las Administraciones Públicas, en fin, se han cerrado con un modesto déficit, de solo el 0,2% del PIB nominal, estimándose que el tono de la política fiscal instrumentada ha sido, prácticamente, neutral.

Teniendo en cuenta los datos avanzados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para los tres primeros trimestres de 2002, la estimación del incremento anual del PIB que se acaba de mencionar es el resultado de un crecimiento del 2,1%, en tasa interanual, durante el último trimestre del año, en términos de la serie corregida de variaciones estacionales, frente al 1,8% del período inmediatamente precedente. La tasa intertrimestral, condicionada por la variabilidad que a corto plazo muestra la serie desestacionalizada, habría sido del orden del 0,3%, frente al 0,8% del trimestre anterior. En cualquier caso, más allá de las fluctuaciones propias de las tasas intertrimestrales calculadas sobre la serie desestacionalizada, en el

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



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

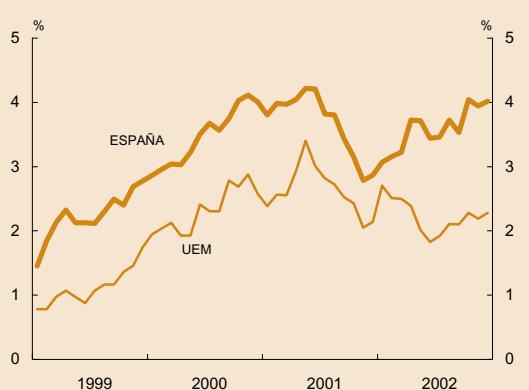
(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

(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.

sultados negativos de algunos países— se muestran, por el momento, como alternativas sólidas a la recuperación norteamericana. Finalmente, dejando a un lado la problemática situación de Venezuela y aunque las expectativas de crecimiento para el conjunto de la región en el año 2003 siguen siendo muy moderadas, el desarrollo de los acontecimientos recientes en algunos países latinoamericanos abre la puerta al inicio de una mejora, en especial la reducción de los diferenciales de la deuda brasileña, tras la formación del nuevo gobierno, y la mayor estabilidad que parece mostrar la economía argentina.

Los datos recientes sobre la economía de Estados Unidos son contradictorios y el panorama sigue dominado por los efectos depresivos que se derivan de la incertidumbre sobre el desenlace de la situación en Oriente Medio. Además, la falta de corrección de algunos de los desequilibrios generados en la larga etapa expansiva precedente, especialmente la escasez de ahorro privado, podría acentuar la fragilidad de la incipiente recuperación, que está sostenida, básicamente, por el impacto sobre el consumo de la expansión monetaria y fiscal, sin que la inversión abandone su tono deprimido.

La evolución de la actividad económica en el área del euro en estos últimos meses se caracteriza por un ritmo de avance lento y vacilante. Se han moderado las perspectivas de crecimiento, como consecuencia de los riesgos asociados al contexto internacional —desencadenamiento del conflicto bélico— y al encarecimiento del precio del petróleo. En los datos más recientes se aprecia un cierto cambio con

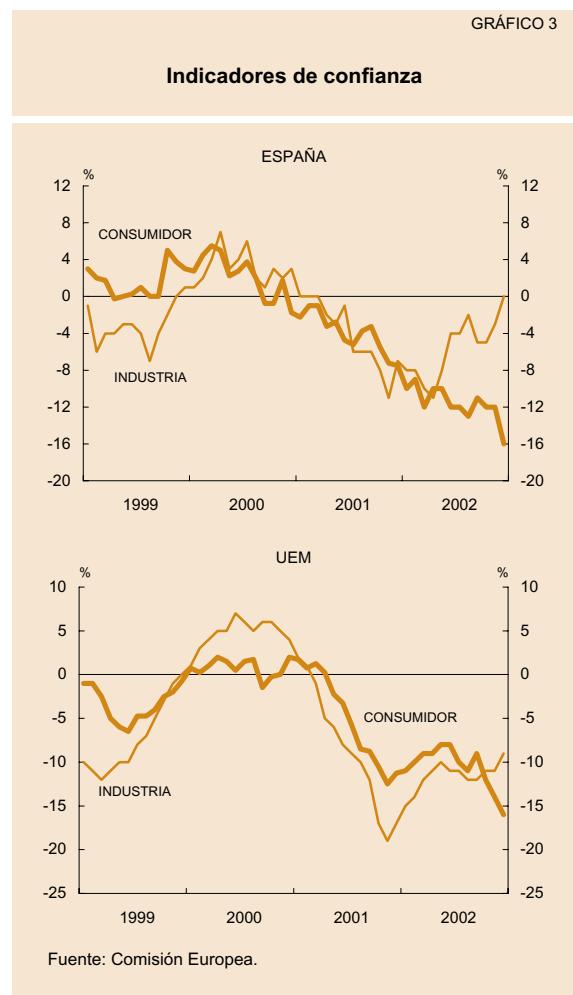
gráfico 1 se aprecia que la economía española mantuvo un ritmo de crecimiento modesto, pero sostenido, a lo largo del pasado año, con una suave tendencia a la desaceleración que parece haber remitido en la parte final del ejercicio.

A pesar de que los acontecimientos de los últimos meses no han contribuido a mejorar las expectativas de crecimiento de la economía mundial, la mayoría de los analistas mantienen el escenario de crecimiento central que se había perfilado para el año 2003, aunque acentuando el sesgo de los riesgos a la baja. Las expectativas de recuperación siguen dependiendo, en gran medida, de la evolución de la economía de Estados Unidos, ya que las áreas más dinámicas —economías emergentes de Asia y países de Europa del Este— no tienen peso suficiente para afectar de forma significativa al crecimiento de los mercados internacionales; y ni Japón —donde no hay expectativas sólidas sobre la superación de su crisis— ni la Unión Europea —muy condicionada por los re-

respecto a las pautas de meses anteriores, al haber empeorado la confianza de los consumidores a la vez que mejoraba la de la industria, puede que, en este último caso, como consecuencia de una ligera recuperación de las exportaciones, cuya continuidad está por confirmar. Para el cuarto trimestre de 2002 se espera un crecimiento intertrimestral del PIB real del conjunto del área similar al de los períodos precedentes, lo que, dado el mal resultado del último trimestre de 2001, elevará la tasa interanual, por un simple efecto estadístico, hasta valores por encima del 1%, aunque la media anual no alcanzará dicha cifra.

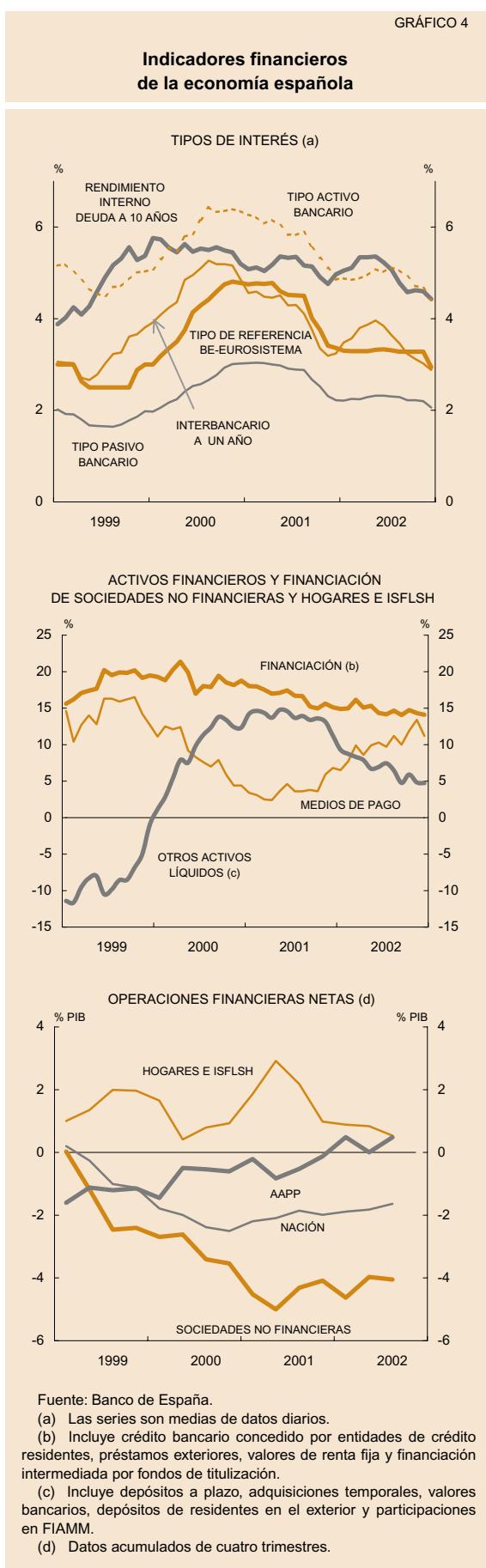
La debilidad de la demanda y la apreciación del tipo de cambio del euro han contribuido a mitigar las presiones inflacionistas en los últimos meses de 2002, situándose la tasa de aumento del IAPC del conjunto de la zona en el 2,3%, el pasado diciembre. Estos factores seguirán afectando favorablemente a la evolución de los precios en los próximos meses, a expensas de lo que ocurra con el precio del petróleo. Con una perspectiva más a medio plazo, es necesario que prosiga la moderación de los costes laborales unitarios, que debe basarse, no solo en las mayores ganancias de productividad —como en los últimos meses— sino también en una mayor contención de los aumentos salariales.

Las condiciones monetarias dentro de la zona euro se han mantenido relativamente estables en los meses finales de 2002 y al comienzo del año en curso, ya que la reducción de los tipos de interés oficiales del mes de diciembre —la única decisión de modificación de tipos en el pasado año— se ha visto compensada, en mayor o menor medida, por la apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, aunque las condiciones financieras no han empeorado, el mantenimiento de unas primas de riesgo de la deuda privada relativamente elevadas y la desvalorización que todavía arrastran las cotizaciones bursátiles han entorpecido la financiación de los agentes, especialmente de las empresas. Estos factores se han reflejado en la continuación de la desaceleración del crédito al sector privado, cuya tasa de crecimiento interanual se ha situado en torno al 4,5% al finalizar el año. No es esta la situación, como luego se verá, de la economía española, donde el crecimiento del crédito al sector privado no financiero ha seguido siendo muy elevado. Además, aunque la incertidumbre ha sido también la nota característica de los mercados financieros españoles en los últimos meses, su evolución ha sido relativamente más favorable que en los trimestres precedentes. De hecho, las cotizaciones bursátiles en España han mostrado un com-



portamiento similar al registrado en la economía de Estados Unidos, mejorando los resultados de los mercados europeos.

En el ámbito de las políticas fiscales, el déficit público de la zona aumentó hasta alcanzar el 2,2% del PIB en 2002. El deterioro de la posición presupuestaria agregada se ha debido, en gran medida, al impacto de la desaceleración cíclica, pero si se analiza la situación de los distintos países, se observa que los resultados actuales se explican por las diferentes posiciones nacionales de partida en el año 2000. En aquellos países en los que se había alcanzado una posición presupuestaria equilibrada, el empeoramiento reciente deja traslucir, sobre todo, la acción de los estabilizadores automáticos. En aquellos otros que no corrigieron sus desequilibrios estructurales en la parte alta del ciclo, la fase de bajo crecimiento actual ha agravado seriamente su posición presupuestaria, colocándolos en una situación muy delicada en términos del cumplimiento de los requisitos establecidos en el Tratado y en el Plan de Estabilidad y Crecimiento. De hecho, dos países —Portugal y Alemania— se han visto sometidos al Procedimiento de Déficit Excesivo, y otro



más —Francia— ha recibido una advertencia para que su déficit público no exceda el 3% en 2003. En este contexto, la Comisión Europea ha planteado diversas propuestas para reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la coordinación de las políticas fiscales en la UE, que serán discutidas en los próximos meses por el Consejo.

Las condiciones monetarias establecidas para los países de la UEM en el pasado año resultaron demasiado holgadas para la economía española, que se encontraba en una fase de desaceleración cíclica mucho más moderada que la del conjunto del área y experimentaba tensiones de precios más acusadas. A medida que avanzaba el año y se desaceleraba el ritmo de actividad la situación se fue haciendo más ajustada, sobre todo al irse consolidando la apreciación del euro frente a las principales monedas. La política fiscal instrumentada contribuyó positivamente al sostenimiento de las rentas familiares, a pesar de lo cual, y del aumento experimentado por la inversión pública, el tono de la política fiscal, en su conjunto, fue, prácticamente, neutral. El modesto déficit registrado se explica, por tanto, en gran medida, por la acción de los estabilizadores automáticos, habiéndose registrado una mejora en el saldo estructural.

Con estos condicionantes, y habida cuenta del negativo entorno internacional que limitó drásticamente el crecimiento de los mercados exteriores, la economía española alcanzó una tasa de variación de su PIB real del 2% en el promedio de 2002, tal como ya se ha avanzado. El aumento de la demanda nacional fue de una cuantía similar al del producto, con lo que la contribución negativa de la demanda exterior neta estuvo en torno a una décima porcentual. Todos los componentes de la demanda, con las excepciones del consumo público y de la variación de existencias, colaboraron a la desaceleración del PIB, pero mientras que el consumo privado y la inversión en construcción alcanzaron ritmos de aumento apreciables —notable, el de la construcción, sobre todo en el sector residencial—, la inversión en equipo tuvo un resultado muy negativo. La desaceleración del consumo privado permitió una ligera recuperación de la tasa de ahorro de las familias, pero la capacidad de financiación de los hogares se mantuvo en cotas muy reducidas, como consecuencia de la extraordinaria pujanza de la inversión en viviendas —alentada por las expectativas de alzas de precios, que no remitieron, como se esperaba—, lo que propició un aumento de sus niveles de endeudamiento. La evolución de los tipos de interés, sin embargo, permitió que las cargas asociadas a dicho endeudamiento se mantuvieran estables.

Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios registraron tasas de variación positivas, pero de escasa entidad, destacando los malos resultados del sector turístico. El descenso experimentado por el deflactor de las importaciones de bienes permitió una reducción del déficit comercial, con la consiguiente mejora del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente. El comportamiento favorable de los precios de importación en el conjunto del año, a pesar de las variaciones experimentadas por los precios de los productos energéticos importados, que se trasmitió a distintos sectores de la economía, implica que el aumento del deflactor del valor añadido —del 4%— ha de explicarse, por tanto, básicamente, por razones internas. La presión de los costes laborales unitarios —cuyo ritmo de crecimiento en la economía de mercado fue solo ligeramente inferior al 3,7% del ejercicio precedente— pudo trasladarse a los precios finales de la economía, sobre todo en aquellos sectores en los que el aumento de la demanda fue particularmente elevado o en los que la falta de competencia es más acusada, con la correspondiente ampliación de los márgenes empresariales. La ampliación de márgenes fue especialmente notable en el sector de la construcción, mientras que es en algunas ramas de servicios donde hay evidencia de que el cambio de moneda pudo tener una mayor incidencia sobre el ritmo de aumento de los precios.

Las estimaciones sobre el crecimiento de la economía española en el cuarto trimestre de 2002, que se mencionaron al comienzo de este epígrafe, presentan algunos rasgos diferenciales con respecto a los resultados del promedio anual, lo que resulta de cierta relevancia de cara a la valoración de las tendencias con las que comienza el nuevo ejercicio. En primer lugar, el 2,1% de crecimiento interanual estimado para el último trimestre de 2002, calculado en términos de la serie desestacionalizada, confirma que la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento sostenido a lo largo del pasado año, con una suave tendencia a la desaceleración que no parece que se haya prolongado en los meses finales del mismo. El crecimiento ha estado apoyado, plenamente, en la evolución de la demanda interna, cuya tasa de aumento se ha situado unas décimas porcentuales por encima del 2%, mientras que la demanda exterior neta habrá restado, al menos, dos décimas al crecimiento del producto. Aunque el aumento de la demanda ha seguido desacelerando, básicamente, en la inversión en construcción y en el consumo —privado y público—, la inversión en equipo, sin abandonar su tono deprimido, ha dado síntomas de cierta recuperación, que los datos de los próximos meses tendrán que confirmar. El ritmo de creci-

miento del consumo privado se ha estabilizado en valores próximos al 1,5%, y el de la inversión en construcción ha sido inferior en apenas unas décimas al del trimestre precedente, dentro de una tendencia a la desaceleración.

Otro rasgo característico de los datos del último trimestre es que las exportaciones de mercancías han mantenido un comportamiento más expansivo que en la primera mitad del año, aunque su ritmo de variación ha tendido a atenuarse con respecto al notable dinamismo del que dieron muestras en los meses del verano. El rebrote de la exportación ha terminado arrastrando a la actividad industrial, de forma que su tasa de variación interanual, que ya había abandonado los registros negativos en el tercer trimestre, se ha acentuado en los últimos meses de 2002. Y todo ello, en fin, ha terminado impulsando el crecimiento de las importaciones, hasta contrarrestar sobradamente el impacto positivo de la exportación sobre la tasa de crecimiento del PIB. Los resultados del sector turístico, aunque no tan desfavorables como los de los trimestres precedentes, han contribuido también al resultado neto negativo de la demanda exterior.

El notable dinamismo que continúa experimentando la financiación al sector privado —con un crecimiento en torno al 14%— no se corresponde con la posición cíclica de la economía española y solo se explica por la extraordinaria pujanza del crédito dirigido a las actividades relacionadas con el sector de la construcción. Destaca, en particular, el aumento del crédito destinado a la financiación de la adquisición de vivienda, con un crecimiento del 18,1% en el tercer trimestre de 2002. Por esta razón, y a pesar de que el crecimiento del crédito dirigido al consumo se ha desacelerado apreciablemente, la *ratio* de endeudamiento de las familias ha seguido aumentando. Por su parte, el sector empresarial no financiero ha experimentado también aumentos de sus *ratios* de endeudamiento, si bien de una magnitud inferior a la registrada en años anteriores.

A pesar de que el crecimiento de la economía española ha seguido descansando en la pujanza de la actividad constructora —pública y privada— y, en menor medida, en el consumo, se aprecian, en los datos de los últimos meses, los primeros síntomas de un cambio en el que la exportación y la inversión del sector privado podrían ir cobrando un mayor protagonismo. La consolidación de un patrón de este tipo depende, en cierta medida, de que vaya asentándose un escenario de recuperación en la economía mundial, pero es preciso disponer también de los fundamentos adecuados para su afianzamiento. En este sentido, resulta alentador que

la economía española haya mantenido tasas de crecimiento positivas del empleo a lo largo del pasado año, superiores al uno por ciento en el cuarto trimestre, y que el ritmo de aumento de los costes laborales unitarios haya tendido a desacelerarse —debido, en gran parte, al aumento de la productividad aparente—, aunque aún sigue siendo elevado. De hecho, al finalizar el año, el crecimiento de esta variable superaba a la del conjunto de países de la UEM en un punto porcentual, aproximadamente, registrándose, en ambos casos, incrementos en la remuneración por asalariado todavía considerablemente elevados.

El reto al que se enfrenta la economía española al iniciarse el año 2003 es, precisamente, tratar de reducir el diferencial entre el ritmo de crecimiento de sus precios de consumo y el de países de la zona euro, ya que su persistencia puede terminar erosionando la competitividad y limitar, por tanto, el potencial de crecimiento y de generación de empleo. Las previsiones apuntan a una mejora significativa de los datos con los que se ha cerrado el ejercicio, ya que en el aumento de la tasa de inflación a lo largo de 2002 (4% en el pasado mes de diciembre,

según el IPC) han contribuido algunos factores transitorios relacionados con los precios de los productos energéticos y de algunos productos alimenticios, que en la medida en que vayan remitiendo irán moderando el crecimiento del índice general. Ello no debe ocultar los riesgos que subyacen al comportamiento de otros componentes: así, los precios de los bienes industriales no energéticos y, sobre todo, de los servicios, han estabilizado sus ritmos de crecimiento en valores comparativamente elevados, de forma que el diferencial con la zona euro ha fluctuado en torno a un punto porcentual y un punto porcentual y medio, respectivamente, a lo largo del año.

Hay que señalar, por último, que los datos sobre la ejecución presupuestaria de los meses finales del año han permitido que el cierre del ejercicio para el conjunto de las Administraciones Pùblicas se ajustara, prácticamente, al equilibrio programado (el déficit que se ha anticipado es de dos décimas del PIB). El crecimiento de los ingresos ha superado las previsiones realizadas en el avance de liquidación que acompañó los Presupuestos del Estado para 2003, y lo mismo ha ocurrido con los gastos.

2. El entorno exterior del área del euro

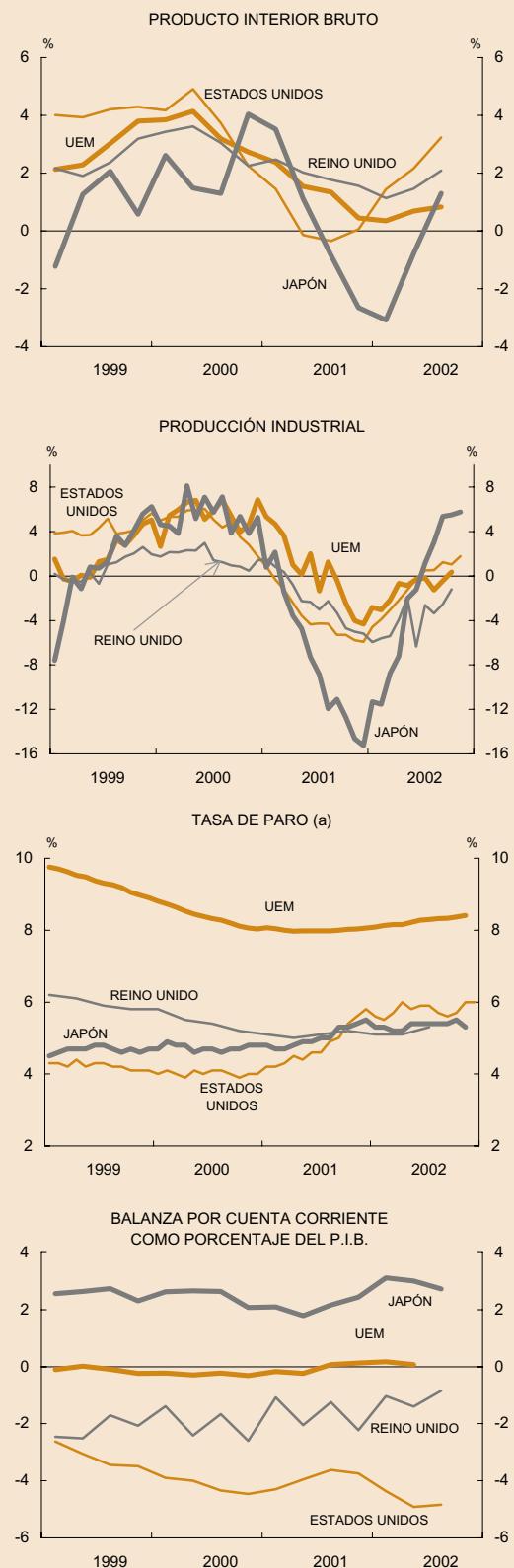
La evolución económica en el entorno exterior del área euro durante el cuarto trimestre de 2002, así como las perspectivas para 2003, han seguido siendo muy dependientes de la evolución en Estados Unidos. Los datos publicados confirman el escenario central de moderada recuperación en el ritmo de actividad global, liderada por Estados Unidos y los países asiáticos, excluyendo a Japón, pero a un ritmo más lento de lo que inicialmente se esperaba.

Durante el cuarto trimestre, los mercados financieros internacionales registraron una mejora significativa en el mercado bursátil, sobre todo en los meses de octubre y noviembre. Posteriormente se ha revertido esta evolución en el mes de enero, por las tensiones geopolíticas. También se ha registrado una reducción moderada en los diferenciales de tipos de interés de la deuda corporativa respecto a los bonos públicos, especialmente en los bonos de peor calidad. Esta mejora ha sido aún más acusada en los diferenciales soberanos de renta fija de las economías emergentes, en particular en América Latina y en los países candidatos a la UE. Por su parte, el dólar retomó una tendencia depreciadora, en parte asociada a la cada vez más evidente materialización de déficit gemelos —del sector público y del sector exterior— en EEUU. El precio del petróleo se ha elevado por encima de 30 dólares el barril, por razones de oferta, relacionadas con las incertidumbres asociadas al conflicto en el Golfo Pérsico y a la negativa evolución social y política en Venezuela.

En *Estados Unidos* los indicadores apuntan a una fuerte reducción del crecimiento en el cuarto trimestre, tras un tercero muy positivo, en el que el crecimiento del PIB (trimestral anualizado) fue del 4%. En el tercer trimestre, el principal factor del crecimiento fue el consumo privado, especialmente el gasto en bienes de consumo duradero, que creció un 22,8% (trimestral anualizado). El gasto público y la formación de capital privado tuvieron contribuciones positivas, mientras que las aportaciones de las exportaciones y de las importaciones se compensaron. Los indicadores del cuarto trimestre, especialmente las fuertes caídas de la confianza del consumidor, pero también la menor producción industrial y actividad en manufacturas, apuntan a una desaceleración del crecimiento del consumo privado. Los datos de empleo en noviembre y diciembre también han sido negativos, con una caída acumulada de ciento noventa mil empleos en ambos meses, que llevaron a la tasa de paro hasta el 6%, desde el 5,7% en promedio del tercer trimestre. Por el lado de los precios, las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas, a pesar del aumento del precio del petróleo. Así, el crecimiento del índice general de precios al consumo se situó en el 2,4% en diciembre, mientras que la subyacente

GRÁFICO 5

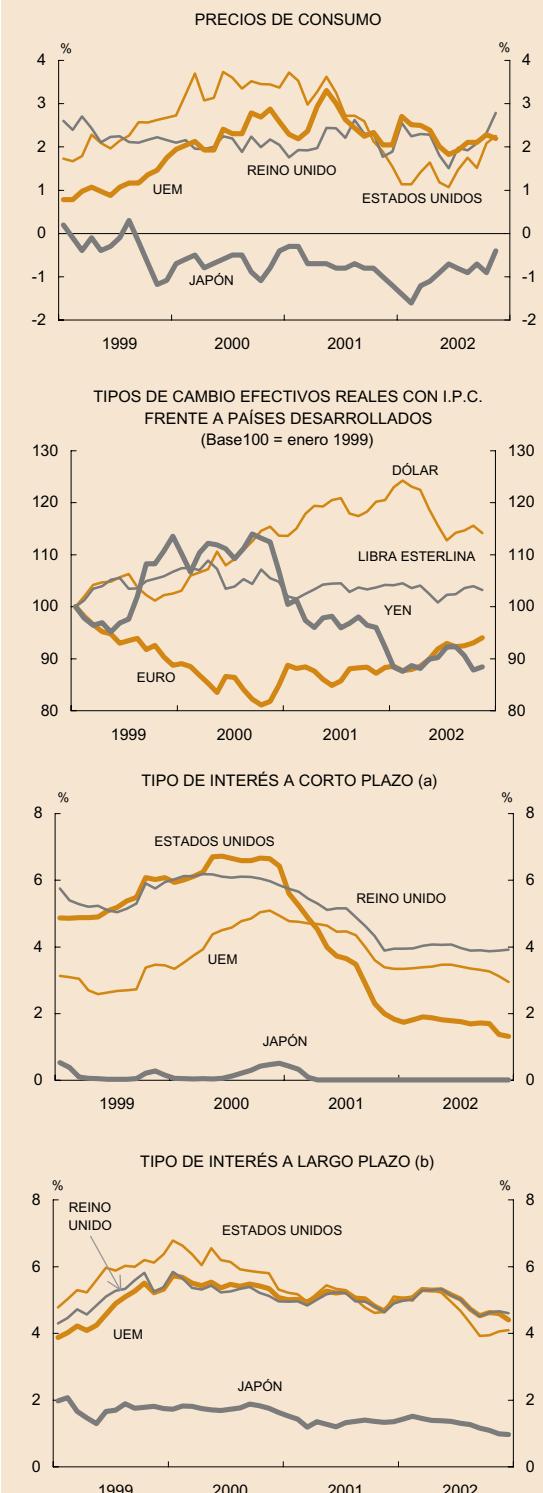
**Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales**



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

GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés



Fuente: Banco de España.

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

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

se redujo hasta el 1,9%. En resumen, aunque la evolución de la economía americana en el cuarto trimestre no vaya a suponer una quiebra en las perspectivas de recuperación, sí que puede retrasar el que se alcance un nivel de crecimiento del producto cercano al potencial. Además, no solo no se han despejado los riesgos a la baja, sino que en algún caso se han agravado. Entre ellos, destacan los de carácter geopolítico, pero también los que se derivan de la fragilidad de la recuperación, que sigue basada en el consumo privado y las medidas expansivas de política económica, sin que la inversión privada haya tomado el relevo. En esta línea, el gobierno americano anunció un nuevo paquete fiscal, que tiene como principal objetivo estimular la inversión a través de la eliminación de la doble imposición de los dividendos, y el consumo, por la reducción del impuesto sobre las rentas más bajas. Está previsto que dichas medidas aumenten el déficit público en un 1% del PIB en 2003.

En Japón, las cifras preliminares de contabilidad nacional correspondientes al tercer trimestre de 2002 mostraron un crecimiento trimestral no anualizado del PIB real del 0,7% (1,5% en tasa interanual). Además, el crecimiento trimestral del PIB durante el segundo trimestre se revisó al alza, hasta el 1%, frente al 0,6% estimado anteriormente. La contribución de la demanda interna al crecimiento trimestral del PIB fue positiva (0,8%), mientras que la contribución de la demanda externa fue negativa (-0,1%), por primera vez desde el tercer trimestre de 2001. La desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios, cuyo aumento trimestral fue tan solo del 0,5%, frente al 5,9% en el segundo trimestre, constata el rápido agotamiento del principal factor de crecimiento del producto durante el primer semestre del año. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre parecen indicar un retroceso respecto a la incipiente recuperación que parecía apuntarse en la primera mitad del año. Así, la producción industrial disminuyó un 2,2% en noviembre, respecto al mes anterior, lo que supone el tercer retroceso mensual consecutivo. Además, los datos sobre ventas tampoco apuntan una recuperación del consumo privado. Las presiones deflacionistas se mantienen, como muestra la tasa de inflación subyacente, que permanece estable en torno al -0,8% en noviembre de 2002, último dato disponible.

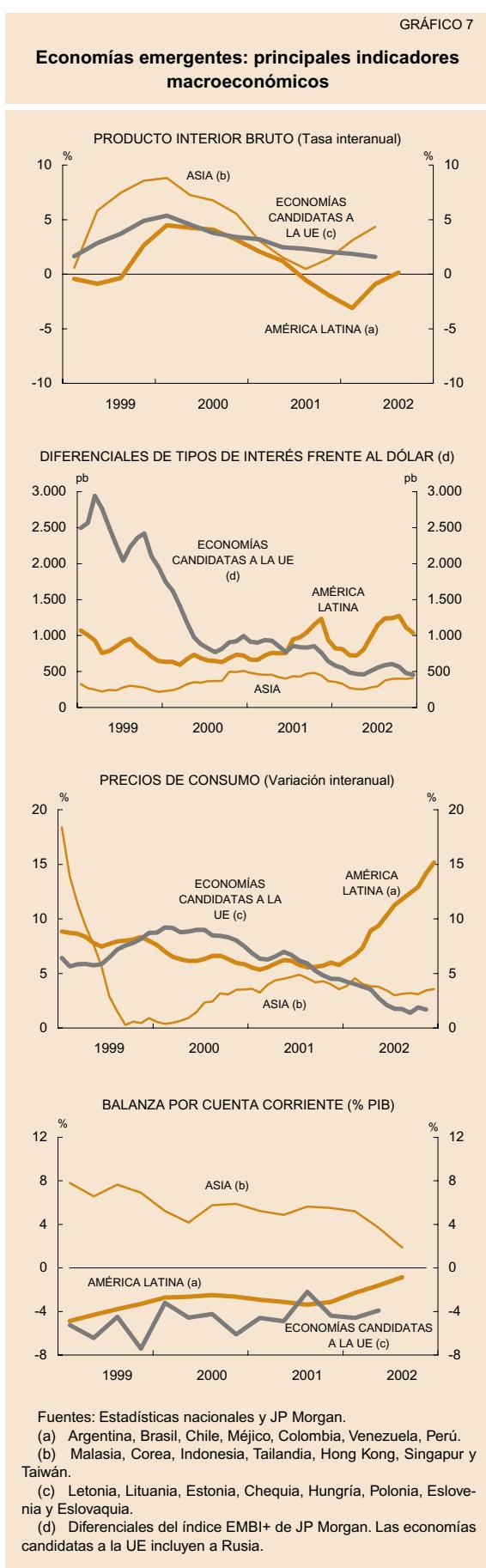
La economía del *Reino Unido* creció un 0,9% en el tercer trimestre de 2002 (2,1% interanual), con el consumo privado y el consumo público creciendo ambos un 0,8% en el trimestre, mientras que la formación bruta de capital fijo caía un 0,9% y las exportaciones lo hacían un 1,2%, por un 0,5% de las importaciones. En el cuarto trimestre de 2002, los indicadores económicos se

ñalan nuevamente un sector industrial que no termina de recuperarse, con la producción industrial en el -1,2% interanual en noviembre y caídas en las encuestas de opinión empresarial, mientras que los indicadores de consumo privado muestran una notable resistencia, si bien se desaceleran respecto a trimestres anteriores. Las exportaciones en los meses de octubre y noviembre cayeron bastante más de lo que lo hicieron las importaciones, por lo que el déficit comercial se amplió notablemente en esos meses. La tasa de paro, por su parte, se ha mantenido estable en el 5,2% hasta el mes de noviembre (3,1% el paro registrado en diciembre), y los salarios han aumentado ligeramente su crecimiento interanual, hasta el 3,8%. La inflación aumentó hasta el 2,7% en diciembre, por las fuertes subidas en el componente de vivienda y el efecto base de la caída del precio del petróleo del año anterior.

En el último trimestre, el acontecimiento más relevante para los *países candidatos a la Unión Europea* fue el acuerdo alcanzado en la Cumbre de Copenhague, celebrada los días 12 y 13 de diciembre, respecto a la entrada en la UE de un primer grupo amplio de países, de manera que 10 países y los actuales miembros puedan ratificar los tratados de adhesión durante 2003 y que todos ellos participen en las elecciones al Parlamento Europeo en 2004 como Estados miembros de la UE. Para Bulgaria y Rumanía, la fecha de adhesión que actualmente se baraja como más probable es 2007, mientras que para Turquía se ha fijado la fecha de diciembre de 2004 para evaluar si cumple con todos los criterios políticos y democráticos que requiere la UE para poder empezar a negociar a partir de ese momento.

En cuanto a la evolución económica de estos países, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue, en general, superior al del trimestre anterior, por la fortaleza de la demanda interna, y pese a la falta de dinamismo de la demanda externa. Además, los diferenciales de tipos de interés a largo plazo frente al euro continuaron su senda de convergencia y en algunos casos, como la República Checa, se situaron por debajo de los 50 puntos básicos. Respecto a las cotizaciones cambiarias, destacó la fuerte apreciación del *forint* húngaro, que obligó a intervenir al banco central y a bajar las tasas de interés en 200 puntos básicos.

La evolución económica y financiera de *Latinoamérica* ha sido relativamente positiva en el último trimestre. Entre los factores internos que han contribuido a esta mejora destaca, sobre todo, la reafirmación en las políticas de disciplina económica del nuevo gobierno brasileño. El agravamiento de la crisis económica y social en Venezuela, cuya solución se presenta cada vez más complicada, no parece haber pesado sobre el resto de la re-



gión, aunque sí ha afectado a la elevación del precio del crudo en las últimas semanas. Las tensiones en los mercados financieros en el área se han mitigado a partir de octubre, lo que se ha traducido en una significativa reducción de los diferenciales de la deuda, que se sitúan a finales de enero, en el conjunto de la región, en el entorno de los 1.000 puntos básicos. También ha tenido lugar una cierta recuperación de los tipos de cambio, aunque desigual y con retrocesos. Pese a esta ligera mejora de los indicadores financieros en los meses finales de 2002, el crecimiento económico de la región durante el año será muy inferior al esperado inicialmente.

El último trimestre del año ha confirmado la estabilización de la actividad en *Argentina*, tras la fuerte caída del PIB en la primera mitad del año, a la que ha acompañado también una moderación de las presiones inflacionistas y una estabilización del tipo de cambio, que recientemente ha iniciado una tendencia a la apreciación. Esta mejora, aunque precaria, ha facilitado el levantamiento del corralito a inicios de diciembre y de parte de las restricciones cambiarias al inicio de enero. El acuerdo transitorio con el FMI facilita la financiación de los compromisos de pago con los organismos oficiales hasta el mes de agosto de 2003. Tras las elecciones en *Brasil* la afirmación del compromiso con la disciplina fiscal y la configuración de un equipo económico moderado han incluido una notable mejora del sentimiento de los mercados financieros. Como consecuencia de ello, los diferenciales de la deuda se han reducido casi a la mitad desde sus máximos de septiembre —aunque continúan cerca de 1.400 pb— y el tipo de cambio ha emprendido una senda apreciadora, aunque se ha revertido en los últimos días. Si se consolidara la senda de reducción de diferenciales y de apreciación del real, permitirían quebrar la dinámica perversa de la deuda pública, así como relajar la restricción externa, que ha determinado un fuerte ajuste exterior durante el año pasado. Sin embargo, la situación se ha deteriorado notablemente en el frente de los precios, de modo que la tasa de inflación ha resultado casi del doble que el objetivo (12,4%, frente al 6,5% del límite superior del objetivo). Este sustancial desvío ha provocado una pronunciada subida de tipos de interés a partir de octubre, desde el 18% al 25,5% y una ampliación del horizonte para alcanzar los objetivos de inflación previamente establecidos para 2003. En *Méjico*, la recuperación se sigue mostrando titubeante, al hilo de lo que ocurre en EEUU. La política fiscal mantiene su tono disciplinado, facilitado, en esta ocasión, por la aprobación del presupuesto del año 2003. Otro país del área que se ha beneficiado de un cambio positivo de sentimiento en los últimos meses ha sido *Colombia*, por el apoyo del FMI a las reformas del nuevo gobierno.

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

La actividad económica en el área del euro en los últimos meses de 2002 se caracterizó por un ritmo de avance débil, con lo que se mantuvo el escenario de recuperación vacilante observado a lo largo del año. Además, las perspectivas de crecimiento para el año en curso se han moderado en relación con las existentes hace unos meses, debido a la incertidumbre procedente del contexto internacional, el encarecimiento del precio del petróleo y la consolidación de un tipo de cambio del euro más apreciado. En todo caso, subsisten las expectativas de que el área del euro consolide su recuperación en la primera mitad del presente año, lo que debe permitirle alcanzar, a partir del verano, tasas interanuales de crecimiento cercanas a las de su producto potencial. No obstante, habida cuenta, sobre todo, de la incertidumbre geopolítica internacional, este escenario está sometido a riesgos a la baja significativos. Por otra parte, la debilidad de la demanda y la apreciación del tipo de cambio contribuyeron a mitigar las presiones inflacionistas en los últimos meses del año y compensaron parcialmente el efecto alcista sobre los precios de consumo del encarecimiento del precio del petróleo. En el corto plazo, sin embargo, no puede descartarse que la transmisión del reciente aumento de los precios del barril a los precios interiores retrase el momento en el que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2%.

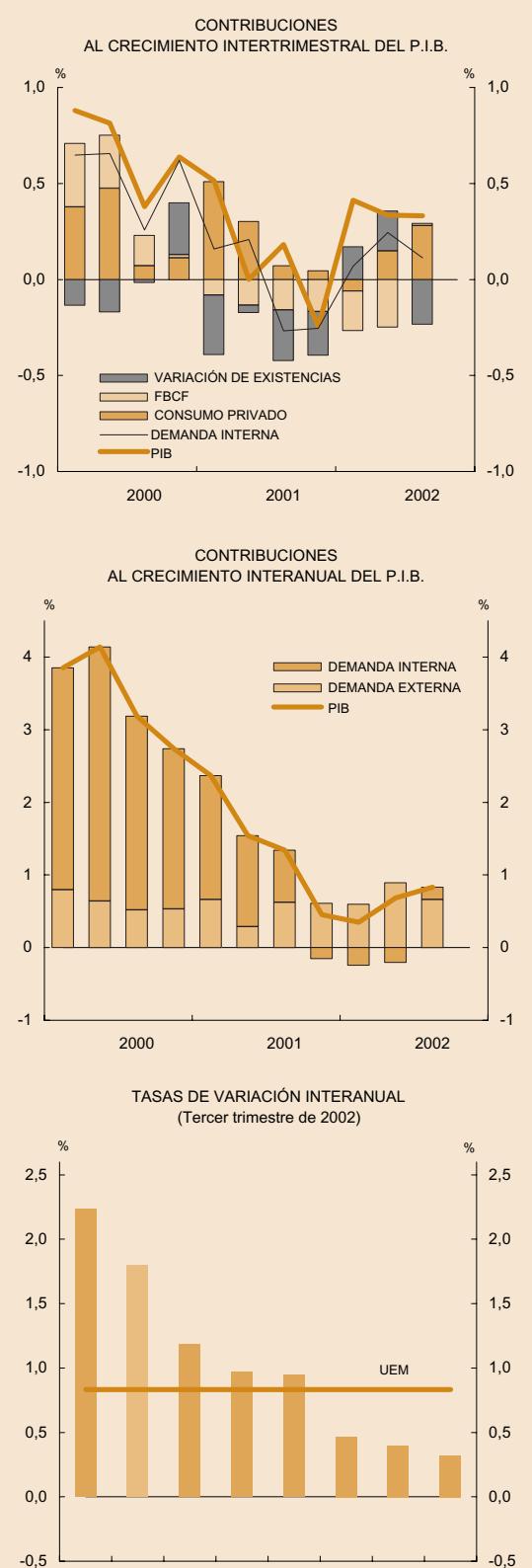
La evolución de las variables monetarias y financieras en los últimos meses del año 2002 y primeras semanas del año actual ha seguido determinada por ese escenario de incertidumbre. Así, los tipos de interés han mostrado una tendencia a la baja, las cotizaciones bursátiles no han podido consolidar una tendencia alcista y las primas de riesgo siguen elevadas. A principios de diciembre, ante la mejora de las perspectivas inflacionistas, consecuencia, en gran medida, de la frágil recuperación económica, el BCE redujo el tipo de interés en 50 puntos básicos. Con este descenso, el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ha situado en el 2,75%. En el ámbito de las políticas fiscales, en el año 2002 se produjo un deterioro adicional del saldo presupuestario, especialmente acusado en algunos países del área que no habían aprovechado suficientemente la anterior fase de auge para ajustar su posición presupuestaria. Ello ha provocado que se activen en diversos casos los procedimientos contemplados en el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para preservar la disciplina presupuestaria.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB en la UEM creció

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

en el tercer trimestre de 2002 a una tasa intertrimestral del 0,3%, similar a la experimentada en el primer semestre del año. Este ritmo de avance situó la variación interanual en el 0,8%, una décima por encima de la tasa registrada en el segundo trimestre. En términos de composición del producto, la demanda interna cobró especial relevancia en el tercer trimestre de 2002 ya que aportó 0,3 pp al crecimiento del PIB, tras haber presentado en el primer semestre del año una contribución negativa (véase gráfico 8). La recuperación de la demanda interna fue consecuencia del mayor ritmo de crecimiento tanto del consumo privado como de la inversión, que, por primera vez desde principios de 2001, registró una tasa de avance positiva. Entre los componentes de la formación bruta de capital fijo, tanto la inversión en equipo como la inversión en construcción experimentaron crecimientos superiores a los del trimestre anterior, aunque esta última todavía presentó una tasa de variación intertrimestral negativa. Por su parte, la demanda exterior neta aportó dos décimas al aumento del producto, debido a la mayor fortaleza de las exportaciones que de las importaciones, y la variación de existencias dejó dos décimas del crecimiento del PIB, lo que contrasta con las contribuciones positivas de los dos trimestres anteriores.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países del tercer trimestre muestra que la mayor parte de ellos mantuvieron o incrementaron su ritmo de avance intertrimestral. Entre las economías más grandes del área, Francia fue el único país que moderó su crecimiento, ya que el dinamismo del consumo privado y la creciente aportación del sector exterior no pudieron contrarrestar el empeoramiento de la inversión. El PIB en Alemania creció un 0,3%, gracias al buen comportamiento del comercio exterior, mientras que Italia y España se beneficiaron del mayor dinamismo de sus demandas internas. En el recuadro 1 se analiza la evolución reciente de la actividad económica de los países de la zona del euro.

Desde el punto de vista de la oferta, el mantenimiento del ritmo de crecimiento del valor añadido en el tercer trimestre del pasado año fue el resultado de un aumento del VAB del sector industrial similar al del trimestre anterior, de una menor desaceleración de la actividad en construcción y de una ligera pérdida de dinamismo del valor añadido de la rama de servicios. Por lo que respecta al mercado de trabajo, en el tercer trimestre de 2002 el empleo registró una tasa de avance negativa, del -0,1% en relación con el segundo trimestre, de tal forma que el incremento interanual se situó tres décimas por debajo del experimentado en el trimestre anterior (0,3%). Esta desaceleración del em-

pleo, junto con el mayor crecimiento del producto, hizo que la variación interanual de la productividad aparente del trabajo alcanzara el medio punto porcentual.

La información disponible sobre los indicadores de actividad en el cuarto trimestre de 2002 apunta a un mantenimiento o ligero empeoramiento del ritmo de crecimiento intertrimestral del PIB en la UEM, con lo que la tasa de variación para el conjunto del año se situaría por debajo del 1%. Así, aunque la mayor parte de los indicadores de actividad en la industria mejoraron en los últimos meses del año pasado, los relativos a las ramas de construcción y de servicios retrocedieron en relación con el trimestre anterior. En concreto, el índice de producción industrial se incrementó en la media de los meses de octubre y noviembre un 0,8% con respecto al nivel del tercer trimestre y el índice de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) aumentó en el cuarto trimestre (véase el gráfico 9). En sentido contrario, el índice de gestores de compras de la industria manufacturera alcanzó en dicho período un registro inferior al del tercer trimestre. Los indicadores de confianza de la CE relativos a servicios y construcción, y el índice de gestores de compras de servicios empeoraron en los últimos meses de 2002 en relación con el período precedente. Por otra parte, según datos provisionales del Instituto de Estadística Alemán, el PIB de Alemania creció un 0,2% en 2002, cinco décimas por debajo de la tasa de 2001. A partir de esta tasa de crecimiento medio anual se infiere una tasa de variación intertrimestral para el cuarto trimestre de 2002 inferior a la del trimestre anterior.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores de consumo privado señalan un crecimiento ligeramente inferior al del tercer trimestre. Así, el indicador de confianza del consumidor se redujo en el cuarto trimestre, llegando a alcanzar en diciembre niveles desconocidos desde 1997 y las ventas al por menor solo crecieron en octubre un 0,3% por encima de la media del tercer trimestre. No obstante, en sentido contrario evolucionó el índice de confianza de los minoristas, que mejoró ligeramente en media en el cuarto trimestre, y el indicador de matriculaciones de automóviles, que mostró un notable impulso en los últimos meses del año (véase gráfico 9). Los indicadores relacionados con la inversión, como la valoración de la cartera de pedidos de la industria y el grado de utilización de la capacidad productiva, mejoraron en la última parte de 2002. Las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de opinión de la industria, elaborada por la CE, también alcanzaron un registro positivo en el cuarto trimestre del año, aunque ligeramente inferior al

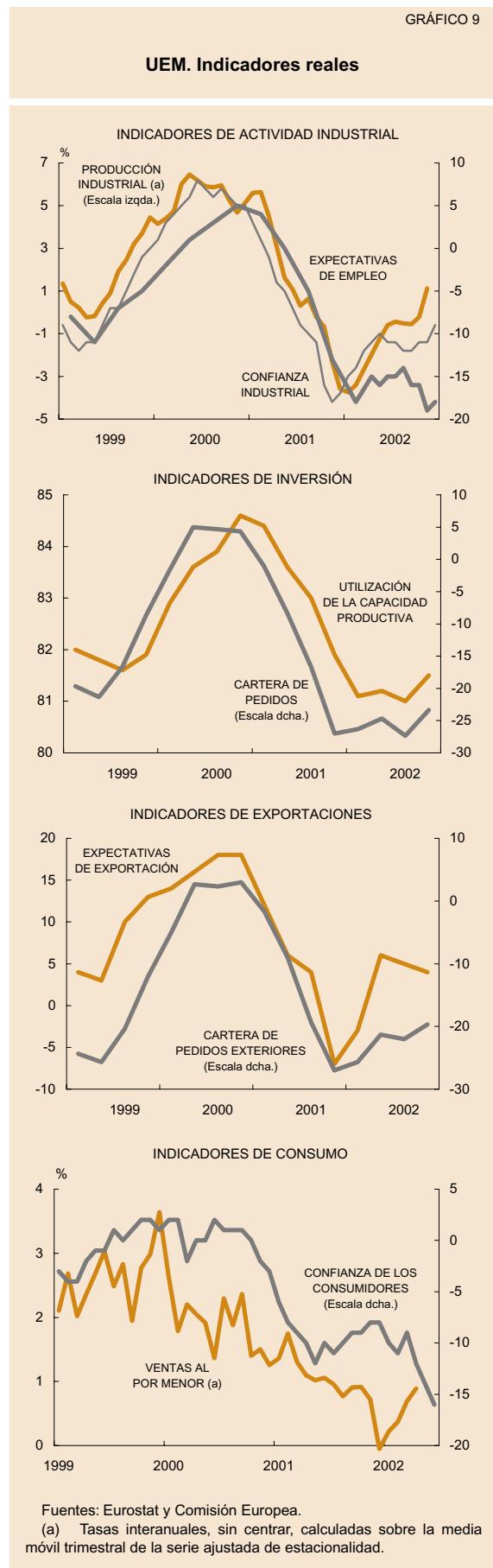
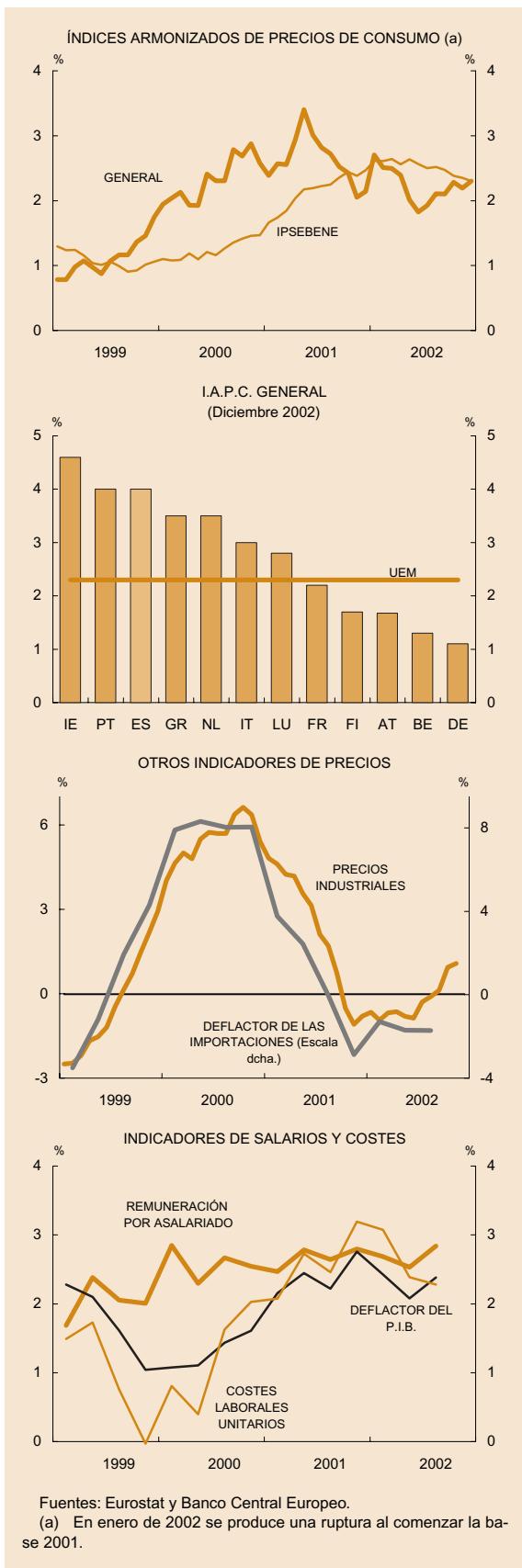


GRÁFICO 10

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



del trimestre precedente, y el indicador de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior aumentó a lo largo de la parte final de 2002. La información procedente de la encuesta de coyuntura industrial relativa a la valoración del nivel de existencias reflejó el mantenimiento de unos niveles de stocks superiores a los deseados. Por último, los indicadores de empleo, procedentes también de las encuestas de opinión, recogen un empeoramiento adicional en la media del período octubre-diciembre. De hecho, la tasa de paro de la UEM aumentó en los meses de octubre y noviembre una décima, hasta el 8,4%.

En definitiva, los indicadores de actividad más recientes relativos al trimestre final de 2002 anuncian el mantenimiento de un crecimiento intertrimestral débil, dentro del intervalo estimado por la Comisión Europea (0,1%-0,4%), lo que, en términos interanuales, equivaldría a una tasa algo por encima del 1%. Por el lado del gasto, la composición sería similar a la del tercer trimestre, aunque es posible que la demanda interna muestre un aumento ligeramente inferior. En efecto, aunque el gasto en inversión podría verse estimulado por el avance de la demanda final, el clima de elevada incertidumbre y las dificultades de financiación de algunas empresas ante las elevadas primas de riesgo y el deterioro de las cotizaciones bursátiles puede suponer un aplazamiento de las decisiones de adquisición de bienes de inversión. Por otro lado, es probable que el consumo privado continúe su proceso de expansión, si bien a tasas moderadas, a tenor de la evolución de sus factores determinantes. Entre ellos, la apreciación del tipo de cambio y la moderación de las presiones inflacionistas, sumadas a la reducción de los tipos de interés deberían favorecer un cierto dinamismo de esta variable. No obstante, la negativa evolución del empleo, la incertidumbre internacional y el retroceso de la riqueza financiera a raíz de las caídas bursátiles, podrían incidir negativamente sobre el gasto en consumo de los agentes.

Como ya se comentó al principio de este epígrafe, los indicadores de precios del área del euro han mostrado una atenuación de las presiones inflacionistas en los últimos meses de 2002. En cuanto a la determinación de los precios interiores, los costes laborales unitarios se incrementaron en el tercer trimestre en línea con el deflactor del PIB, por lo que los márgenes se mantuvieron constantes (véase la parte inferior del gráfico 10). No obstante, tal como se presenta en el recuadro 2, la evolución reciente de los costes laborales unitarios y de los márgenes unitarios en la UEM recoge comportamientos muy dispares entre países. Para el cuarto trimestre, se espera que siga aumentan-

RECUADRO 1

Diferencias en la evolución reciente de la actividad económica en los países de la UEM

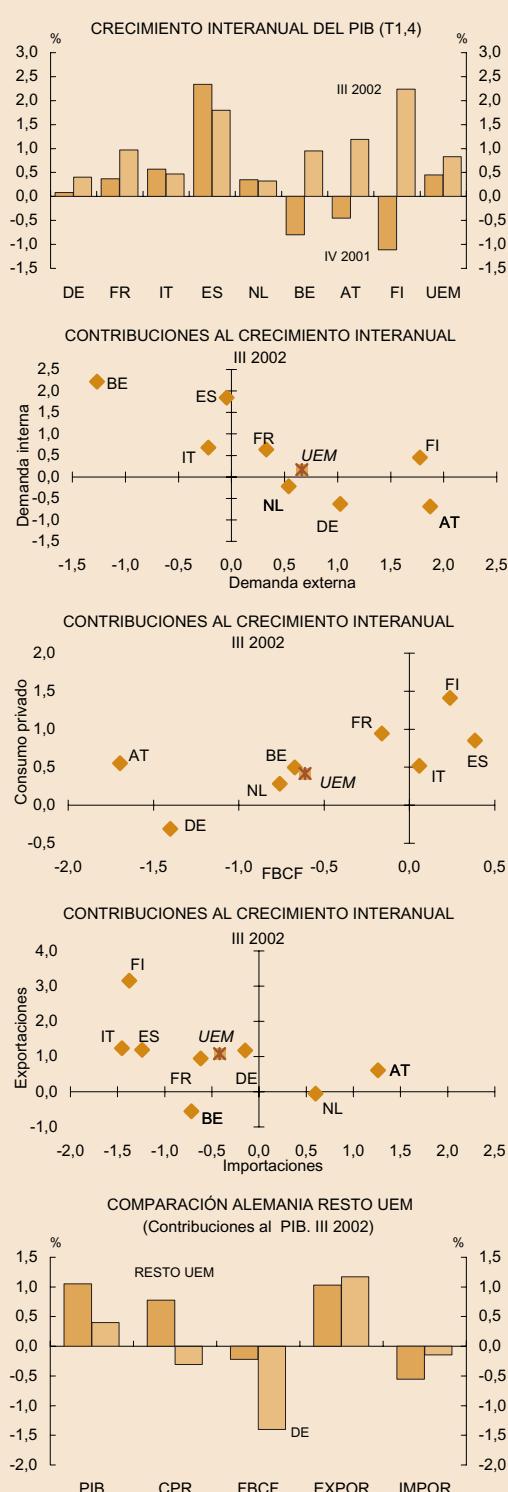
Dentro de un escenario general de lenta recuperación, condicionado por la incertidumbre acerca de la evolución de la economía mundial, los resultados por países de la Contabilidad Nacional a lo largo de 2002 han puesto de manifiesto que existe una gran diversidad de situaciones dentro de la UEM. El aumento interanual del PIB del área en el tercer trimestre, un 0,8%, fue el resultado de un dinamismo muy distinto por países. Entre los países que disponen de información trimestral, dos de ellos (España y Finlandia) crecieron a ritmos próximos al 2% y otros tres rondaron el 1% (Francia, Bélgica y Austria), mientras que los tres restantes (Alemania, Italia y Holanda) no superaron el 0,5%.

En el gráfico superior se observa que, en todos los países, salvo en Italia, Holanda y España, se produjo una ligera recuperación, si bien nuestro país destaca por ser, dentro del grupo que se ha analizado, el que ha mantenido un ritmo de crecimiento más alto y estable en los últimos años. También se comprueba que los países de mayor peso tienden a mostrar una mayor estabilidad de sus tasas de expansión, lo que puede deberse, entre otras razones, a su menor grado de apertura —y, por tanto, de sensibilidad a shocks externos— y a una mayor diversificación de sus estructuras productivas. En los países más pequeños, en cambio, el crecimiento ha sido más volátil, siendo los únicos en los que el PIB registró tasas negativas a finales de 2001 y en los que la recuperación posterior ha sido más clara. Entre estos países destaca el dinamismo de Finlandia, impulsado por las exportaciones y el consumo.

Los distintos ritmos de avance del producto se corresponden, además, con aportaciones muy diferentes de la demanda interna y externa por países, observándose una clara relación inversa entre ambas. Las diferencias en la contribución de la demanda interna se deben, en mayor medida, a las aportaciones de la formación bruta de capital fijo que al consumo, lo cual resulta razonable, pues la inversión se ve más afectada que el consumo por la situación y perspectivas económicas a corto plazo. En la demanda exterior neta, la diferente contribución al producto que presentan los países de la UEM obedece, no tanto a la evolución de las exportaciones, condicionadas por fundamentos similares en todos los países, en términos del tipo de cambio o de la demanda mundial, como al comportamiento de las importaciones, determinadas, básicamente, por la distinta evolución de la demanda interna.

Aunque no se observa una pauta común en la evolución económica de la UEM por países y, por tanto, tampoco resulta evidente cuáles tienen un comportamiento muy diferenciado del resto, la evolución de la economía alemana reviste un especial interés, ya que, siendo el país de mayor tamaño de la zona, muestra tasas de crecimiento del producto muy bajas. Como puede verse en el gráfico inferior, en el que se compara la contribución al producto de los principales agregados en Alemania y en el resto de los miembros de la UEM, la atonía de la economía alemana en relación con el resto de países del área se debe a la debilidad de su demanda interna, tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo. El comportamiento del consumo privado está lastrado, sobre todo, por la desfavorable evolución del mercado de trabajo, que ejerce una influencia negativa sobre la confianza de los consumidores. De hecho, Alemania es el único país en el que el consumo privado presentó una tasa de crecimiento negativa en el tercer trimestre de 2002. En relación con la inversión, el comportamiento diferenciado de Alemania respecto al resto de la UEM se debe, no tanto a la evolución todavía adversa de la inversión en maquinaria y bienes de equipo, que ha afectado a la mayoría de los miembros de la UEM, como a la continuada debilidad de la inversión en construcción. Finalmente, se observa una aportación positiva significativa de la demanda exterior neta al crecimiento, si bien esta viene influida por la atonía de la demanda interna, que ha moderado el ritmo de avance de las importaciones.

Crecimiento del PIB y su composición



Fuente: Eurostat.

CUADRO 1

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

% del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002 (b)	2002 (c)	2003 (d)	2003 (c)
Bélgica	-0,7	-0,5	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0
Alemania	-2,2	-1,5	-1,4	-2,8	-2,0	-3,8	-2,8	-3,1
Grecia	-2,5	-1,9	-1,8	-1,7	0,8	-1,3	-0,9	-1,1
España	-2,7	-1,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3
Francia	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5	-1,4	-2,7	-2,6	-2,9
Irlanda	2,4	2,2	4,4	1,5	0,7	-1,0	-0,7	-1,2
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-2,2	-0,5	-2,4	-1,5	-2,2
Luxemburgo	3,1	3,6	5,6	6,1	2,8	0,5	-0,3	-1,8
Holanda	-0,8	0,7	1,5	0,1	1,0	-0,8	-1,0	-1,2
Austria	-2,4	-2,3	-1,9	0,2	0,0	-1,8		-1,6
Portugal	-2,6	-2,4	-3,2	-4,1	-1,8	-3,4	-2,4	-2,9
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9	2,6	3,6	2,7	3,1
PRO MEMORIA:								
UEM								
Saldo primario	2,5	2,9	3,1	2,5	2,7	1,5		1,6
Saldo total	-2,2	-1,3	-0,9	-1,5	-0,9	-2,3	-1,8	-2,1
Deuda pública	73,5	71,9	69,4	69,3	67,2	69,6		69,1

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 de la Comisión Europea (noviembre 2002).

(d) Objetivos de los programas de estabilidad que han sido presentados entre noviembre de 2002 y enero de 2003.

do la productividad, lo que favorecería la moderación de los costes laborales unitarios.

El IAPC creció un 2,3% en diciembre en términos interanuales, dos décimas por encima del aumento de septiembre. No obstante, tras esta aceleración de los precios de consumo se encuentra exclusivamente la evolución del componente energético, ya que el resto de grupos moderaron su avance en los últimos meses del año (véase gráfico 10). El aumento de la probabilidad de una intervención militar en Irak y la prolongación de la huelga general en Venezuela, que ha recortado su oferta de petróleo, provocaron que el precio del barril de *Brent* se situara alrededor de los 32\$ a mediados de enero, algo más de un 30% por encima de su cotización media en euros de enero de 2002. El índice que aglutina los componentes más estables (IPSEBENE), que incluye los precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos, redujo, sin embargo, su tasa de avance entre septiembre y diciembre en dos décimas, hasta el 2,3%. Como puede observarse en el segundo módulo del gráfico 10, la inflación por países siguió presentando grandes divergencias, de forma que el diferencial de inflación entre los dos Estados con las tasas mayor y menor —Irlanda con un 4,6% y Alemania con un 1,1%— se mantuvo elevado y relativamente es-

table en el cuarto trimestre del año. En lo concerniente a los precios industriales, a lo largo del trimestre, el aumento del precio del petróleo determinó que el IPRI pasara a mostrar tasas interanuales de crecimiento alrededor del 1% en noviembre, en comparación con el 0,1% de septiembre.

Es previsible que la evolución de los precios de consumo en los primeros meses de 2003 esté muy condicionada por el incremento de los precios del petróleo. No obstante, más a medio plazo, los efectos directos de la apreciación del tipo de cambio del euro sobre los precios de importación y su transmisión gradual a la economía de la zona del euro, y la actual moderación del ritmo de crecimiento económico deberán contener las presiones inflacionistas, de forma que el aumento del IAPC se estabilice en un nivel inferior al 2% a lo largo de 2003.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el superávit acumulado hasta octubre de 2002 de la balanza por cuenta corriente alcanzó 40,9 mm de euros, que contrasta con el déficit de 18,7 mm registrado en el mismo período de 2001. Esta corrección fue, en gran medida, el resultado de un sustancial aumento del saldo de la balanza comercial, determinada, a su vez, tanto por la atonía de la demanda de importa-

RECUADRO 2

Descomposición del crecimiento de los deflactores del PIB y de la demanda final en la UEM

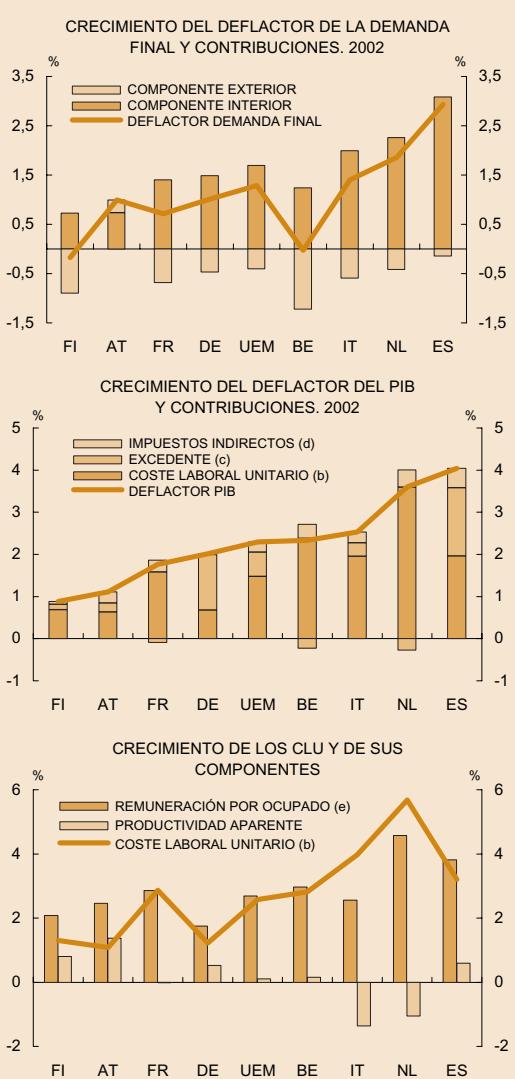
Dentro del marco de la contabilidad nacional trimestral, las cuentas de producción y explotación proporcionan información interesante para analizar la formación de precios en el conjunto de la UEM y los diferenciales de inflación que se observan en los países miembros. Partiendo de la identidad entre demanda final y oferta de la economía —PIB e importaciones—, el deflactor de la demanda final se puede desglosar en la suma de los deflactores del PIB y de las importaciones, ponderados cada uno de ellos por su importancia relativa en la demanda final en términos reales. Asimismo, el desglose del PIB a precios de mercado entre remuneración de asalariados, excedente bruto de explotación e impuestos indirectos netos sobre producción e importación permite descomponer el deflactor del PIB en la contribución de cada uno de estos factores por unidad de producto.

En el gráfico superior se presenta el crecimiento interanual del deflactor de la demanda final hasta el tercer trimestre de 2002 como suma de las contribuciones del componente interior y exterior. Se observa que la contribución del componente interior es la que predomina en la determinación de las tasas de variación del deflactor de la demanda final. En este período, la contribución del componente exterior ha sido negativa en casi todos los países, como consecuencia de la caída tanto de los precios en euros de las importaciones como del contenido en importaciones de la demanda final, lo que ha favorecido la contención de la inflación. No obstante, su influencia se ha distribuido de forma desigual entre los distintos países. Así, por ejemplo, Francia y Bélgica experimentaron, aproximadamente, la misma disminución de precios de importación en el período analizado, pero, en el segundo caso, la mayor pérdida de peso de los productos de importación en la oferta belga amplificó la contribución negativa del componente exterior sobre la evolución del deflactor de la demanda final.

El segundo gráfico pone de relieve la existencia de una notable dispersión de las tasas nacionales de crecimiento del deflactor del PIB, así como de su composición. En la mayor parte de los países, que están ordenados de acuerdo con el ritmo de expansión de ese deflactor, y en el conjunto de la UEM, la aportación de los costes laborales unitarios (CLU) supera a la del resto de factores. La contribución de este componente es especialmente elevada en Holanda y Bélgica, seguidas por España e Italia. Para determinar el origen de ese comportamiento de los CLU, en el gráfico inferior se desglosa su tasa de variación entre la remuneración por asalariado y el aumento de la productividad. Así, se observa que las divergencias entre las tasas de avance de los salarios no son tan elevadas como las de los CLU, ya que en aquellos países en que la remuneración ha crecido en mayor medida, el aumento de la productividad por ocupado es más reducido y, sin embargo, en los países que mayor incremento de la remuneración por asalariado presentan, la productividad se ha expandido de forma más intensa. Por otra parte, Alemania y España son los países en los que la contribución del excedente bruto de explotación unitario al deflactor del PIB es mayor, tanto en relación con la de los otros países como con la aportación de los demás componentes al crecimiento de sus deflactores del PIB. Por último, debe señalarse que los impuestos indirectos netos también han desempeñado un papel no desdeniable en la determinación del deflactor del PIB, con una contribución que va desde casi cero en Alemania a medio punto en el caso de Holanda y España.

De los datos analizados se desprende que las diferencias observadas entre los ritmos de crecimiento de los principales deflactores de los países de la UEM responden a la influencia conjunta de varias causas, relacionadas, además de con las diferentes posiciones cíclicas de los países, con el distinto grado de apertura al exterior, la diversidad de sus estructuras económicas y de sus mercados de productos y factores —que determinan la remuneración de esos factores— y de sus sistemas fiscales.

Tasas medias de variación interanual en 2002 (a) y contribuciones



Fuente: Eurostat

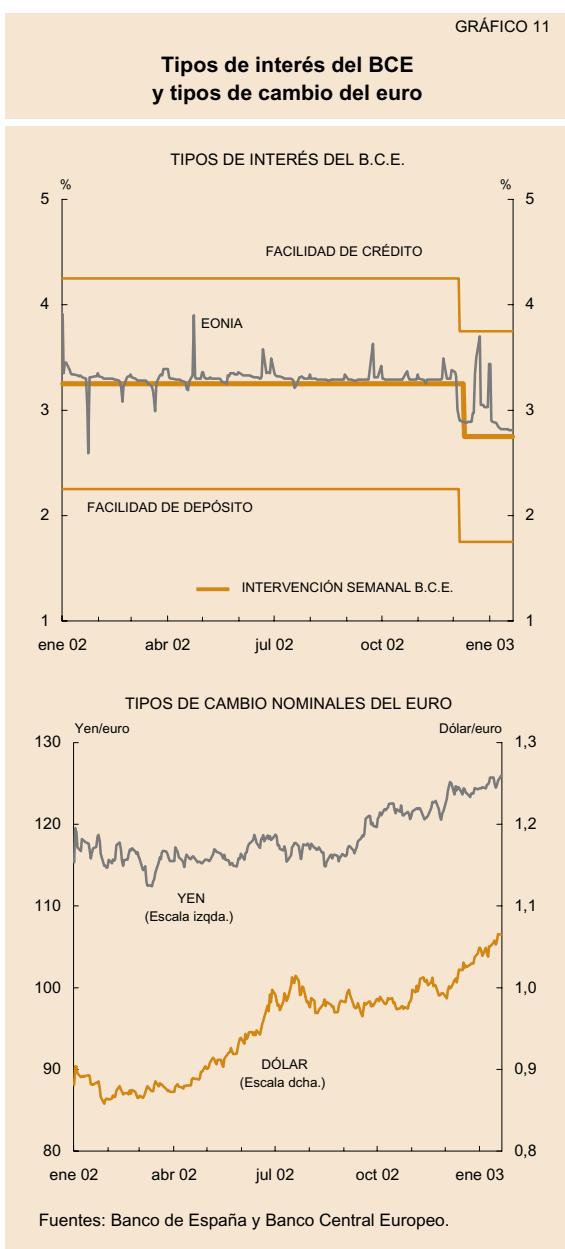
(a) Tasa media de los tres primeros trimestres, excepto Bélgica y Holanda (dos primeros trimestres).

(b) Coste laboral por unidad de PIB.

(c) Excedente bruto de explotación (y renta mixta) por unidad de PIB.

(d) Impuestos indirectos netos sobre producción e importación por unidad de PIB.

(e) Aproximado por la remuneración por asalariado.



ciones como por la mejora de la relación real de intercambio. Teniendo, además, en cuenta que las inversiones directa y de cartera experimentaron unas entradas netas de casi 40 mm de euros —en contraste con las salidas netas del resto de partidas de la cuenta financiera— el saldo de la balanza básica, que aproxima las necesidades de financiación de una economía de carácter más permanente, se situó en 80 mm de euros en el conjunto de los diez primeros meses del año, continuando así el progreso que venía experimentando desde mediados de 2001.

En el ámbito de las políticas fiscales, el déficit público del conjunto del área aumentó en el último ejercicio, de acuerdo con la información disponible, en siete décimas, hasta alcanzar el

2,2% del PIB (véase cuadro 1). El saldo presupuestario del conjunto del área se ha deteriorado así por segundo año consecutivo. En esta ocasión la ampliación del déficit del conjunto del área respondió, básicamente, según los cálculos de la Comisión Europea, al impacto de la desaceleración de la actividad. Sin embargo, esto no se observa cuando se analiza la situación en cada país. Aunque el empeoramiento es generalizado, entre los países que habían alcanzado una posición presupuestaria subyacente en torno al equilibrio antes de que se iniciara la desaceleración de la actividad, el deterioro observado deja traslucir la acción de los estabilizadores automáticos, sin que los saldos ajustados de ciclo hayan sufrido un empeoramiento significativo. Sin embargo, en los países en los que en la fase alta del ciclo no se corrigieron los desequilibrios estructurales, la fase de bajo crecimiento y, en algún caso, la aplicación de medidas discrecionales expansivas han empeorado adicionalmente sus posiciones presupuestarias, colocándolos en una situación muy delicada en términos de los saldos observados y del cumplimiento de las normas presupuestarias establecidas en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Este es el caso, especialmente, de Alemania, en donde el déficit de 2002 alcanzó, según las estimaciones disponibles, el 3,7% del PIB, nivel superior al límite del 3% señalado en el Tratado, lo que ha desencadenado la apertura del procedimiento de déficit excesivo en aquel país. En la Recomendación aprobada por el Consejo ECOFIN de 21 de enero, se insta a las autoridades alemanas a corregir el déficit excesivo lo antes posible, introduciendo medidas como las propuestas en su programa de estabilidad, si bien no se les exige realizar un ajuste más ambicioso si el crecimiento es peor del esperado. Por su parte, en Francia, el déficit se situó en 2002 en el 2,8% del PIB, muy próximo, por tanto, al citado valor de referencia. Ello representa además una desviación significativa con respecto al objetivo trazado un año antes en su programa de estabilidad, que era un 1,4%, lo que ha conducido a que el Consejo sometiera a este país a un procedimiento de alerta temprana (*early warning*) en el que se le exige tomar todas las medidas necesarias para evitar que el déficit supere el 3% en 2003 y para que sea posible alcanzar el equilibrio presupuestario en 2006. En Italia, el déficit se estabilizó en 2002 en torno al nivel del 2,2% del PIB alcanzado un año antes, si bien ello se vio facilitado por la aplicación de medidas de efecto transitorio, que no contribuyen a mejorar la situación subyacente de las finanzas públicas. Finalmente, en Portugal, después de que en 2001 se registrara un déficit del 4,1% del PIB y, por tanto, se pusiera en marcha el procedimiento de déficit excesivo, las autoridades parecen

haber tenido éxito en corregir sustancialmente el desequilibrio presupuestario en 2002.

Todos los Estados miembros del área, con la excepción de Luxemburgo y Austria, han presentado las actualizaciones de sus programas de estabilidad, que definen las respectivas estrategias presupuestarias de medio plazo (por lo general, hasta el año 2006). De la agregación de los objetivos de saldo presupuestario para los países individuales resulta un déficit en el conjunto del área del 1,8% y 1,1% del PIB en 2003 y 2004, respectivamente. Estas perspectivas son notablemente más favorables que las recogidas en las previsiones de otoño de la Comisión Europea, según las cuales esos déficit serían, respectivamente, del 2,1% y 1,8% del PIB (véase el cuadro 1). En parte, la diferencia se explica porque los supuestos de crecimiento económico contenidos en los programas son más optimistas, a pesar de que, en numerosos casos, la publicación de las previsiones de la Comisión antecedió a la presentación de los programas y el entorno macroeconómico ha sufrido entretanto un deterioro adicional. No obstante, esas discrepancias responden también a que los programas prevén, en general, la aplicación de políticas de consolidación presupuestaria más ambiciosas, si bien, en muchos casos, el grado de especificación de las medidas que permitirían alcanzar los objetivos es insuficiente. Las estrategias presupuestarias diseñadas por los países que presentan los mayores desequilibrios cumplen, en líneas generales, el acuerdo del Eurogrupo, según el cual la posición fiscal subyacente debe mejorar como mínimo en 0,5 puntos porcentuales del PIB anual a partir de este mismo año. El resto de países, sin embargo, pueden dejar funcionar libremente los estabilizadores automáticos a lo largo del año actual. Por último, de acuerdo con los planes trazados en los programas, casi todos los países alcanzarán una posición próxima al equilibrio presupuestario en el año 2006.

Por último, respondiendo a un encargo del Consejo Barcelona, la Comisión publicó en noviembre una Comunicación cuyo objetivo era examinar las formas en que podía reforzarse la coordinación de las políticas presupuestarias en la UE. En este sentido, la Comunicación no proponía cambios en el marco legal que representan el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sino aclarar y sistematizar la interpretación que se hace de esas normas. Las propuestas más relevantes de la Comisión, que se discutirán en el Consejo durante los próximos meses, son: evaluar el concepto de superávit o posición cercana al equilibrio presupuestario a medio plazo sobre la base de los saldos ajustados del ciclo; dotar de mayor protagonismo al saldo de deuda pública y a la sostenibili-

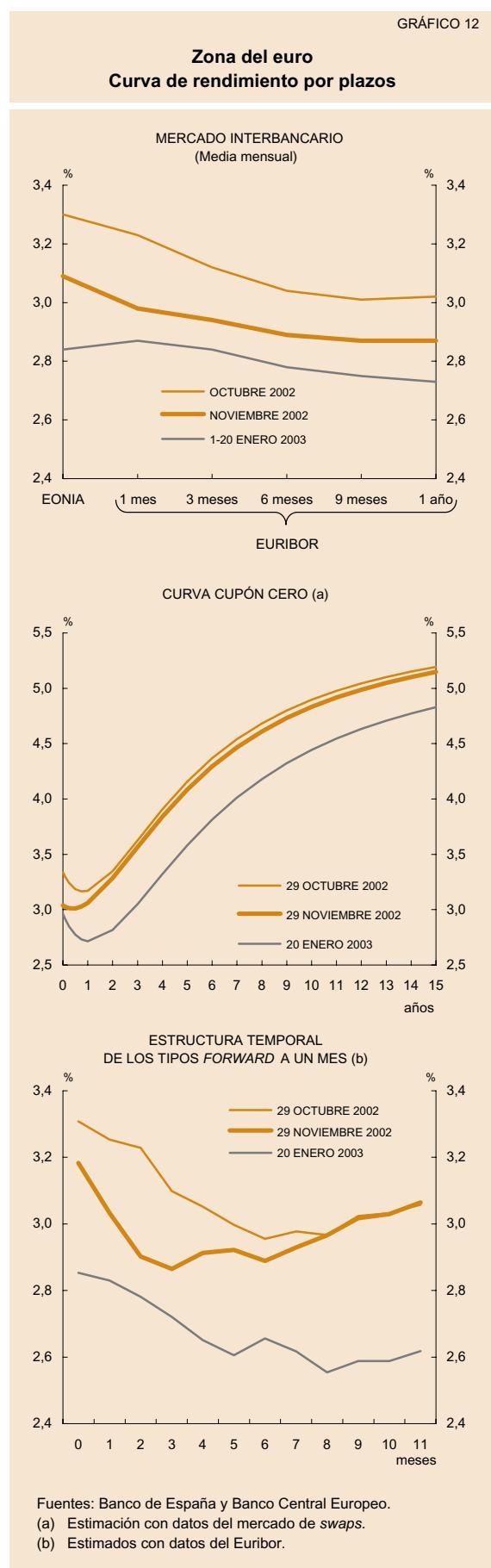
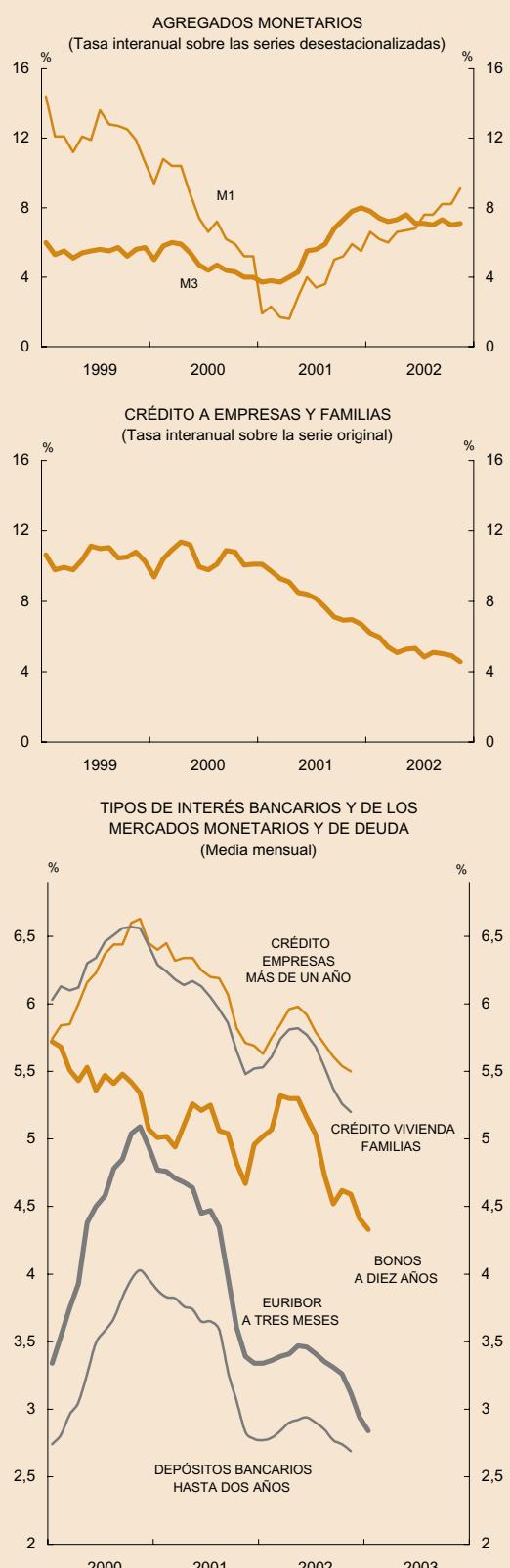


GRÁFICO 13

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



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

dad de la posición presupuestaria a la hora de valorar las políticas fiscales; vigilar con especial rigor la evolución fiscal en las fases de auge, para evitar ajustes insuficientes del saldo presupuestario; permitir, cuando se cumplan unas condiciones de partida relativamente exigentes, desviaciones moderadas del equilibrio presupuestario, siempre que ello tenga por objeto financiar reformas estructurales; y, finalmente, tratar de reforzar los mecanismos de disciplina mediante una mejora en la calidad de la información sobre finanzas públicas, una clarificación de las circunstancias que podrían dar lugar a que se iniciaran los procedimientos de déficit excesivo o de alerta temprana, y una mayor transparencia del proceso a través de la publicación por parte de la Comisión de los documentos de valoración de los programas de estabilidad y convergencia nacionales.

3.2. Evolución monetaria y financiera

En su reunión del 5 de diciembre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE, tras valorar las mejores perspectivas inflacionistas, la ausencia de síntomas de recuperación significativa de la actividad y la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del área, decidió reducir los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos. Estos habían permanecido inalterados desde noviembre de 2001, cuando se adoptó una decisión similar. Por tanto, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación se situó en el 2,75%, mientras que el de las facilidades de depósito y de crédito lo hicieron en el 1,75% y 3,75%, respectivamente (véase gráfico 11).

En los últimos meses del año, las condiciones monetarias se mantuvieron relativamente estables en relación con el trimestre anterior, ya que la reducción de los tipos de interés se vio compensada, en mayor o menor medida, por la apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, aunque las condiciones financieras no se han deteriorado adicionalmente, el mantenimiento de unas primas de riesgo de la renta fija privada relativamente elevadas y la atonía bursátil no han favorecido la financiación de los agentes, especialmente, de las empresas. Estos factores se reflejaron en la continuación de la desaceleración del crédito concedido al sector privado en la última parte del año pasado, cuya tasa interanual se situó en diciembre en el 4,7%.

A lo largo de octubre y noviembre, según se fue consolidando la percepción del retraso en el proceso de recuperación de la actividad, los tipos de interés del mercado monetario fueron reduciéndose y continuaron esta tendencia en diciembre, tras la rebaja de los tipos de interés oficiales, y en las primeras semanas de enero.

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	2000	2001	2002			2003	
	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	DIC	ENE (a)
MAGNITUDES MONETARIAS (b):							
UEM							
M3	4,0	7,9	7,0	7,2	6,9	7,1	6,8
M1	5,2	5,5	7,6	8,2	8,3	9,2	9,8
Crédito al sector privado	10,1	6,7	5,1	5,0	4,9	4,6	4,7
ESPAÑA							
Medios de pago	4,4	6,8	11,2	10,1	11,9	13,4	11,2
Otros pasivos bancarios	19,8	8,4	3,8	2,3	3,9	3,0	3,2
Fondos de inversión (c)	-27,1	26,2	20,1	17,9	15,8	13,3	11,7
Financiación al sector privado	18,8	15,1	14,7	14,0	14,7	14,3	14,1
MERCADOS FINANCIEROS (d):							
EONIA	4,83	3,36	3,29	3,32	3,30	3,30	3,10
EURIBOR a tres meses	4,94	3,35	3,35	3,31	3,26	3,12	2,94
Deuda pública							
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,07	4,96	4,73	4,52	4,62	4,59	4,41
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,16	-0,43	-0,60	-0,68	-0,53	-0,32
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,31	0,23	0,19	0,19	0,17	0,12	0,10
Tipos de interés bancarios en España							
Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,29	2,22	2,22	2,20	2,06
Tipo sintético activo	6,35	4,86	5,06	4,92	4,72	4,67	4,41
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,892	0,978	0,981	0,981	1,001	1,018
Renta variable (e)							
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	-5,9	-19,7	-26,0	-39,1	-31,5	-27,2	-34,5
Índice General Bolsa de Madrid	-12,7	-6,4	-18,8	-30,1	-22,0	-15,9	-23,1
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.							
(a) Media del mes hasta el día 27 de enero de 2003.							
(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 27 para el EURO STOXX y para la Bolsa de Madrid.							

Así, a mediados de enero, los tipos de interés EURIBOR a plazos superiores a los 6 meses se sitúan alrededor del 2,7%, ligeramente por debajo de los tipos EURIBOR a plazos más cortos. Como se observa en la parte inferior del gráfico 12, la estructura temporal de los tipos *forward* a un mes refleja expectativas de reducciones de los tipos de interés oficiales de un cuarto de punto en el segundo trimestre del año. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo del área del euro, tras los aumentos que experimentaron en octubre y noviembre, registraron un acusado descenso en diciembre y principios de enero de 2003, hasta alcanzar a mediados de enero un nivel próximo al 4,3% (véase cuadro 2).

Como se observa en la parte inferior del gráfico 13, los tipos de interés de activo y de

pasivo de las entidades de crédito del área del euro continuaron la pauta descendente iniciada en el segundo trimestre de 2002. Entre septiembre y noviembre, la reducción del tipo de interés del crédito a las familias para adquirir una vivienda fue de 17 puntos básicos, y el concedido a empresas a más de un año, de 11 puntos básicos. Por otro lado, la bajada del tipo sintético de las entidades bancarias españolas fue entre septiembre y diciembre de 15 puntos básicos en el caso de los instrumentos de pasivo y de 50 en los de activo (véase cuadro 2).

En el mercado de divisas, el tipo de cambio del euro retomó en la parte final del año la tendencia apreciatoria que registró en el segundo trimestre de 2002 en relación con la mayoría de las divisas relevantes, siendo particularmente notable con respecto al dólar. En las primeras

semanas de enero se intensificó esta tendencia, de manera que, a finales de dicho mes, y en relación con septiembre, la apreciación del euro ascendía a un 10% respecto al dólar y en torno al 6% en términos efectivos nominales (véase parte inferior del gráfico 11). La fortaleza del euro es, en gran medida, el resultado de la depreciación del dólar, que, probablemente, está siendo penalizado por la falta de corrección de algunos de los desequilibrios básicos que mantiene la economía estadounidense.

A lo largo de octubre y noviembre, la continua caída de los mercados bursátiles se interrumpió, si bien volvieron a producirse reducciones de las cotizaciones a partir de entonces. Las crecientes tensiones en Oriente Medio y Corea del Norte, junto con el debilitamiento del optimismo sobre la recuperación económica en el corto plazo del área, volvieron a mermar la confianza de los inversores. Los sectores más afectados desde finales de noviembre han sido los de telecomunicaciones, tecnología y el financiero, debido a un creciente escepticismo sobre las perspectivas de beneficios de dichas empresas. La pérdida acumulada del índice Dow Jones EURO STOXX amplio en 2002 fue de un 35%, la mayor registrada en los últimos años. En las primeras semanas de 2003 este índice siguió mostrando una trayectoria descendente.

El agregado monetario M3 mantuvo en el transcurso del último trimestre un gran dinamismo. La fortaleza que sigue caracterizando a este agregado se explica, principalmente, por la

preferencia de los inversores por activos líquidos y seguros en un entorno de elevada incertidumbre en los mercados financieros. En diciembre alcanzó una tasa del 6,8% interanual, ligeramente inferior a las registradas en los meses precedentes. Por otro lado, el 5 de diciembre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE revisó el valor de referencia del crecimiento monetario y decidió confirmar el crecimiento anual del agregado monetario amplio M3 en el 4,5%. Asimismo, en la rueda de prensa posterior a esta misma reunión del Consejo de Gobierno, el presidente Duisenberg anunció que a lo largo del primer semestre de 2003 se llevaría a cabo una evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE.

Por último, en lo que concierne a las contrapartidas de los agregados monetarios, el crédito otorgado al sector privado volvió a desacelerarse en el último trimestre del año, hasta presentar una tasa de crecimiento en diciembre del 4,7%, inferior en tres décimas a la correspondiente a septiembre. Según los datos de crédito por finalidades y agentes disponibles hasta el tercer trimestre de 2002, el crecimiento del crédito observado en ese período se debió a la fortaleza que todavía presentaba el crédito otorgado a los hogares para compra de la vivienda, ya que el resto de componentes experimentó tasas de avance más moderadas. En el caso de España, la financiación otorgada al sector privado no financiero mantuvo entre septiembre y diciembre su ritmo de avance en el 14%, muy superior, por tanto, al registrado en el área del euro.

4. La economía española

A partir de la información disponible sobre el cierre del año 2002, se estima que el PIB real habría registrado un crecimiento interanual del 2,1% en el cuarto trimestre del año, tras incrementarse un 1,8% en el tercero, según cifras de la CNTR. Por tanto, la economía española habría mantenido en la segunda mitad del pasado ejercicio ritmos de crecimiento real próximos a los registrados en el primer semestre, dando lugar una tasa de crecimiento del producto del 2%, en el promedio del año (véase gráfico 1). Detrás de la evolución del PIB estimada para el cuarto trimestre se encuentra una recuperación de la demanda nacional (que se habría incrementado un 2,2%) y, en concreto, de la inversión en equipo, que podría estar alcanzando el final de su prolongada etapa contractiva. Por su parte, el consumo privado habría tendido a estabilizar su ritmo de expansión en el 1,4%, deteniendo el proceso de suave desaceleración experimentado en los trimestres anteriores, y la construcción habría moderado ligeramente su ritmo de avance. La demanda exterior neta, que ya en el tercer trimestre tuvo una aportación al crecimiento del producto inferior a la del segundo trimestre, como consecuencia del avance de las importaciones, pasó a tener una aportación negativa en el trimestre final del año (-0,2 pp), al mantener las compras al exterior un fuerte empuje, arrastradas por el repunte de la demanda interior. Las exportaciones, por su parte, avanzaron a tasas algo más moderadas que en el tercer trimestre, al verse afectadas por la debilidad económica en Europa.

Como se ha señalado, en el conjunto del año 2002 el crecimiento real del PIB fue del 2%, siete décimas inferior al estimado para 2001, en un contexto exterior dominado por la incertidumbre política y económica, que ha frenado los planes de inversión y ha favorecido el encarecimiento del petróleo y la apreciación del euro. El menor dinamismo del producto fue resultado de una desaceleración de igual magnitud de la demanda nacional (que creció un 2%) y de una aportación ligeramente negativa de la demanda exterior neta, similar a la del año precedente (-0,1 pp). Cabe destacar la moderación del consumo, con un avance del 1,7%, derivada del menor crecimiento de la renta real disponible y de la recuperación del ahorro de las familias, y la desaceleración de la formación bruta de capital fijo (hasta el 1,6%), muy afectada por el fuerte descenso de la inversión en equipo, en media anual. A pesar de su recuperación a lo largo del año, las exportaciones de bienes y servicios también redujeron su crecimiento anual, a lo que contribuyó el mal año turístico.

Desde la óptica del valor añadido generado por las distintas ramas productivas, cabe desta-

car la recuperación experimentada por la industria en la segunda mitad del año y el debilitamiento registrado por los servicios de mercado, que habrían finalizado el año a ritmos de crecimiento inferiores al del PIB. La actividad en la agricultura mostró descensos interanuales sustanciales en los dos trimestres finales de 2002, mientras que la construcción, tras el repunte transitorio de la actividad en el tercer trimestre, retornó a su trayectoria de desaceleración en el cuarto, aunque con tasas de avance aún significativas. En el conjunto del año, tanto la industria, cuya actividad registró un estancamiento, como los servicios de mercado y la construcción redujeron sus tasas de variación en relación con el año anterior, contrastando con la recuperación de las actividades energéticas. El empleo se desaceleró suavemente a lo largo del año 2002, especialmente en las actividades orientadas al mercado, dando lugar a una recuperación de la productividad del trabajo; no obstante, se estima que en la media del año la productividad avanzó un reducido 0,7%, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades de mercado. Aunque la creación de puestos de trabajo ha mantenido, en contrapartida, un tono relativamente elevado, finalizando el año en tasas próximas al 1%, ello no ha impedido un aumento del desempleo, debido a la elevada incorporación de población al mercado de trabajo.

La tasa de inflación, medida por el IPC, se mantuvo en el año 2002 en cotas elevadas, a lo que contribuyeron algunos factores específicos, como las subidas impositivas del comienzo del ejercicio o la propia introducción del euro. El IPC finalizó el año en una tasa interanual del 4%, reflejando el impacto directo del encarecimiento de los productos petrolíferos en los últimos meses de 2002, y alcanzó un crecimiento del 3,5%, en media anual, ligeramente inferior al del año anterior. Por su parte, los deflactores de la demanda final y del PIB se incrementaron un 2,9% y un 4%, respectivamente, tasas algo inferiores también a las de 2001, destacando, por un lado, el efecto moderador que tuvieron los precios exteriores sobre los precios finales de la economía, y, por otro lado, el avance de los costes laborales y la ampliación de márgenes en algunas actividades, que explican el notable crecimiento del deflactor del PIB. En cuanto a los costes, la remuneración por asalariado se incrementó ligeramente por encima del 4%, en la economía de mercado, igualando prácticamente la tasa de variación que registró en 2001; aunque el suave repunte de la productividad contribuyó a moderar el avance de los costes laborales por unidad de producto, se estima que estos crecieron en torno a un 3,4%.

4.1. Demanda

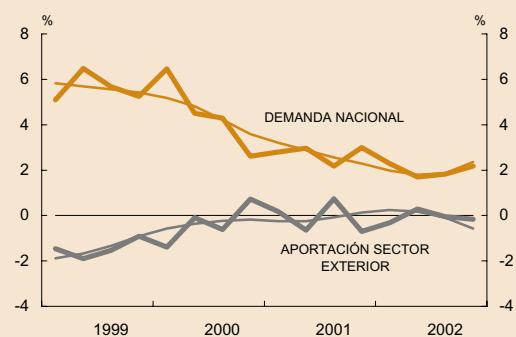
A lo largo de los tres primeros trimestres de 2002 el gasto en consumo final de los hogares españoles moderó su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 1,4% interanual en el tercer trimestre, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR (véase gráfico 14). Aunque la incertidumbre que se desprende del entorno exterior no se redujo en el cuarto trimestre, lo que se tradujo en un empeoramiento adicional del clima de confianza de los consumidores, la información más reciente proporcionada por los indicadores coyunturales señala que en ese período el consumo habría estabilizado su ritmo de crecimiento interanual en tasas similares a las registradas en los meses de verano (véase gráfico 15). Este sostenimiento del gasto estuvo respaldado por la creación de empleo, que, a pesar de su pérdida de dinamismo en los últimos meses, siguió siendo significativa.

Entre los indicadores recogidos en el gráfico 15, las disponibilidades de bienes de consumo, estimadas con información todavía incompleta para el cuarto trimestre, han mantenido una tendencia ascendente, que refleja el comportamiento del componente no alimenticio, incluidos los bienes duraderos; por su parte, las disponibilidades de servicios han seguido una senda de desaceleración. Otros indicadores directamente relacionados con el gasto de las familias han registrado una evolución más estable en los meses finales de 2002, como el índice general de ventas del comercio al por menor y el correspondiente indicador de confianza. En cuanto a las matriculaciones de automóviles, la fuerte contracción experimentada a lo largo del año se atenuó notablemente en los últimos meses, de forma que en diciembre alcanzó una tasa interanual positiva del 6%, tras diez meses de consecutivos descensos.

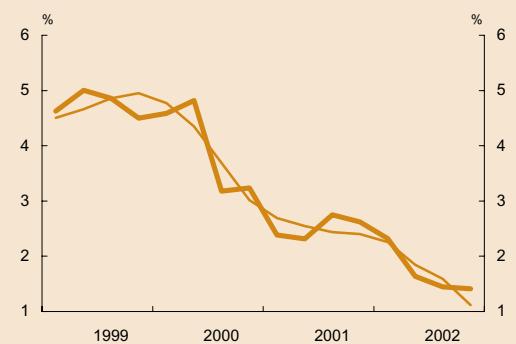
Se estima que, en el conjunto del año 2002, el consumo privado creció un 1,7%, experimentando una desaceleración más intensa que la de la renta disponible y dando lugar a una recuperación de la tasa de ahorro de las familias. El menor crecimiento de la renta real disponible de las familias en 2002 está relacionado con el repunte de los precios de consumo. A precios corrientes, se estima que la renta creció lo mismo que en 2001, ya que el menor avance de la masa salarial —resultado de una ligera desaceleración de la remuneración por asalariados y del menor crecimiento del empleo— se vio compensado por una contribución más expansiva de las transferencias netas de las AAPP y de otras rentas no salariales. Los cambios en la riqueza de las familias tuvieron efectos más complejos: la caída de las cotizaciones bursátiles se tradujo en un descenso de la riqueza fi-

GRÁFICO 14

Principales agregados de la demanda
Tasas de variación interanual



CONSUMO FAMILIAS E ISFLSH



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN EQUIPO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN CONSTRUCCIÓN

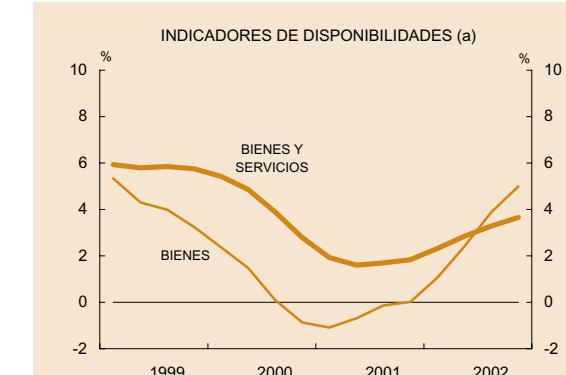


CALCULADAS SOBRE SERIE AJUSTADA DE ESTACIONALIDAD
CALCULADAS SOBRE SERIE CICLO-TENDENCIA

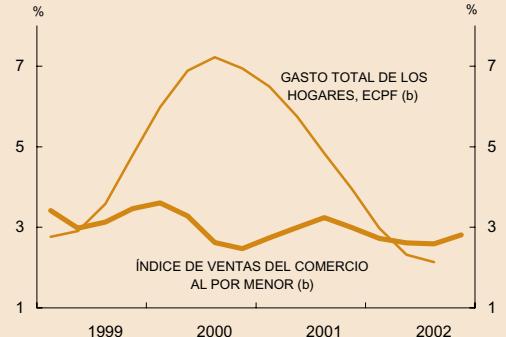
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

GRÁFICO 15

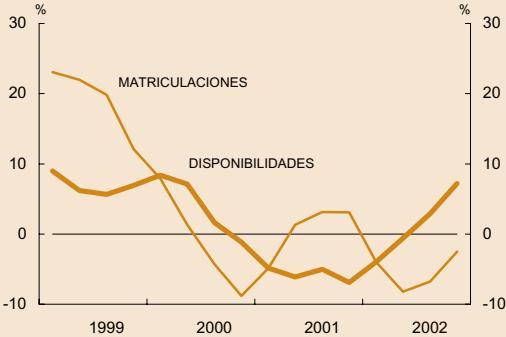
Indicadores de consumo privado



INDICADORES DE GASTO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA



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

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

(b) Deflactado por el IPC.



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.

nanciera de los hogares, que contribuye a explicar el retraimiento del gasto, mientras que la significativa revalorización de los activos inmobiliarios durante el pasado año tuvo un impacto positivo sobre el consumo, que no compensó plenamente el retroceso de la riqueza financiera, dando lugar al mencionado aumento del ahorro.

En el tercer trimestre de 2002, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un avance del 3,2% en tasa interanual, superando en una décima el crecimiento registrado en el primer semestre. Tras la significativa revisión al alza efectuada por el INE de los datos correspondientes al primer semestre de 2002 y el ligero repunte observado en el tercer trimestre, la información actualmente disponible apuntaría hacia un pequeño repunte adicional en el último trimestre del año.

La formación bruta de capital fijo aumentó un 1,5% interanual en el tercer trimestre del pasado año, cuatro décimas más que en el segundo trimestre, consolidando la tendencia a la recuperación iniciada en la primavera pasada. Esta recuperación refleja tanto el comportamiento menos contractivo de la inversión en bienes de equipo, que recortó su ritmo de descenso interanual desde el 5,1%, en el segundo trimestre, al 4,1%, en el tercero, como el mayor impulso de la inversión en construcción, que creció un 4,8%, cuatro décimas por encima del registro del segundo trimestre. Se estima que en los últimos meses de 2002 la formación bruta de capital fijo se aceleró de nuevo, como consecuencia de la evolución de la inversión en equipo, que, tras seis trimestres de continuados descensos, se habría colocado en tasas de variación interanual positivas; la construcción, por su parte, habría moderado ligeramente su elevado dinamismo.

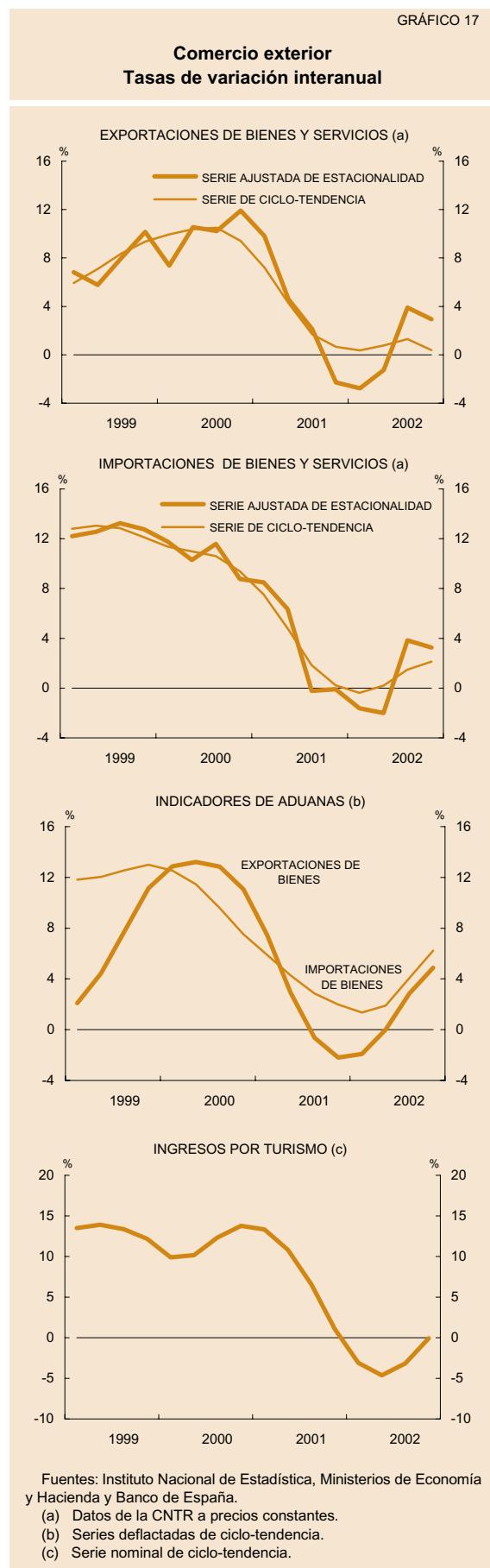
El cambio de tendencia de la inversión en equipo en el tercer trimestre vino recogido por la práctica totalidad de los indicadores coyunturales disponibles. El indicador de disponibilidades de estos bienes volvió a mejorar sensiblemente en el último trimestre del pasado año, debido tanto a la evolución de la producción interior como, principalmente, al fuerte impulso de las importaciones. En línea con esta evolución, el indicador de confianza de la industria mostró también una pauta de recuperación a partir del segundo trimestre, impulsado por la mejora en las expectativas de producción y en la cartera de pedidos, especialmente en su componente interior (véase gráfico 16). Por su parte, la utilización de la capacidad instalada experimentó un considerable aumento, alcanzando a principios del cuarto trimestre un valor del 79,3%, por encima de su media histórica.

Además, los resultados de la encuesta semestral dirigida a la industria confirman una tímida mejora del panorama inversor, al recoger una cierta recuperación de los planes de inversión programados para el año 2003.

La información procedente de la Central de Balances Trimestral del Banco de España muestra que, en los tres primeros trimestres de 2002, la rentabilidad del activo neto de las empresas no financieras se mantuvo elevada, mientras que el coste de financiación tendió a reducirse, ampliándose el diferencial entre ambos (*ratio* de apalancamiento). Por su parte, la *ratio* de endeudamiento, medida con esta fuente de información, ha tendido a estabilizarse en los niveles elevados alcanzados en el año 2000. En definitiva, la situación financiera de las empresas españolas muestra la permanencia de unos niveles de rentabilidad altos, que favorecerían la materialización de nuevos proyectos de inversión, si bien el elevado endeudamiento podría frenar la intensidad de una eventual recuperación, que, en cualquier caso, no es probable que adquiera fuerza significativa mientras persista el clima de notable incertidumbre económica y no mejoren las perspectivas de crecimiento.

Pese a la aceleración experimentada por la inversión en construcción en el tercer trimestre de 2002, su evolución se encuentra inscrita en una trayectoria descendente, que ha retomado en el cuarto trimestre (véase gráfico 14). La encuesta coyuntural de la industria de la construcción (ECIC) ha confirmado —en contra del avance publicado por Eurostat— un repunte del valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras en el tercer trimestre, cuyo origen fue el impulso recibido por la obra civil y por la edificación no residencial, mientras que la edificación residencial siguió desacelerándose, dentro de tasas de variación todavía elevadas. La información coyuntural referida al cuarto trimestre sustenta la estimación de un menor crecimiento en los meses finales de 2002. Aunque el índice de confianza se recuperó ligeramente en ese período, los indicadores de actividad en la construcción apuntan un debilitamiento, como es el caso del consumo aparente de cemento y de los afiliados a la Seguridad Social, ambos con datos hasta diciembre (véase gráfico 16).

Entre los indicadores de obras iniciadas y terminadas, el número de viviendas terminadas parece que alcanzó un máximo en 2002, mientras que el de viviendas iniciadas fue reduciéndose, por segundo año consecutivo. Por su parte, según los datos de visados y licencias, la nueva superficie de edificación residencial a construir tendió a estabilizarse en 2002, tras



experimentar un marcado retroceso en 2001 (véase gráfico 14). Todo ello es coherente con la desaceleración estimada para la inversión residencial. En cuanto a la edificación no residencial, después del notable incremento que registraron los visados y licencias en 2001, que explicaría el perfil ascendente que mantiene la ECIC para este componente, en 2002 se ha apreciado un estancamiento. Por último, las cifras de licitación oficial muestran un incremento acumulado hasta el mes de septiembre, más elevado en obra civil, aunque inferior al de 2001.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, en el tercer trimestre de 2002 la inversión en existencias contribuyó en una décima al crecimiento interanual del PIB. La información más actualizada, procedente de la encuesta de coyuntura industrial hasta noviembre, reflejó una acumulación adicional de stocks hasta niveles relativamente elevados. También hay evidencia de un cierto aumento de las existencias de petróleo, debido, posiblemente, a las expectativas de subidas de precios en los próximos meses. En conjunto, se estima una nueva aportación nula o ligeramente positiva de las existencias a la progresión interanual del producto en el cuarto trimestre del pasado año.

Como ya se ha señalado, se estima que en el último trimestre de 2002 la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría pasado a ser negativa, tras haberse reducido en los meses de verano, en los que tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios experimentaron un repunte importante (véase gráfico 17). En los meses finales de 2002, las exportaciones de bienes y servicios mantuvieron un ritmo de avance más moderado que el registrado en el verano, en sintonía con la lenta reactivación del comercio mundial; adicionalmente, el mantenimiento de crecimientos de precios y costes más elevados que en otros países de la Unión Monetaria y la apreciación del tipo de cambio del euro han debido de restar impulso a las ventas al exterior. También las importaciones redujeron, aunque en menor medida, su tasa de crecimiento en los últimos meses del pasado año; en este caso, tanto el avance de la producción interior como el abaratamiento sus precios relativos habrían contribuido a sostener las compras en el exterior.

Las cifras de comercio exterior de bienes muestran que en octubre y noviembre las exportaciones experimentaron un incremento interanual del 4%, en términos reales, algo más moderado que el observado en el tercer trimestre (6,2%), si bien su evolución tendencial continuó mejorando (véase gráfico 17). Las exporta-

ciones dirigidas a áreas extracomunitarias reflejaron un creciente impulso a lo largo de 2002, con tasas de variación real positivas desde el segundo trimestre, de forma que acumularon un incremento del 5% en los once primeros meses, y del 15,6% en el bimestre octubre-noviembre. Destaca el notable dinamismo de las ventas a los países del centro y este de Europa, a la OPEP y a los países del Magreb, así como la recuperación de las ventas a los países asiáticos y a Estados Unidos; por el contrario, las ventas a Japón y a América Latina continuaron muy débiles. Las exportaciones dirigidas a la UE descendieron un 1,2% acumulado entre enero y octubre, en términos reales, ya que, tras su recuperación en los meses de verano, retornaron a tasas negativas en octubre y noviembre (-0,4%). Por países, las exportaciones dirigidas a Alemania y Francia se redujeron en los once primeros meses de 2002, mientras que las dirigidas al Reino Unido y a Italia han mantenido un tono bastante positivo. Por grupos de productos, cabe señalar la recuperación de las ventas de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio que, en términos reales, aumentaron un 6,4% y un 8,2%, respectivamente, en octubre y noviembre, mientras que las exportaciones de bienes intermedios no energéticos, que habían experimentado un notable avance durante el tercer trimestre, accusaron una importante desaceleración en los dos últimos meses (1,7%).

La CNTR ha reflejado una continuada debilidad de los ingresos reales por turismo, cuya caída interanual se situó en el 4,2%, en el tercer trimestre de 2002; a partir de la información más reciente, se estima que en el cuarto trimestre el descenso de esta variable pudo recortarse hasta tasas cercanas al -3,5%. Entre los indicadores reales destaca el comportamiento expansivo mantenido en los meses más recientes por los turistas entrados por frontera (6,4% en el cuarto trimestre) y el ligero incremento de los viajeros extranjeros alojados en hoteles; sin embargo, las pernoctaciones en hoteles disminuyeron un 3,7% en tasa interanual, en el último trimestre, tras haberse recortado un 5% en los meses de verano. El comportamiento negativo de los ingresos por turismo durante el pasado año fue consecuencia de la debilidad de algunas economías europeas —como la de Alemania, uno de nuestros principales clientes—, de la competencia ejercida por otros países mediterráneos, y del cambio observado en las preferencias de los turistas hacia estancias más cortas, en alojamientos extrahoteleros y en lugares cercanos a su residencia, a los que se desplazan por carretera, todo lo cual ha derivado en un descenso del gasto medio por turista. Así, aunque en el conjunto del año los turistas entrados por fronteras

crecieron un 3,3%, los viajeros extranjeros alojados en hoteles y las pernoctaciones que efectuaron acumularon descensos del 1,2% y 5,1%, respectivamente.

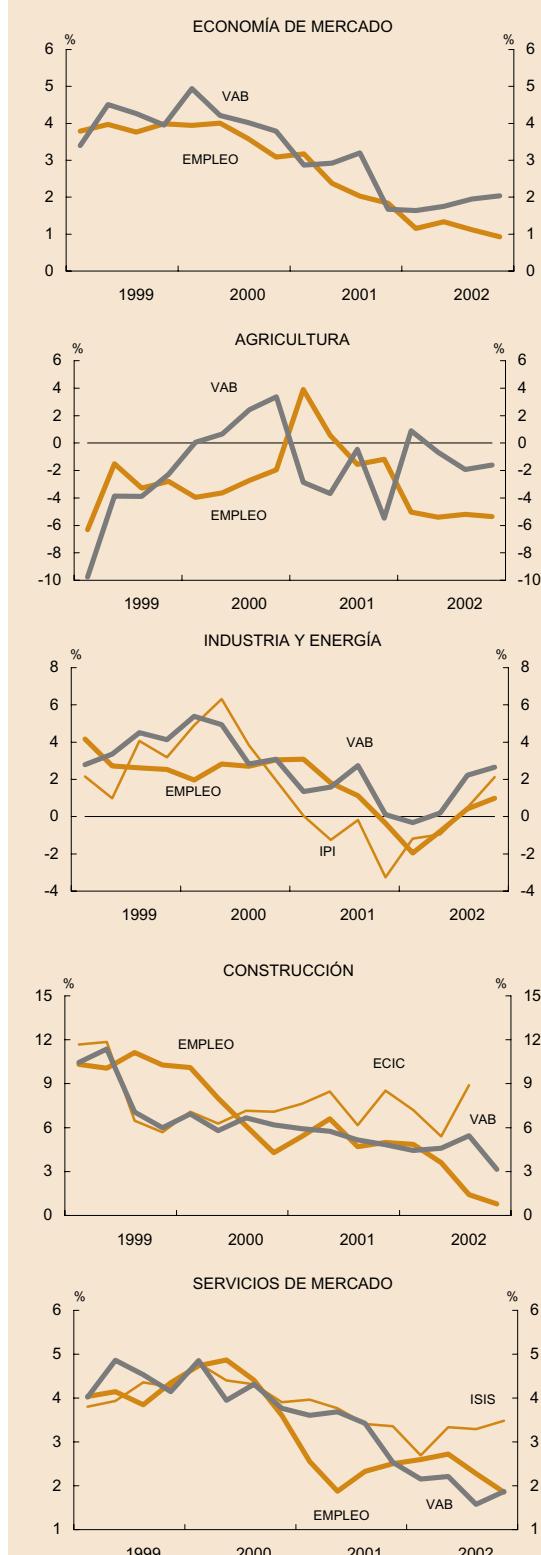
Según los datos de comercio exterior, la notable recuperación de las importaciones de bienes que tuvo lugar en el tercer trimestre se prolongó en octubre y noviembre, meses en los que crecieron un 7,8%, proyectando una tendencia ascendente acorde con el tono positivo de las exportaciones, la reactivación de la producción interior y el abaratamiento de sus precios, en un contexto de apreciación del euro. Por grupos de productos, cabe destacar el avance de las importaciones de bienes de consumo no alimenticio en octubre y noviembre (15,9%, en tasa real interanual) y, en especial, de su componente no duradero; del mismo modo, las importaciones de bienes intermedios no energéticos se incrementaron un 9,4% y las de bienes de equipo, un 4,5%. Por el contrario, las compras de productos energéticos disminuyeron un 2,4% en ese período. Pese a la recuperación de las importaciones en la segunda mitad del año, en el promedio de los once primeros meses de 2002 solo aumentaron un 2,7%, destacando el retroceso del 6% experimentado por las compras de bienes de equipo, y los aumentos del 6,5% y del 4,6% registrados por las compras de bienes de consumo no alimenticio y de intermedios no energéticos, respectivamente.

Por último, las importaciones reales de servicios avanzaron un 1,2% en el tercer trimestre de 2002, al aminorar los servicios no turísticos su ritmo de caída (-0,2%), a medida que se recuperaban las importaciones de mercancías. Los pagos reales por turismo continuaron creciendo a un ritmo notable durante el tercer trimestre, el 7,5%, acorde con el vigor que en este período reflejaron los datos nominales de Balanza de Pagos. Estas tendencias se habrían mantenido en el cuarto trimestre del año.

4.2. Producción y empleo

Como puede observarse en el gráfico 18, el valor añadido bruto de la economía de mercado mostró un perfil de ligera recuperación a lo largo de 2002, en términos de su variación interanual. Este perfil se mantuvo en el cuarto trimestre, apoyado en la evolución favorable de la actividad en la industria y en un avance más estable de los servicios de mercado, tras varios trimestres de desaceleración. Por el contrario, la actividad en la construcción habría experimentado una moderación, mientras que el valor añadido de las ramas primarias habría vuelto a retroceder. En el caso de la agricultura, la acti-

GRÁFICO 18
Valor añadido bruto y empleo
por ramas de actividad
Tasas interanuales (a)



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

vidad acentuó su tono contractivo en el tercer trimestre, en el que experimentó un retroceso del 1,9% en tasa interanual. En los meses finales del año, sin embargo, el ritmo de descenso se moderó ligeramente, en línea con la evolución de los indicadores de empleo y con el impulso registrado por las compras de bienes de equipo en el sector. Además, el actual año hidrológico se ha iniciado de forma favorable, con una elevada pluviosidad que genera perspectivas positivas para la producción agrícola en 2003.

Los datos de la CNTR correspondientes al tercer trimestre confirmaron la recuperación de la actividad industrial, que ya se apuntaba en el segundo trimestre, y la tasa de avance interanual del valor añadido en el conjunto de la industria se situó en el 2,2%. La recuperación vino impulsada por la expansión de las ventas al exterior y, de acuerdo con la información proporcionada por el índice de producción industrial (IPI), se concretó en un avance notable de la producción de bienes de consumo y un comportamiento menos negativo de la fabricación de bienes de equipo. Casi la totalidad de los indicadores coyunturales disponibles indican que la tendencia expansiva de la industria se prolongó durante los últimos meses de 2002: en octubre y noviembre, el IPI mejoró su tasa de crecimiento, una vez corregida de efectos calendario, y el indicador de confianza de la industria también experimentó sucesivos ascensos, mientras que las importaciones de bienes intermedios prosiguieron su aceleración; la utilización de la capacidad productiva se ha situado por encima de su media histórica. Cabe destacar la evolución de la producción de bienes de equipo, que en el mes de noviembre experimentó una tasa de variación positiva, corregida de efectos calendario, tras año y medio de sucesivos descensos, e intensificó de forma muy acusada el perfil de recuperación que ya venía mostrando.

Como queda recogido en el gráfico 18, siguiendo un perfil similar al de la inversión en construcción, la actividad constructora experimentó un impulso en el tercer trimestre de 2002, en el que su valor añadido registró un avance interanual del 5,4%, ocho décimas superior a la tasa de crecimiento del segundo trimestre. Como se señaló en el epígrafe anterior, parece que esta recuperación fue transitoria: los indicadores de consumos intermedios —como el consumo de cemento— y de empleo —afiliados y paro registrado— apuntarían hacia una desaceleración en el cuarto trimestre.

El valor añadido bruto del conjunto de las actividades terciarias registró un avance interanual del 2%, en el tercer trimestre del pasado

año, recortando en cuatro décimas el ritmo de crecimiento del primer semestre. Esta evolución obedeció al menor dinamismo de los servicios de mercado, que redujeron su tasa interanual desde el 2,2% del segundo trimestre al 1,6%, en los meses de verano, mientras que la actividad en los servicios no destinados al mercado experimentó una aceleración, hasta crecer un 3,2% sobre el mismo período del año anterior. La información disponible para el cuarto trimestre apoyaría una ligera recuperación de la actividad de los servicios de mercado, basada en el sostenimiento del consumo y en la incipiente expansión de la actividad industrial. El indicador sintético de los servicios de mercado (ISIS), que en el tercer trimestre registró una desaceleración muy atenuada, ha tendido a acelerarse en los meses finales del año y los indicadores de opinión han mostrado un comportamiento positivo. A nivel desagregado, entre las actividades que han mostrado signos de recuperación están la hostelería —con un avance estable del empleo, pese al retroceso de las pernoctaciones en hoteles— y el comercio, donde los indicadores de empleo también se mantienen estables y se ha observado una mejora del clima de confianza de los minoristas y un repunte de las ventas al por menor. Por otra parte, la intermediación financiera y las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones presentan indicios de haber experimentado ligeras pérdidas de dinamismo en los últimos meses del año, más acusadas en las comunicaciones, mientras que el sector de transporte ha estabilizado su ritmo de avance, frenando el proceso de recuperación que se apuntaba en el segundo trimestre. Por último, el conjunto de actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales ha presentado una suave desaceleración, más intensa en informática e I+D.

Las estimaciones de la CNTR indican que el empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a jornada completa, creció a una tasa interanual del 1,4% en el tercer trimestre de 2002, reduciendo en una décima el registro del trimestre precedente. El recorte en el ritmo de avance del empleo fue algo inferior al experimentado por el PIB, dando lugar a una desaceleración de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía. En la economía de mercado, sin embargo, la productividad aparente del trabajo creció un 0,8% interanual, significativamente por encima del incremento observado en el segundo trimestre, como consecuencia de la reducción del ritmo de avance del empleo, en un contexto de leve repunte en el crecimiento del valor añadido.

La evolución del empleo de la CNTR está en consonancia con la Encuesta de Población Ac-

tiva (EPA), que recogió un aumento del número de ocupados del 1,8% en el tercer trimestre, cinco décimas menos que en el segundo. En el último trimestre de 2002, el empleo habría experimentado un nuevo recorte en su tasa de avance, en coherencia con la información recogida en los distintos indicadores coyunturales. Por una parte, las afiliaciones a la Seguridad Social han moderado ligeramente su ritmo de crecimiento interanual en el período octubre-diciembre hasta el 3%, siendo destacable la reducción intermensual en el número de afiliados en diciembre —de 180.000 personas—, que dejó la tasa interanual en el 2,8%. La estadística de paro registrado también sugiere una reducción del crecimiento del empleo en los últimos meses de 2002; en diciembre registró un aumento muy superior al observado en el mismo mes del año anterior, que ya contrastaba con los descensos sistemáticos del paro observados en ese mes entre 1994 y 2000. Por último, el número de contratos se redujo un 2% interanual en los meses finales de 2002.

Por ramas de actividad, el empleo evolucionó en el tercer trimestre en sintonía con el valor añadido, excepto en la construcción, donde la generación de nuevos puestos de trabajo perdió empuje, dando lugar a un importante avance de la productividad aparente del trabajo (véase gráfico 18). La recuperación de la actividad industrial en ese período dio lugar a un modesto aumento interanual del empleo, del 0,4%, tras tres trimestres de retrocesos; la productividad aparente del trabajo siguió mejorando. En las actividades primarias el empleo experimentó un nuevo y sustancial recorte, reflejo de la evolución contractiva de la producción. Por último, en los servicios de mercado el ritmo de avance de la ocupación se ralentizó en el tercer trimestre, rompiendo con su trayectoria ascendente, mientras que la creación de empleo en los servicios no orientados al mercado siguió siendo elevada. La información desagregada de las afiliaciones a la Seguridad Social en el cuarto trimestre sugiere una nueva desaceleración del empleo en los servicios de mercado y, especialmente, en la construcción, manteniéndose estable en la industria.

El número de puestos de trabajo asalariado registró un crecimiento mayor que el del total de ocupados, en los tres primeros trimestres de 2002, mientras que el colectivo de trabajadores por cuenta propia experimentó sucesivos recortes. Sin embargo, de acuerdo con la CNTR, en el tercer trimestre el empleo asalariado se desaceleró en mayor medida que el empleo total. La información más detallada proporcionada por la EPA muestra que el colectivo de trabajadores con contrato fijo siguió experimentando un notable dinamismo en ese período, con un

avance interanual del 3,9%, siendo el empleo temporal el que asumió el ajuste provocado por la desaceleración de la economía, experimentando un retroceso del 0,3% en los meses de verano, frente al aumento del 1,9% registrado en el segundo trimestre. La dispar evolución del empleo fijo y temporal dio lugar a un importante recorte de la *ratio* de temporalidad, que se situó en el 31% (31,9% en el tercer trimestre de 2001). Por otra parte, tras el repunte experimentado en el segundo trimestre, el empleo a tiempo completo redujo su crecimiento interanual hasta el 2,5% en el tercero y los asalariados a tiempo parcial registraron un nuevo recorte de su tasa de variación, de forma que la *ratio* de parcialidad se situó en el 7,9%, una décima más que en el tercer trimestre de 2001.

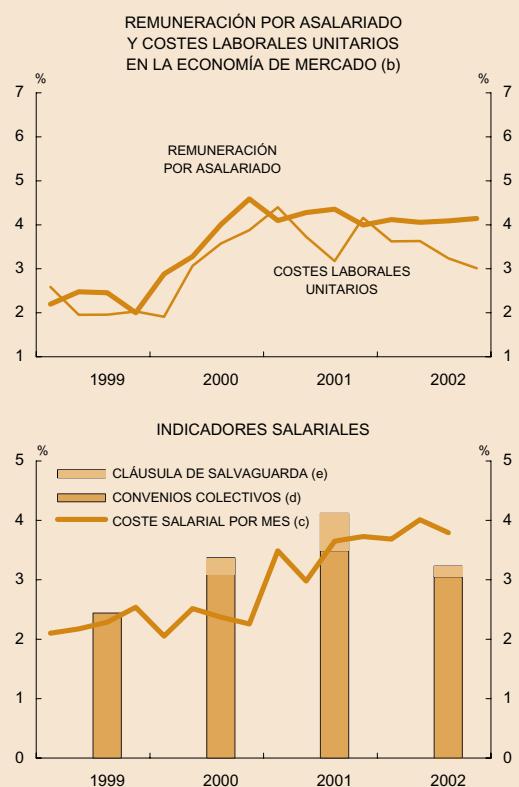
Según la EPA, la tasa de actividad aumentó en el tercer trimestre hasta el 54,3%, 1,2 pp más que en el tercer trimestre de 2001; para el colectivo de edades comprendidas entre los 16 y los 64 años, habitualmente utilizado en las comparaciones internacionales, la tasa de actividad aumentó 1,6 pp, alcanzando un nivel del 67,5%. La fuerte incorporación de población al mercado de trabajo, a pesar de la pérdida de dinamismo en la generación de puestos de trabajo, dio lugar a un avance del nivel de desempleo: la tasa de paro aumentó tres décimas respecto a la primavera, hasta el 11,4%, superando en más de un punto porcentual la tasa del mismo período del año anterior. El aumento del desempleo afectó en mayor medida a los hombres que a las mujeres, pese a lo cual la tasa de paro femenina dobla a la masculina (16,5%, frente a 8,1%). Por último, la incidencia del paro de larga duración prolongó su senda descendente, afectando al 36,6% de los desempleados, aunque, por primera vez en los últimos años, experimentó un ligero aumento entre las mujeres.

4.3. Costes y precios

Los costes laborales unitarios tendieron a desacelerarse en la segunda mitad de 2002, en un contexto de ligero repunte de la productividad aparente del trabajo, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades orientadas al mercado. En concreto, según las estimaciones de la CNTR, el coste laboral unitario se desaceleró en cuatro décimas en el tercer trimestre, en ambos casos, creciendo un 2,9% y un 3,2%, respectivamente. En la economía de mercado, la remuneración por asalariado creció a un ritmo estable del 4,1% durante los tres primeros trimestres, cifra que no incorpora todavía los efectos de la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2002, como consecuencia de la desviación de la inflación

GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)



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

(a) Tasas de variación interanuales.

(b) Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

(c) Pagos totales.

(d) Incremento acumulado.

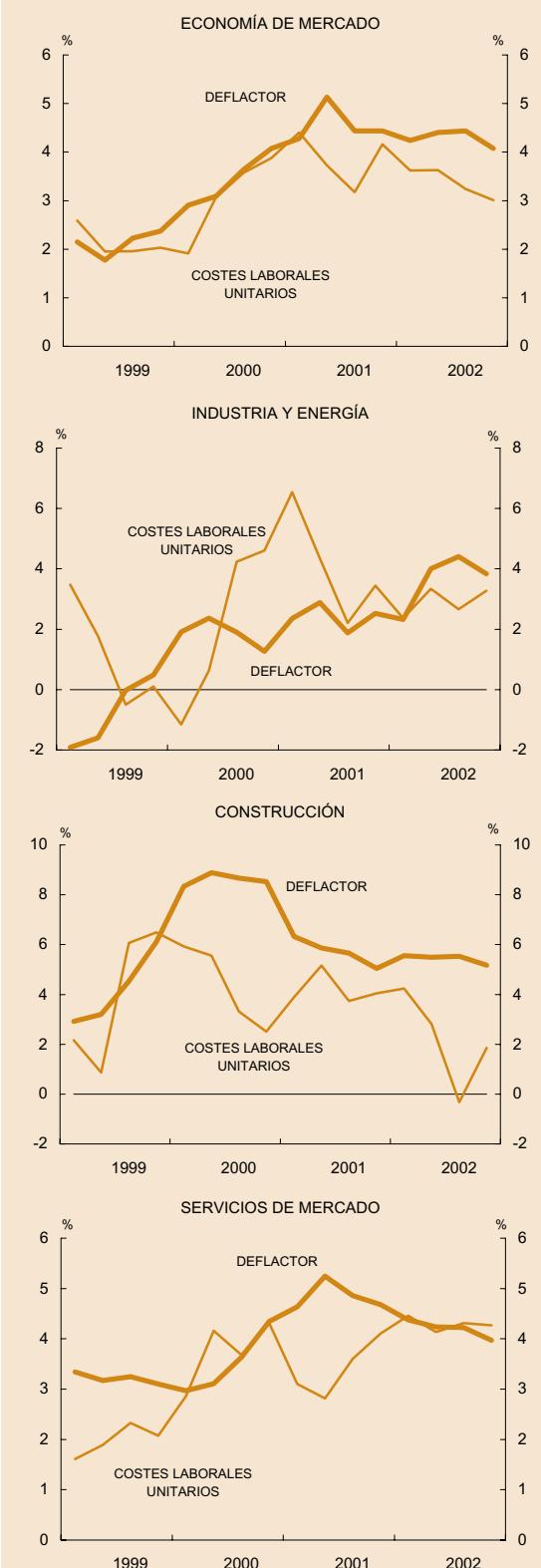
(e) Cláusula de salvaguarda del año anterior.

respecto de la referencia del 2% (véase gráfico 19). La moderación de los salarios en el sector público permitió situar el incremento de la remuneración por asalariado, en el conjunto de la economía, en el 3,7% en el tercer trimestre.

Entre los indicadores coyunturales referidos a la evolución de los salarios, el índice de costes laborales (ICL) ha reflejado un incremento de los costes totales por trabajador y mes del 4,3% en el tercer trimestre, tres décimas menos que en el período anterior, observándose comportamientos diferenciados en las distintas ramas de actividad cubiertas por esta estadística. Así, el ICL aumentó un 5% en la industria, tasa similar a la registrada en el trimestre anterior, consolidando la fuerte aceleración que sufrieron entonces. Por su parte, en los servicios los costes laborales se desaceleraron seis décimas, hasta el 4,1%, mientras que en la construcción experimentaron una significativa aceleración, situándose en el 5,2%. Como es habi-

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

tual, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos muestra una mayor homogeneidad entre ramas; los convenios registrados hasta el 30 de noviembre de 2002 incorporaban un incremento medio de las tarifas del 3%, frente al 3,5% correspondiente a 2001, antes de incorporar las cláusulas de salvaguarda (véase gráfico 19). La generalización de estas cláusulas, que afectan a más de las tres cuartas partes de los trabajadores sometidos a convenio, junto con la significativa desviación de la inflación respecto de la referencia del 2%, permiten adelantar un efecto significativo de las revisiones salariales, que terminará reflejándose en los costes laborales de 2002. El pacto cerrado recientemente entre patronal y sindicatos, que servirá de referencia para la negociación colectiva de 2003, permite proyectar una continuidad en la pautas de determinación salarial a lo largo del presente año, cuyo resultado final dependerá en gran medida del comportamiento de los precios.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 2002, el deflactor del valor añadido bruto de las ramas que constituyen la economía de mercado experimentó un crecimiento del 4,4%, similar al registrado en el trimestre precedente y tres décimas superior al observado para el conjunto de la economía. El mantenimiento de la tasa de avance del deflactor del valor añadido, en el contexto de moderada desaceleración de los costes laborales unitarios que se acaba de describir, dio lugar a una considerable ampliación del excedente unitario, que ha debido de prolongarse en el último trimestre del año (véase gráfico 20). No obstante, el comportamiento de precios y márgenes ha sido desigual entre las distintas ramas de actividad.

Las estimaciones más recientes de la CNTR indican que en las ramas industriales el deflactor del valor añadido habría intensificado su tendencia expansiva en el tercer trimestre, situándose claramente por encima del ritmo de avance de los costes laborales unitarios. Ello habría posibilitado una recuperación del excedente unitario, tras un dilatado período de compresión de márgenes. En la construcción, los costes laborales unitarios experimentaron una notable desaceleración en el tercer trimestre, apoyada en el comportamiento menos expansivo del empleo y la consiguiente recuperación de la productividad, que permitió una nueva y considerable ampliación del margen de explotación. Por último, según estas estimaciones, el deflactor de los servicios de mercado habría estabilizado su ritmo de crecimiento en el año 2002 en tasas muy próximas a las del coste laboral unitario, estabilizando el excedente unitario, aunque es probable que a nivel desagregado se hayan producido compor-

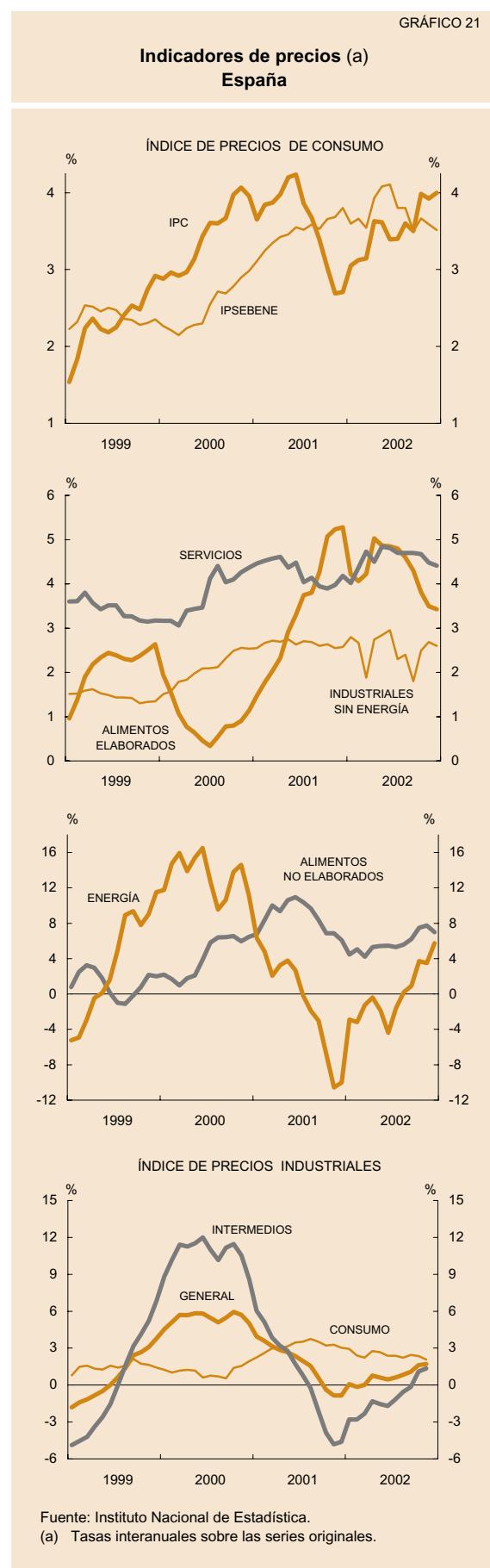
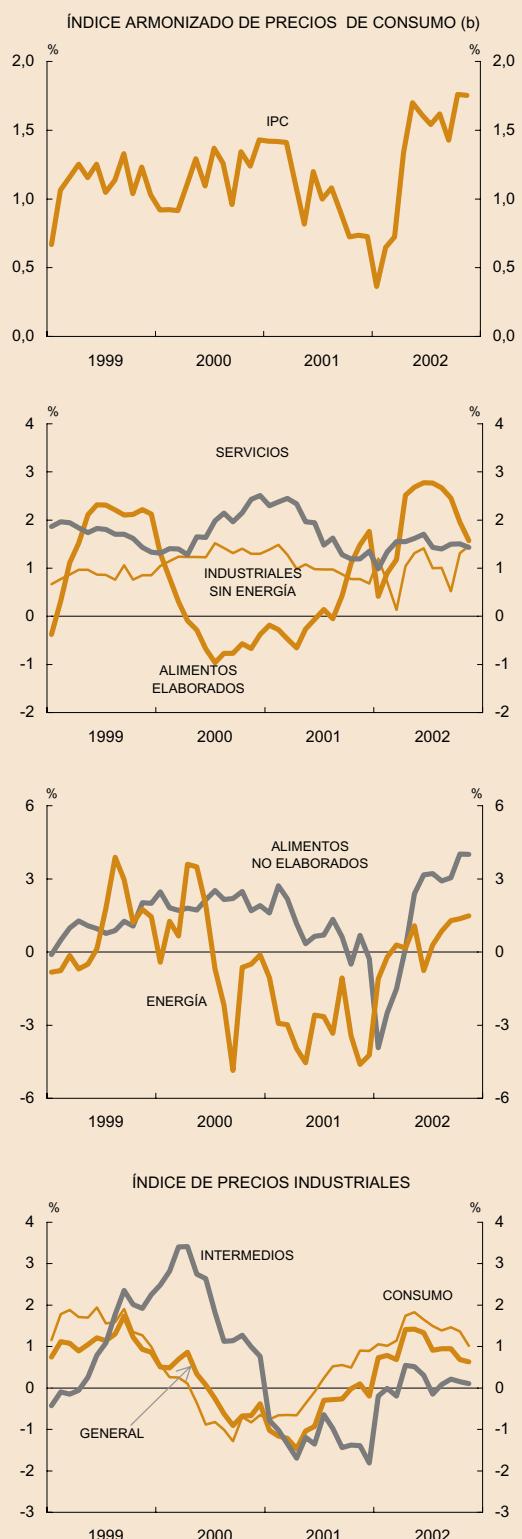


GRÁFICO 22

**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.

tamientos diferentes en las distintas actividades de servicios.

La evolución de los precios finales de la economía en 2002 se vio favorecida por el buen comportamiento de los precios de importación, que moderaron las presiones inflacionistas de origen interno. El deflactor de las importaciones de bienes y servicios experimentó un recorte interanual del 1,6%, en el tercer trimestre, que permitió reducir en cuatro décimas la tasa de crecimiento del deflactor de la demanda final, hasta el 2,7%. No obstante, en el caso de los precios de consumo el efecto moderador de los precios exteriores fue reducido, de forma que tanto el deflactor del consumo privado como el índice de precios de consumo (IPC) mantuvieron su ritmo de avance del 3,5%, en el tercer trimestre, tasa similar a la registrada el trimestre anterior. En los tres meses finales del año, el IPC experimentó una sensible aceleración, creciendo a una tasa media interanual del 4% (véase gráfico 21). Sin embargo, los componentes más estables del IPC, agrupados en el IPSEBENE, registraron un crecimiento interanual del 3,6% en el cuarto trimestre, rebajando en una décima la tasa observada en el trimestre precedente. El peor comportamiento del índice general en ese período respondió, principalmente, al encarecimiento de los precios energéticos y de los alimentos no elaborados, aunque también los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron ligeramente.

El fuerte incremento observado en los precios de la energía, en el cuarto trimestre de 2002, fue consecuencia, por una parte, del efecto base derivado de las fuertes caídas ocurridas en los últimos meses de 2001 y, por otra parte, de la escalada del precio del crudo en los mercados internacionales durante el pasado mes de diciembre, debido a la huelga general de Venezuela y al aumento del riesgo de que se produzca un conflicto bélico en Irak. Todo ello explica la aceleración de más de cuatro puntos porcentuales que ha experimentado el componente energético del IPC en el cuarto trimestre, situando su tasa interanual en el 4,3%. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos registraron un incremento interanual del 2,6% en el último trimestre del pasado año, superando en cuatro décimas el registro del trimestre anterior. Los precios del vestido y del calzado fueron nuevamente los que experimentaron mayores aumentos, al entrar los artículos de la nueva temporada de otoño. Por su parte, los alimentos no elaborados registraron un avance del 7,4% interanual, en el cuarto trimestre del pasado año, frente al 5,7% del tercer trimestre; entre los productos que mostraron un comportamiento más alcista destacan el pescado y la carne de porcino y de ave.

Los precios de los servicios moderaron su ritmo de crecimiento en los dos últimos meses del año, que acabaron con una tasa interanual del 4,5%, dos décimas por debajo de la observada en el tercer trimestre. Se observaron comportamientos diferenciados dentro de los servicios, entre los que destaca la moderada aceleración experimentada por las partidas relacionadas con el turismo y con la enseñanza superior, mientras que los servicios telefónicos y el transporte aéreo recortaron su tasa de variación interanual. Por último, los alimentos elaborados intensificaron su pauta de desaceleración, destacando la moderación de los precios de los aceites y, en menor medida, de la leche y del vino.

La aceleración de los precios de consumo en España, en el cuarto trimestre del pasado año —también cuando se miden por el índice armonizado (IAPC)— fue mayor que en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona aumentó tres décimas, hasta situarse en 1,8 pp, el nivel máximo desde que en 1996 se inició la elaboración de este indicador (véase gráfico 22). Una parte importante del aumento del diferencial proviene de que la incidencia del repunte en el precio del crudo ha sido mayor en España que en la zona euro, aunque también se ha ampliado el diferencial correspondiente al componente de bienes industriales no energéticos. Por lo que se refiere a los servicios, la reducción de la tasa de inflación ha sido de una magnitud similar en España y la UEM, manteniéndose el diferencial en 1,4 pp.

Entre los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) se aceleró en los últimos meses de 2002, alcanzando una tasa interanual del 2 % en diciembre. La aceleración del índice general fue debida, fundamentalmente, al fuerte aumento de los precios de producción de la energía, cuya tasa de variación interanual se situó por encima del 5% en el último mes, frente a las tasas negativas registradas hasta septiembre. También se ha registrado una aceleración, algo más moderada, de los precios de producción de los bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, los bienes de consumo se desaceleraron en noviembre y diciembre, tanto los precios de los productos alimenticios como, en menor medida, los de las restantes manufacturas de consumo, mientras que los precios de los bienes de equipo siguieron manteniendo un ritmo de crecimiento en torno al 1,5%. El aumento en el ritmo de avance en los precios de producción de la zona euro llevó a un estrechamiento de tres décimas en el diferencial entre España y la UEM entre septiembre y noviembre, último dato publicado para la zona. Finalmente, los precios

percibidos por los agricultores mantienen un comportamiento muy moderado, habiendo aumentado un 0,9% entre octubre y el mismo mes del año anterior.

4.4. La actuación del Estado

Durante el mes de diciembre se presentó la Actualización del Programa de Estabilidad de España para el período 2002-2006, que aportó, además de las proyecciones fiscales de medio plazo —manteniendo sin cambios la previsión de equilibrio para el año 2003—, nuevas cifras de cierre de la Cuenta de las AAPP para 2002. Según el citado Programa, el saldo del sector Administraciones Públicas en términos de Contabilidad Nacional en dicho año aumentaría ligeramente hasta el 0,2% del PIB, frente a previsiones anteriores que estimaban un equilibrio presupuestario. Por agentes, el empeoramiento del saldo se debería a la revisión al alza del déficit de las Comunidades Autónomas, que se situaría en el 0,5% del PIB, frente a la previsión de equilibrio anterior. Para las administraciones centrales, por el contrario, el Programa prevé un superávit del 0,2% del PIB [un déficit del 0,6% del PIB para la Administración Central y un excedente del 0,8% del PIB para la Seguridad Social (véase recuadro 3, en el que se comenta la ejecución presupuestaria)]. En diciembre se aprobaron también la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el 2003, la Ley de Acompañamiento (1) correspondiente y la Ley Reguladora de las Haciendas Locales (2) (véase recuadro 4, en el que se presentan las principales medidas de los Presupuestos para el 2003).

A pesar de la previsión citada para la Administración Central, el Estado registró hasta noviembre, últimos datos publicados, un superávit del 1,1% del PIB en el año 2002, frente a un superávit del 0,6% del PIB registrado un año antes, aunque hay que hacer notar que el mes de noviembre es, tradicionalmente, excedentario para el Estado, debido a la estacionalidad de las cifras. En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, el saldo de caja hasta el mes de noviembre se saldó con un ligero déficit de 332 millones de euros, frente al superávit de 392 millones alcanzado en el mismo período de 2001 (véase cuadro 3). La mayor parte de las discrepancias entre ambos saldos se explica por el ajuste de intereses y la variación en derechos y obligaciones pendientes. A conti-

(1) Ley 52/2002, de 30 de diciembre, y Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social.

(2) Ley 51/2002, de 27 de diciembre, de reforma de la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las haciendas locales.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de e y %

	Liquidación 2001	Variación porcentual 2001/2000	Avance liquid. 2002	Variación porcentual 2002/2001	Liquidación ENE-SEP 2002/2001	Liquidación							
						2001	2002	ENE-NOV					
						1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	125,187	5.5	104,953	-16.2	-12.5	115,848	99,585	-14.0					
Impuestos directos	55,697	8.3	53,999	-3.0	-4.6	51,578	50,620	-1.9					
IRPF	36,469	13.4	32,464	-11.0	-13.5	34,063	30,362	-10.9					
Sociedades	17,217	0.1	19,703	14.4	19.0	15,799	18,520	17.2					
Otros (a)	2,012	-3.0	1,832	-9.0	-22.3	1,715	1,737	1.3					
Impuestos indirectos	53,157	3.7	37,276	-29.9	-26.0	50,239	36,429	-27.5					
IVA	34,674	3.8	24,977	-28.0	-22.5	33,287	25,064	-24.7					
Especiales	16,612	3.5	10,333	-37.8	-36.7	15,231	9,569	-37.2					
Otros (b)	1,871	2.5	1,966	5.1	4.7	1,721	1,796	4.3					
Otros ingresos	16,333	2.1	13,678	-16.3	16.4	14,031	12,537	-10.7					
2. Pagos no financieros (c)	128,072	5.7	108,602	-15.2	-14.6	115,455	99,917	-13.5					
Personal	16,827	3.5	17,643	4.8	3.7	14,710	15,328	4.2					
Compras	2,554	7.7	2,680	4.9	3.8	2,216	2,355	6.3					
Intereses	18,264	3.1	19,070	4.4	-3.5	17,696	18,681	5.6					
Transferencias corrientes	77,151	5.9	57,038	-26.1	-24.9	69,924	52,560	-24.8					
Inversiones reales	6,461	7.1	6,263	-3.1	10.7	5,368	5,739	6.9					
Transferencias de capital	6,815	15.2	5,908	-13.3	-4.4	5,541	5,254	-5.2					
3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-2,884	18.7	-3,649	26.5	-33.4	392	-332						
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL :													
Ingresos no financieros	126,611	6.1	107,808	-14.9	-10.6	117,339	102,643	-12.5					
Pagos no financieros	129,945	4.6	111,288	-14.4	-16.1	113,363	95,782	-15.5					
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-3,334	-31.8	-3,480	4.4	—	3,976	6,861	72.6					

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.

nuación se comenta la evolución más reciente de ingresos y gastos del Estado, utilizando la información de caja, debido a que la información publicada contiene datos homogéneos de ingresos para ambos años.

A falta de un mes para cerrar el año, se observa que tanto los ingresos como los gastos cayeron algo menos de lo previsto en el Avance de Liquidación, aunque esta discrepancia es mayor en el caso de los ingresos, por lo que el aumento esperado en el déficit de caja para el conjunto del año (26.5%) podría ser algo menor, debido a la evolución favorable de los

ingresos. El exceso de ingresos provendría tanto del mayor dinamismo de la recaudación impositiva (especialmente, Sociedades e IVA) como de los otros ingresos no tributarios. Por su parte, el exceso de gastos se debería fundamentalmente a las mayores transferencias corrientes y a los mayores gastos de capital (sobre todo, entre estos últimos, las inversiones reales).

En cuanto a la información presupuestaria hasta noviembre, se observa una aceleración en la caída de los ingresos y una moderación en la de los pagos. Para el análisis de la evolución

RECUADRO 3

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 9.526 millones de euros, según los datos de ejecución presupuestaria hasta octubre de 2002, inferior en 559 millones de euros (un 5,5%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Este descenso del superávit hasta octubre continuó siendo muy inferior al previsto en el presupuesto inicial de 2002 en relación con la liquidación de 2001. Como en el caso del Estado, las cifras de ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en el año 2002 se hallan afectadas 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 competencias transferidas de sanidad y servicios sociales). Tanto los ingresos como los pagos no financieros mantuvieron hasta octubre una reducción superior a la prevista en el Presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales elevaron ligeramente su ritmo de crecimiento en los últimos meses y alcanzaron un 6,1% hasta octubre, lo que supone, no obstante, una apreciable desaceleración respecto a la evolución seguida en el 2001, que se explica en parte por un menor incremento del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3% en el conjunto del año 2002, frente al 3,9% en 2001. Este ritmo de crecimiento de las cotizaciones hasta octubre 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 76,5% hasta octubre (más intensa que la presupuestada), como consecuencia del nuevo sistema de financiación de las CCAA.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas retornó a un ritmo de crecimiento del 5,3%, en línea con lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 0,9% para el conjunto de 2002, en línea con lo previsto y ligeramente por debajo del crecimiento registrado en 2001. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal mantuvo un elevado ritmo de crecimiento, del 13,8%, en contraste con la caída prevista presupuestariamente.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo presentó datos anormalmente bajos en octubre y noviembre, si se tiene en cuenta que el paro registrado aumentó un 7,4% en el conjunto de 2002, frente al 0,1% de 2001, y que la tasa de cobertura se situó en el 71,7% hasta noviembre, frente al 68,5% con que terminó el año 2001. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 12,6% hasta noviembre, frente al 5,9% de crecimiento medio en 2001.

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 6,3% hasta julio, frente al 9,4% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 7,1% hasta agosto, algo por encima de 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)

Millones de euros y %

	Liquidación			Presupuesto			Liquidación ENE-JUL			Liquidación ENE-OCT			
	2001	2002	% variación	4	5	6	7=6/5	2001	2002	% variación	2001	2002	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5						
Ingresos no financieros	100.265	83.282	-16,9	-21,9	84.772	66.160	-22,0						
Cotizaciones sociales (c)	67.350	67.852	0,7	5,6	55.689	59.090	6,1						
Transferencias corrientes	31.383	14.389	-54,2	-72,7	27.880	6.542	-76,5						
Otros (d)	1.533	1.042	-32,0	-60,1	1.203	529	-56,1						
Pagos no financieros	93.941	79.411	-15,5	-23,1	74.687	56.634	-24,2						
Personal	14.545	6.683	-54,1	-72,4	12.328	2.825	-77,1						
Gastos en bienes y servicios	9.188	4.214	-54,1	-74,6	7.534	1.713	-77,3						
Transferencias corrientes	68.784	67.615	-1,7	-4,4	53.948	51.879	-3,8						
Prestaciones	68.326	67.615	-1,0	-4,3	53.882	51.878	-3,7						
Pensiones contributivas	53.375	56.231	5,4	3,6	41.628	43.841	5,3						
Incapacidad temporal	4.278	4.027	-5,9	12,3	3.206	3.648	13,8						
Resto	10.673	7.358	-31,1	-47,0	9.049	4.389	-51,5						
Resto transferencias corrientes	457	0	-100,0	-98,4	66	1	-98,5						
Otros (e)	1.424	899	-36,9	-72,5	876	217	-75,3						
Saldo no financiero	6.324	3.871	-38,8	-10,4	10.085	9.526	-5,5						

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 los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social solo se hallan disponibles hasta julio de 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 euros		
ENERO-OCTUBRE		
2001 2002		
INGRESOS		
Cuenta corriente	194.977	194.979
Mercancías	109.862	109.753
Servicios	54.799	55.485
Turismo	31.649	30.540
Otros servicios	23.150	24.945
Rentas	18.234	16.607
Transferencias corrientes	12.083	13.135
Cuenta de capital	5.408	7.930
<hr/>		
PAGOS		
Cuenta corriente	207.768	206.404
Mercancías	138.588	136.881
Servicios	31.392	32.750
Turismo	5.628	5.954
Otros servicios	25.763	26.796
Rentas	27.781	26.491
Transferencias corrientes	10.008	10.282
Cuenta de capital	859	811
<hr/>		
SALDOS		
Cuenta corriente	-12.791	-11.425
Mercancías	-28.726	-27.128
Servicios	23.407	22.734
Turismo	26.021	24.586
Otros servicios	-2.613	-1.852
Rentas	-9.547	-9.884
Transferencias corrientes	2.075	2.853
Cuenta de capital	4.549	7.119

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

de los ingresos se cuenta con información homogénea, tanto de la parte que continúa asignándose al Estado como de la correspondiente a las Comunidades Autónomas, aunque esta información no se recoge en el cuadro 3. Estas cifras indican que, al igual que en el tercer trimestre, los impuestos directos aceleraron su recaudación en estos últimos meses, al contrario de lo observado en los impuestos indirectos. El IRPF aceleró ligeramente su tasa de variación, siendo destacable el incremento en un 8,6% hasta noviembre de los ingresos por retenciones sobre el trabajo y actividades profesionales. El Impuesto sobre Sociedades, por el contrario, se desaceleró, aunque su crecimiento siguió siendo muy elevado (un 17,2% hasta noviembre). Hay que hacer notar, no obstante, que el fuerte incremento registrado se debió,

sobre todo, a los ingresos excepcionales ligados a la utilización por parte de las empresas de la Disposición Transitoria 3^a de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos para el 2002, que incentivaba la integración en la base imponible del año 2002 de los beneficios extraordinarios pendientes de dicha integración. En cuanto al IVA, en términos homogéneos, siguió desacelerándose durante los dos últimos meses, registrando un crecimiento del 6,4%, frente al 7,4% de septiembre. Los impuestos especiales, por su parte, se aceleraron ligeramente en este período, aunque con crecimientos moderados. Por último, los otros ingresos registraron una caída del 10,7%, frente al crecimiento del 16,4% del trimestre anterior. Este cambio fue debido, principalmente, a la eliminación de la transferencia corriente de la Seguridad Social al Estado por la sanidad transferida al País Vasco y Navarra.

Por el lado del gasto, se registró una aceleración generalizada en todos los capítulos de pagos corrientes, al contrario de lo ocurrido con los pagos de capital, aunque los cambios no fueron especialmente significativos, con la excepción de la fuerte aceleración registrada en el capítulo de los pagos por intereses (que vienen determinados por el calendario de vencimientos de la deuda pública) y, en menor medida, de las compras.

4.5. La balanza de pagos

En el período comprendido entre enero y octubre de 2002, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 4.306 millones de euros, frente al saldo negativo de 8.242 millones de euros observado en el mismo período del año anterior. Esta notable mejora refleja, principalmente, el aumento del superávit de capital, que fue 2.570 millones de euros más elevado que el alcanzado en los diez primeros meses de 2001, y, en menor medida, un saldo menos negativo de la cuenta corriente, que redujo su déficit en 1.366 millones de euros, debido a la notable corrección del déficit comercial y a la ampliación del superávit por transferencias corrientes, que compensó el deterioro sufrido por los saldos de turismo y de rentas.

En los diez primeros meses de 2002 el déficit acumulado por la balanza comercial se redujo en 1.598 millones de euros sobre el nivel alcanzado en el mismo período del ejercicio anterior. La importante mejora que experimentó la relación real de intercambio, en un contexto de fuerte apreciación del euro, unida a la ralentización de los flujos reales de importaciones en el conjunto del período —a pesar de su repunte desde el tercer

RECUADRO 4

Principales medidas de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2003

Los Presupuestos Generales del Estado para el 2003 son los primeros elaborados siguiendo las directrices establecidas en las leyes de estabilidad presupuestaria. Esto implica, entre otras novedades, la fijación por el Pleno del Congreso, con anterioridad a la elaboración de los Presupuestos, de un límite máximo de gasto no financiero del Estado, y la inclusión entre dichos gastos de un Fondo de Contingencia (establecido en el 2% del total de gastos no financieros del Estado), con el que podrán atenderse necesidades de gasto no financiero de carácter no discrecional y no previstas en el presupuesto inicial que surjan de su ejecución. La cuantía establecida para el Fondo de Contingencia para el 2003 tiene un carácter marcadamente restrictivo, ya que supone aproximadamente la mitad del valor medio de las modificaciones de crédito aplicadas al gasto no financiero del Estado en los últimos años. Hay que señalar, no obstante, que las prestaciones sociales de la Seguridad Social no están sujetas a esta restricción, aplicable estrictamente al Presupuesto del agente Estado.

En este contexto de restricción general del gasto, los Presupuestos Generales del Estado para el 2003 y la Ley de Acompañamiento incorporan, sin embargo, una serie de medidas, que se describen a continuación, cuyo carácter es, en general, de tipo expansivo, sobre todo por el lado de los ingresos, es decir, que suponen una menor recaudación. Entre ellas, destaca la reforma del IRPF, que supondrá una reducción de un 11% en la carga media del impuesto y un incremento de la renta disponible de las familias de aproximadamente cinco décimas del PIB. A esta reforma del IRPF hay que añadir la reforma de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales (tramitada en el Parlamento de forma paralela a los Presupuestos Generales del Estado), que ha supuesto, entre otras modificaciones de los tributos locales, la exención del Impuesto de Actividades Económicas (IAE) para un amplio número de contribuyentes. La propia Ley de reforma de las Haciendas Locales establece que el Estado compensará a las entidades locales por la pérdida de recaudación en el IAE, lo que incidirá en los gastos no financieros del Estado en una cantidad que se estima en torno a una décima del PIB. También hay que destacar la congelación de los impuestos especiales, la reducción, en el Impuesto de Hidrocarburos, de los tipos aplicables al gas licuado del petróleo utilizado como carburante de uso general para vehículos y al queroseno utilizado como combustible de calefacción, así como el establecimiento de un tipo cero para los biocarburantes, y la reducción (del 16% al 7%) del tipo del IVA sobre determinados productos de higiene femenina. En el Impuesto de Sociedades se eleva a un 20% (frente al 17% anterior) la deducción de la cuota del impuesto de las plusvalías obtenidas que sean reinvertidas. Se establece en un 60% la reducción en la aportación empresarial en las cotizaciones a la Seguridad Social por contingencias comunes en el caso de los trabajadores mayores de 60 años, así como la exoneración de las cuotas de empresarios y trabajadores respecto a los mayores de 65 años, que acrediten 35 o más años de cotización efectiva a la Seguridad Social y que permanezcan en el puesto de trabajo. En sentido contrario, es decir, en el de aumentar los ingresos, se vuelve a actualizar la base máxima de cotización a la Seguridad Social un punto por encima de la variación prevista en el IPC.

En cuanto a las tasas, estas se elevan, en general, de acuerdo con la evolución prevista para el IPC (el 2%). Se establecen nuevas tasas judiciales, y se establecen y regulan los nuevos cánones por la utilización de las infraestructuras ferroviarias que deberán pagar las empresas operadoras de transporte al ente Gestor de Infraestructuras Ferroviarias (GIF).

Por el lado del gasto, hay que destacar en primer lugar que se recoge el resultado del Acuerdo Administración-Sindicatos aprobado por el Consejo de Ministros de 15 de noviembre del 2002. Como consecuencia de dicho Acuerdo, se eleva la tasa de reposición del personal al servicio de las Administraciones Públicas hasta el 100%, frente al 25% vigente en años anteriores, manteniendo determinadas excepciones en la administración de Justicia, Fuerzas y Cuerpos de Seguridad y Fuerzas Armadas. Por otra parte, se incluirán en la oferta de empleo público todos los puestos temporales creados durante los dos ejercicios anteriores. También, como resultado del Acuerdo citado, aumenta en un 2%, con carácter general, el conjunto de conceptos retributivos del personal al servicio de las AAPP, añadiendo una mejora en las pagas extraordinarias.

Entre las políticas de gasto señaladas como prioritarias en los Presupuestos del 2003, figuran la seguridad ciudadana y la Justicia, destacando el Plan de Lucha contra la Delincuencia y la aplicación del Pacto de Estado para la reforma de la Justicia, que supondrán un coste de 136 y 150 millones de euros, respectivamente.

Las pensiones se actualizan, con carácter general, de acuerdo con la evolución prevista para el IPC en el 2003. Por otra parte, se producen mejoras en las pensiones de viudedad, que aumentan del 46% al 48% de la base reguladora, y en las pensiones mínimas. Además, se mantienen las bonificaciones a las cuotas empresariales a la Seguridad Social para el fomento del empleo estable, así como la renta de inserción a desempleados con especiales necesidades y dificultades para encontrar empleo.

Por último, cabe destacar algunas medidas que no tendrán una influencia en el déficit de las Administraciones Públicas, bien por desaparecer en la consolidación de los diversos agentes (transferencia del Estado a la Seguridad Social por el complemento de pensiones mínimas, que aumenta en 300 millones de euros respecto al año anterior), bien por tener la consideración de operaciones financieras. Entre estas últimas cabe citar la dotación de 1.202 millones de euros al fondo de reserva de pensiones y la aportación patrimonial al GIF por 1.268 millones de euros.

trimestre— propiciaron esta corrección del desequilibrio nominal del comercio de bienes.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en el período enero-octubre se situó en 22.734 millones de euros, frente a los 23.407 millones contabilizados en igual período de 2001, lo que supone una reducción del 2,9%, explicada en su totalidad por el descenso del superávit de turismo y viajes (–5,5%), mientras que el déficit del resto de servicios disminuyó un 29%. Los flujos turísticos experimentaron una importante desaceleración en el conjunto de los diez primeros meses del año, especialmente los ingresos, que disminuyeron un 3,5%, en línea con la moderación de los turistas entrados por fronteras y la reducción de su gasto medio, como refleja la notable caída de sus pernoctaciones en establecimientos hoteleños. Por su parte, los pagos por turismo también se ralentizaron en el conjunto del período, hasta el 5,8%, en sintonía con el debilitamiento de la confianza de los consumidores y por la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad mundial.

En el período enero-octubre la balanza de rentas acentuó su deterioro, situando su déficit en 9.884 millones de euros, 337 millones por encima del registrado en el mismo período del ejercicio anterior. Los ingresos descendieron un 8,9%, afectados por el recorte de las inversiones en el exterior que viene observándose desde el ejercicio anterior, en un contexto de debilidad de la actividad mundial y de aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, derivado, en parte, de las crisis sociales y políticas que atraviesan algunos países latinoameri-

canos. Los pagos también descendieron en el conjunto de los diez primeros meses de 2002, un 4,6%, influidos por el debilitamiento acusado por la inversión extranjera en España en 2001. En 2002 continuó apreciándose un descenso de los flujos de inversión directa, aunque tanto los flujos de inversión de cartera como las colocaciones de depósitos a corto plazo experimentaron un avance.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 2.853 millones de euros, en el período enero-octubre, lo que supone un incremento de 778 millones de euros en relación con el nivel observado en igual período del ejercicio anterior. Los ingresos aumentaron un 8,7%, fruto del notable impulso que experimentaron los flujos procedentes de la UE, en concepto de Fondo Social Europeo, mientras que los destinados a FEOGA-Garantía descendieron ligeramente. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo moderado, el 2,7%, destacando el importante incremento que acumulan los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 7.119 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2002, lo que supone un incremento de 2.570 millones de euros en relación con idéntico período de 2001. Esta importante mejora, que en tasas interanuales se cifró en el 56,5%, se explica por el notable aumento que experimentaron la mayoría de los fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al Fondo de Cohesión y FEOGA-Orientación, y, en menor medida, de los procedentes del FEDER.

5. Evolución financiera

5.1. Rasgos más destacados

La evolución de los mercados financieros españoles en la segunda mitad de 2002 estuvo condicionada por el clima internacional de incertidumbre relacionado, principalmente, con los efectos de un posible conflicto bélico en Irak, las dudas sobre la recuperación económica en algunos países y el proceso electoral en Brasil. En el tercer trimestre, el Índice General de la Bolsa de Madrid cayó un 20,3%, lo que situó las pérdidas acumuladas desde principio de año en el 30%, y la volatilidad implícita del IBEX 35 alcanzó unos valores históricamente muy elevados, por encima, incluso, de los niveles observados tras los atentados del 11 de septiembre de 2001 (véase gráfico 23). Este clima de marcada incertidumbre también tuvo su reflejo en las primas de riesgo corporativo, medidas a partir de los precios de los derivados de crédito, de las principales empresas españolas que alcanzaron en el tercer trimestre los niveles máximos de los últimos tres años (3). Durante el cuarto trimestre, sin embargo, se apreció una cierta mejora, de forma que el Índice General de la Bolsa de Madrid redujo las pérdidas acumuladas desde el principio del año al 23,1%, disminuyó la volatilidad implícita de las cotizaciones y descendieron las primas de los derivados de crédito.

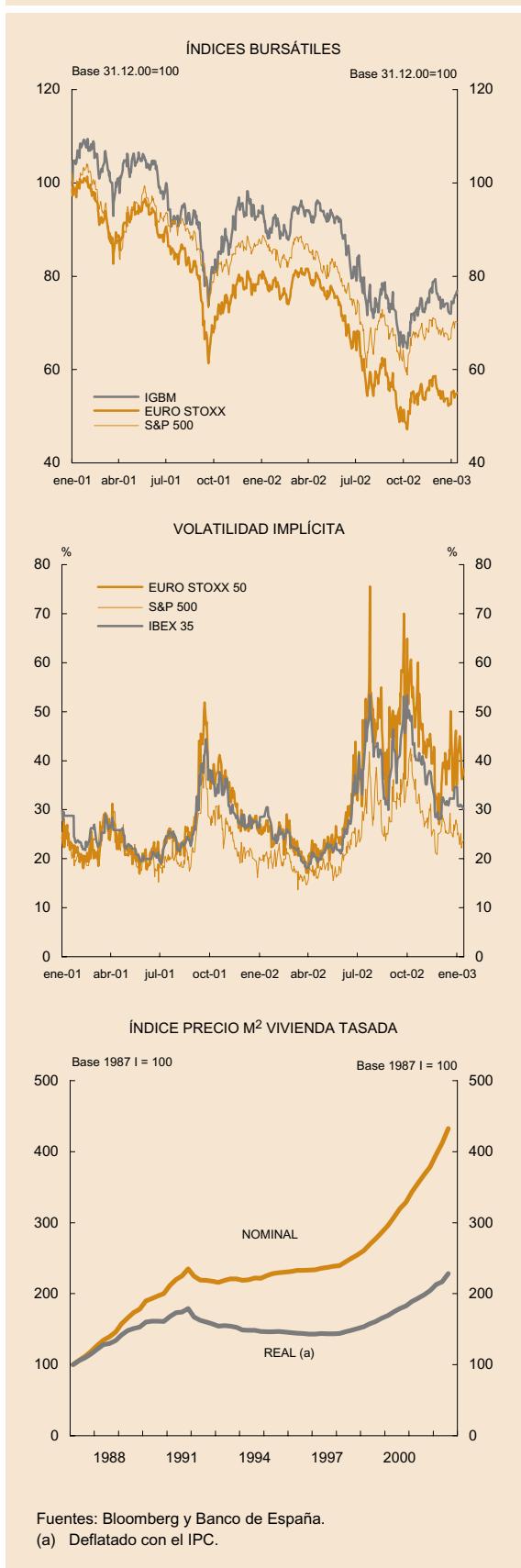
En los mercados de deuda pública, tanto durante el tercer trimestre como durante el cuarto se observó una reducción de las rentabilidades en todos los plazos y, en especial, en aquellos inferiores a un año. Esta tendencia no tuvo la misma intensidad en todos los países de la zona euro, de forma que el diferencial entre los rendimientos a largo plazo de la deuda pública española y la alemana se estrechó significativamente (véase recuadro 5). Finalmente, en el mercado de la vivienda continuó, durante el tercer trimestre, la fase de crecimiento de los precios iniciada en 1997, sin que se apreciaran síntomas de agotamiento. De este modo, el precio por metro cuadrado de las viviendas tasadas creció en el trimestre a una tasa interanual del 17,7%, lo que situó su variación acumulada desde 1997 en el 59% en términos reales.

A pesar del contexto de mayor incertidumbre, la financiación concedida al sector privado no financiero ha seguido aumentando a tasas elevadas durante el tercer trimestre de 2002. En el caso de los hogares, el crecimiento del crédito continuó sin mostrar signos de desace-

(3) Para un análisis más detallado de la información extraída de los derivados de crédito, véase el artículo de Roberto Blanco, titulado «El contenido informativo de los derivados crediticios», publicado en este Boletín.

GRÁFICO 23

Indicadores de precios de distintos activos



leración y, en particular, el destinado a la adquisición de vivienda siguió expandiéndose a tasas en el entorno del 18%. Por su parte, la financiación ajena recibida por las sociedades no financieras mantuvo la senda de moderada desaceleración, pero su ritmo de expansión es todavía elevado dada la situación cíclica de la economía española. Al igual que sucede con los hogares, el comportamiento del crédito vinculado al sector inmobiliario explica en buena medida este elevado ritmo de avance. Adicionalmente, la información provisional correspondiente al cuarto trimestre no parece reflejar un cambio significativo en el crecimiento de la financiación a empresas y familias y, en concreto, la concedida por las entidades residentes aumentó en diciembre a una tasa interanual similar a la observada en septiembre.

En paralelo con esta evolución de la financiación, el ahorro financiero del sector privado no financiero se deterioró en el tercer trimestre (véase cuadro 5), situándose todavía en niveles positivos, pero muy reducidos, en el caso de los hogares, y significativamente negativos en el caso de las sociedades no financieras. El nivel de endeudamiento relativo de empresas y familias ha seguido aumentando, aunque con menor intensidad que en trimestres anteriores, por lo que no se ha reducido su grado de exposición ante posibles perturbaciones adversas en los costes de financiación, en su riqueza o en sus rentas presentes o futuras.

A pesar del deterioro del ahorro financiero neto de empresas y familias, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación se redujo ligeramente, situándose en el 1,6% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (4) (véase cuadro 5). El signo de esta evolución se explica por el comportamiento de las AAPP, que presentaron un ahorro positivo del 0,5%, que compensó la mayor apelación a los recursos externos por parte del sector privado.

5.2. El sector de hogares

A lo largo del tercer trimestre los hogares presentaron un ahorro financiero neto positivo del 0,1% del PIB, de modo que en términos acumulados de cuatro trimestres se situó en el 0,5% del PIB, frente al 0,8% del trimestre anterior (véase cuadro 5). En términos de su RBD, el ahorro no destinado al servicio de la deuda se redujo también hasta el 1,5% (véase gráfi-

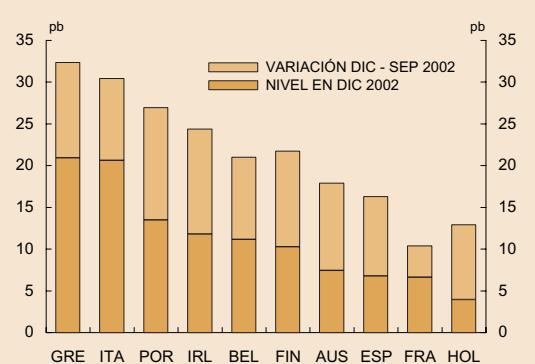
(4) A lo largo de esta sección, en consonancia con la información de cuadros y gráficos, las cifras sobre flujos financieros harán referencia a datos acumulados de cuatro trimestres, salvo que se indique lo contrario.

RECUADRO 5

Evolución reciente de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública en la UEM

La desaparición del riesgo cambiario dentro de la UEM, tras la introducción del euro en 1999, implica que los únicos elementos que actualmente afectan a los diferenciales de rentabilidad entre la deuda emitida por los tesoros de los países del área son la distinta calidad crediticia de los emisores y factores de carácter microestructural, como el grado de liquidez relativa. Desde entonces, dichos diferenciales han evolucionado de manera muy estable y la deuda alemana ha sido la que ha mostrado una rentabilidad más baja (especialmente en los plazos largos), lo que está relacionado con la elevada calidad crediticia del tesoro alemán y con el mayor grado de liquidez de los activos emitidos por este.

Diferenciales de rentabilidad de la deuda pública a 10 años frente a la alemana



Fuente: Banco de España.

En este contexto, durante el último trimestre de 2002 se ha observado una reducción significativa de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de los países de la UEM frente a los bonos alemanes, como se aprecia en el gráfico adjunto. Con la excepción de la deuda francesa, cuyo diferencial solamente se ha estrechado unos 4 puntos básicos (pb), el descenso relativo del resto de las emisiones ha sido muy similar (entre 9 y 13 pb). Tras estos movimientos, dichos diferenciales se sitúan, en todos los casos, en sus niveles más reducidos desde la introducción del euro y, en la mayoría de los países, en mínimos históricos. En relación con los tipos *swap*, sin embargo, las rentabilidades de los bonos alemanes y franceses han aumentado en 9 y 5 pb, respectivamente, mientras que las del resto de emisores del área del euro se han mantenido relativamente estables. Esto sugiere que los cambios en la valoración relativa de los bonos públicos en el área del euro podrían obedecer a factores idiosincrásicos de las economías alemana y francesa.

Estos movimientos han coincidido con una revisión a la baja tanto de los saldos presupuestarios como del crecimiento económico estimado para 2002 y 2003 en la mayoría de los países del área y, particularmente, en Francia y Alemania. El deterioro de la situación presupuestaria en estos dos países ha desembocado, a finales de 2002, en el inicio, por parte de la Comisión Europea, de procedimientos de Déficit Excesivo para Alemania y de Alerta Temprana para Francia. De acuerdo con las previsiones de otoño de la Comisión Europea, el saldo de deuda en relación con el PIB habría crecido en 2002 en 1,4 puntos porcentuales (pp) en Alemania y en 1,3 pp en Francia, y para 2003 aumentaría adicionalmente en 0,9 y 0,7 pp, respectivamente. De este modo, es plausible pensar que la revisión en la valoración de los bonos alemanes y franceses durante el cuarto trimestre de 2002 haya podido estar relacionada con la percepción por parte de los mercados de un deterioro de la calidad crediticia de sus emisores. No obstante, debe advertirse que una parte del aumento de la *ratio* deuda-PIB en estos dos países ya se había anticipado durante la primavera y que, en algunos países, como Italia y Grecia, la revisión al alza de dicha *ratio* ha sido incluso superior y, en cambio, la valoración relativa de su deuda en relación con los tipos *swap* no se ha visto modificada. Por ello, no puede descartarse que otros factores de carácter más microestructural hayan podido también contribuir a los cambios en el precio relativo de las emisiones de los tesoros alemán y francés. En este sentido, es posible que el aumento significativo previsto para los próximos meses en la oferta de bonos del tesoro en estos países haya podido presionar adicionalmente al alza sobre la rentabilidad de estos valores.

CUADRO 5

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

% PIB

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS

	1997	1998	1999	2000	2001		2002		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Economía nacional	1,6	0,5	-1,1	-2,5	-1,9	-2,0	-1,9	-1,8	-1,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	4,0	2,2	-0,4	-2,6	-2,1	-3,1	-3,7	-3,1	-3,5
Sociedades no financieras	-0,5	-1,1	-2,4	-3,5	-4,3	-4,1	-4,6	-4,0	-4,1
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	0,9	2,2	1,0	0,9	0,8	0,5
Instituciones financieras	0,7	1,0	0,5	0,7	0,8	1,2	1,4	1,3	1,4
Administraciones Públicas	-3,2	-2,7	-1,1	-0,6	-0,5	-0,1	0,5	0,0	0,5

FLUJOS INTERSECTORIALES (a)

Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	0,9	2,2	1,0	0,9	0,8	0,5
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-6,7	-4,4	0,2	-0,2	-0,5	-1,5	-2,3	-2,9	-3,4
Inversores institucionales (c)	10,8	7,5	0,8	0,5	3,1	3,6	3,4	3,4	3,2
Sociedades no financieras									
Frente a:	-0,5	-1,1	-2,4	-3,5	-4,3	-4,1	-4,6	-4,0	-4,1
Instituciones de crédito (b)	-3,1	-4,3	-3,8	-6,7	-4,3	-3,8	-4,0	-4,1	-3,6
Resto del mundo	1,7	0,9	-0,8	1,8	-0,1	-1,8	-2,0	-1,2	-1,2
Administraciones Públicas									
Frente a:	-3,2	-2,7	-1,1	-0,6	-0,5	-0,1	0,5	0,0	0,5
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	1,4	2,2	-0,7	-2,4	-0,3	-0,4	0,7
Inversores institucionales (c)	-3,9	-2,6	1,7	3,9	3,0	2,9	1,6	1,3	0,6
Resto del mundo	-2,0	-1,1	-4,4	-6,0	-3,1	-1,7	-1,8	-1,6	-1,6
Resto del mundo									
Frente a:	-1,6	-0,5	1,1	2,5	1,9	2,0	1,9	1,8	1,6
Instituciones de crédito (b)	2,8	7,1	2,0	5,2	4,5	3,8	2,7	3,9	3,3
Inversores institucionales (c)	-2,5	-6,3	-3,6	-5,6	-4,9	-4,7	-3,6	-3,7	-3,3
Sociedades no financieras	-1,7	-0,9	0,8	-1,8	0,1	1,8	2,0	1,2	1,2
Administraciones Públicas	2,0	1,1	4,4	6,0	3,1	1,7	1,8	1,6	1,6

Fuente: Banco de España.

(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.

(b) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

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

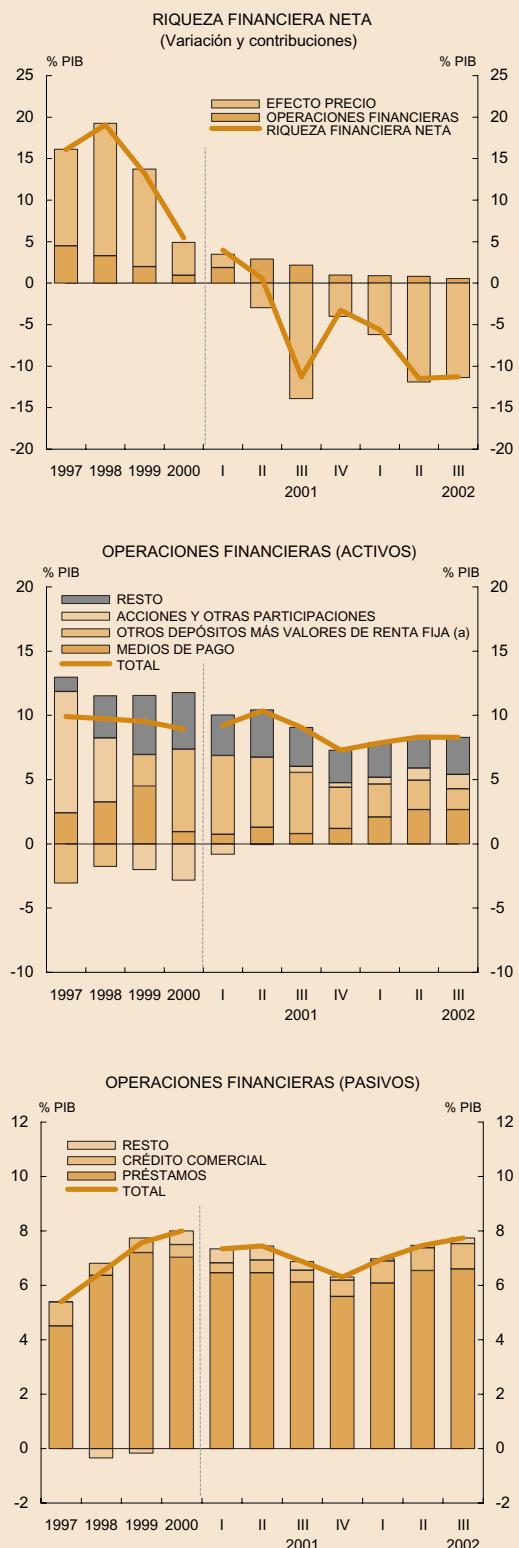
co 25). Este bajo nivel de ahorro, en un contexto de elevada incertidumbre y moderación del gasto, parece estar relacionado, como se ha comentado en los últimos informes trimestrales, con el nivel del coste de la financiación y la continuada expansión en el precio de la vivienda. Por otro lado, la evolución negativa de los mercados financieros nacionales e internacionales generó, por segundo trimestre consecutivo, un deterioro de la riqueza financiera de los hogares superior, en términos acumulados de cuatro trimestres, al 10% del PIB (véase gráfico 24). Asimismo, su nivel de endeudamiento en relación tanto con su riqueza financiera como

con su renta bruta disponible continuó aumentando aunque, lógicamente, el incremento fue menor en términos de esta última. Sin embargo, dada la evolución favorable de los tipos de interés, este aumento del endeudamiento no se tradujo en un incremento significativo en la carga financiera (véase gráfico 25).

Finalmente, en relación con sus decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el 8,3% del PIB, cifra idéntica a la del segundo trimestre (véase cuadro 6). La composición por instru-

GRÁFICO 24

Hogares e ISFLSH
(Datos acumulados de cuatro trimestres)

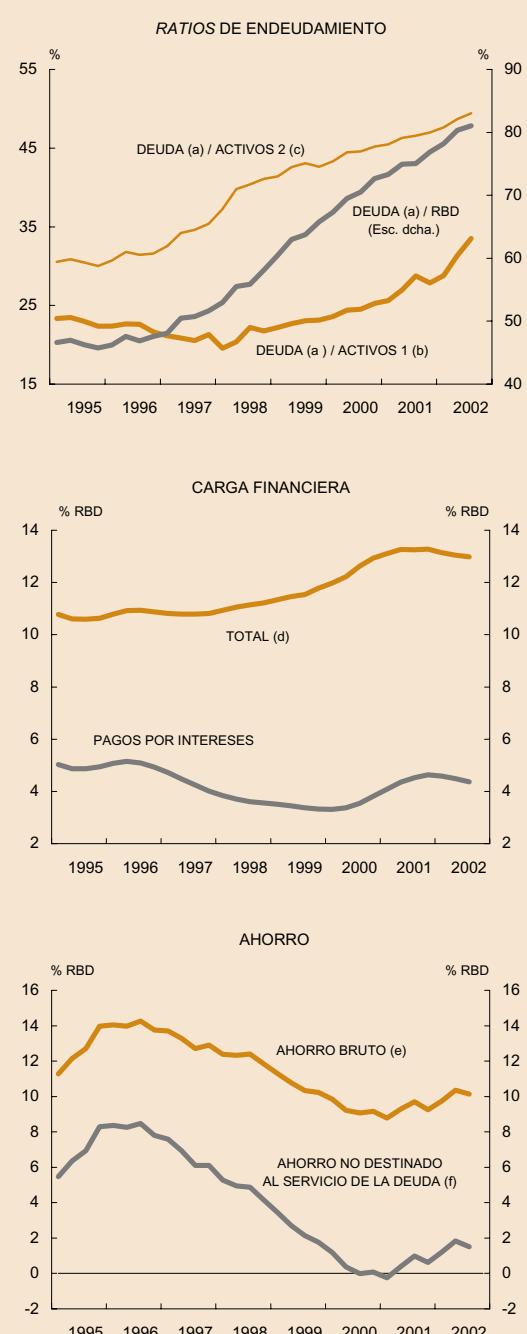


Fuente: Banco de España.

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

GRÁFICO 25

Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

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

(b) Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica de «Otros».

(c) Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.

(d) Calculado sobre el crédito bancario concedido por las entidades de crédito residentes.

(e) Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible de los hogares. Incluye los pagos por intereses.

(f) Ahorro bruto menos los pagos por amortización de la deuda estimados.

CUADRO 6

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

% PIB

	1999	2000	2001	2002		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,5	8,9	7,3	7,9	8,3	8,3
Medios de pago	4,5	0,9	1,2	2,1	2,7	2,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,5	6,4	3,2	2,6	2,3	1,6
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	0,5	-0,4	-0,1	0,1	0,4
Fondos de inversión	-2,2	-3,4	0,8	0,6	0,8	0,7
FIAMM	-1,4	-1,4	1,3	1,4	1,2	1,0
FIM	-0,8	-2,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,4
Reservas técnicas de seguros	3,3	3,5	2,2	2,2	2,0	2,0
De las cuales:						
Seguros de vida	2,0	1,9	1,5	1,5	1,3	1,4
Fondos de pensiones	1,0	1,4	0,5	0,5	0,5	0,4
Resto	1,3	1,0	0,3	0,5	0,4	0,9
Operaciones financieras (pasivos)	7,6	8,0	6,3	7,0	7,5	7,7
Créditos de entidades de crédito residentes	6,5	6,8	5,1	5,7	6,1	6,3
Fondos de titulización	0,6	0,1	0,3	0,2	0,3	0,1
Resto	0,5	1,0	0,9	1,0	1,1	1,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	17,8	27,2	17,6	17,6	14,3	13,9
Medios de pago	0,7	0,9	1,7	1,9	1,6	1,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	0,9	0,3	0,5	0,5
Acciones y otras participaciones	8,2	14,1	4,2	4,6	3,7	3,2
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	6,5	10,9	3,7	3,5	2,6	2,3
Resto	9,1	10,9	10,8	10,7	8,5	8,7
Operaciones financieras (pasivos)	20,2	30,7	21,6	22,2	18,2	18,0
Créditos de entidades de crédito residentes	4,8	6,7	6,0	6,5	5,4	5,5
Fondos de titulización	0,4	0,9	0,8	1,0	1,3	1,1
Préstamos exteriores	3,0	3,5	3,6	3,6	2,9	2,7
Valores de renta fija (a)	0,5	-0,7	0,2	0,1	0,0	0,0
Acciones y otras participaciones	5,0	12,1	3,8	3,4	2,9	2,7
Resto	6,4	8,1	7,3	7,6	5,7	6,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (c)	19,5	18,8	15,1	16,1	14,4	14,1
Hogares e ISFLSH	19,6	17,3	12,4	13,4	14,0	14,1
Sociedades no financieras	19,4	19,9	17,2	18,1	14,6	14,0

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.

mentos de este flujo muestra algunas diferencias en relación con el trimestre precedente. Así, el proceso de recomposición de la cartera de los hogares hacia activos más líquidos parece haberse moderado, de modo que se apreció una mayor adquisición de acciones y otras participaciones, que supuso el 0,4% del PIB, frente al 0,1% registrado tres meses antes (véase gráfico 24). Por otro lado, las suscripciones netas de

fondos de inversión continuaron siendo positivas debido a que el incremento de las correspondientes a los fondos de inversión en activos del mercado monetario compensó la disminución de las registradas en el resto de los fondos.

Por el lado del pasivo, la financiación total alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 14,1%, frente al 14% del trimestre anterior. En

términos de PIB, el flujo de financiación recibido de otros sectores pasó del 7,5% al 7,7%. La información correspondiente a la distribución del crédito por finalidades revela que, en gran parte, este comportamiento fue debido al notable dinamismo de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda, cuya tasa de expansión (18,1% interanual, frente al 16,6% registrado en junio) compensó la desaceleración del crédito destinado al gasto en bienes corrientes y duraderos.

5.3. El sector de sociedades no financieras

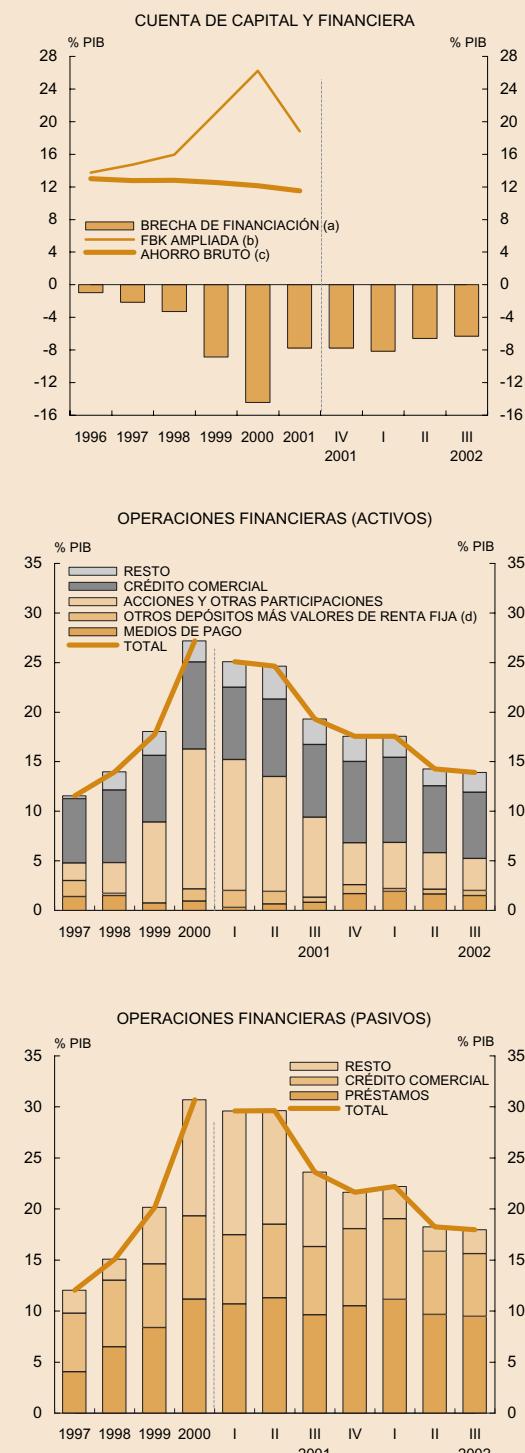
Durante el tercer trimestre de 2002 el saldo de las operaciones financieras netas de las sociedades no financieras fue del -1,4% del PIB (-1,3%, el mismo trimestre del año anterior). En términos acumulados de un año, dicho saldo alcanzó el -4,1% del PIB (-4% en el segundo trimestre, como muestra el cuadro 5). Parecida estabilidad se registró en la brecha de financiación de este sector (véase gráfico 26). De este modo, a pesar de la moderación registrada respecto a principios de 2001, el desahorro de las sociedades no financieras continúa en cifras elevadas, lo que tiene su reflejo en la evolución del endeudamiento del sector, que siguió aumentando en el tercer trimestre de 2002 tanto en relación con el excedente bruto de explotación como, al menos en el caso de las empresas colaboradoras con la Central de Balances, en relación con su activo (véase gráfico 27). No obstante, la favorable evolución de los tipos de interés evitó que la carga financiera siguiera creciendo. De cualquier modo, la exposición de las empresas españolas a posibles *shocks* adversos es ahora mayor y, en consecuencia, sus decisiones de inversión estarán, previsiblemente, más condicionadas por la evolución de los costes de la financiación de lo que lo estuvieron durante la fase de recuperación de la actividad del anterior ciclo económico (5).

La inversión de las empresas en activos financieros continuó el proceso de desaceleración observado en trimestres anteriores y se situó en el 13,9% del PIB, frente al 14,3% del trimestre anterior. Este comportamiento es el resultado de una menor adquisición de acciones y otras participaciones, junto con una ligera reducción en sus necesidades de liquidez (véase cuadro 6). Por el contrario, la inversión en los activos agrupados bajo la rúbrica «Resto» en el cuadro 6, entre los que se incluye el crédito co-

(5) Para más detalle véase el artículo de A. Benito e I. Hernando, titulado «Los efectos de la presión financiera en el comportamiento de las empresas españolas», publicado en este mismo Boletín económico.

GRÁFICO 26

Sociedades no financieras (Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.

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

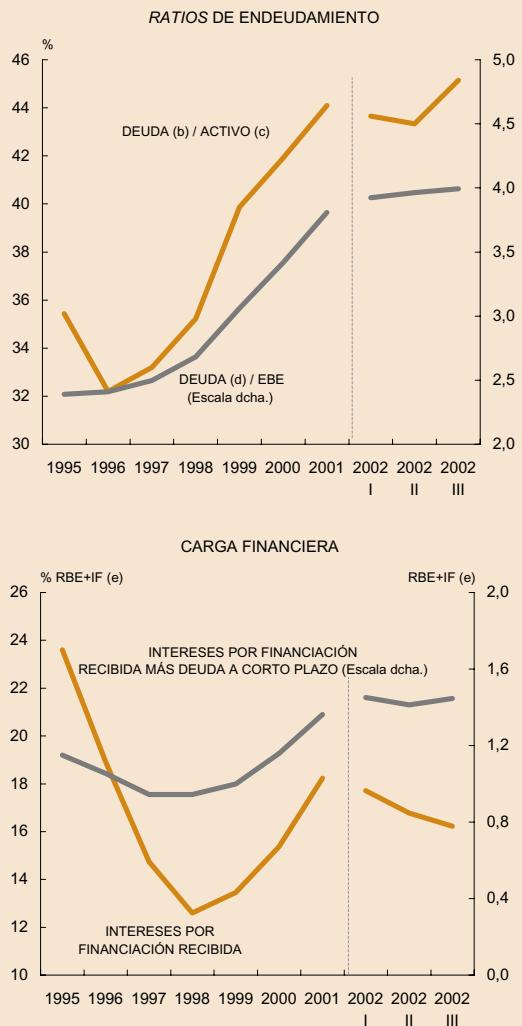
(b) Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.

(c) Incluye las transferencias de capital.

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

GRÁFICO 27

Indicadores de posición patrimonial de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto la ratio deuda/excedente bruto de explotación (EBE), se realiza con información de la Central de Balances.

(b) Definida como recursos ajenos a largo plazo más financiación a corto plazo con coste.

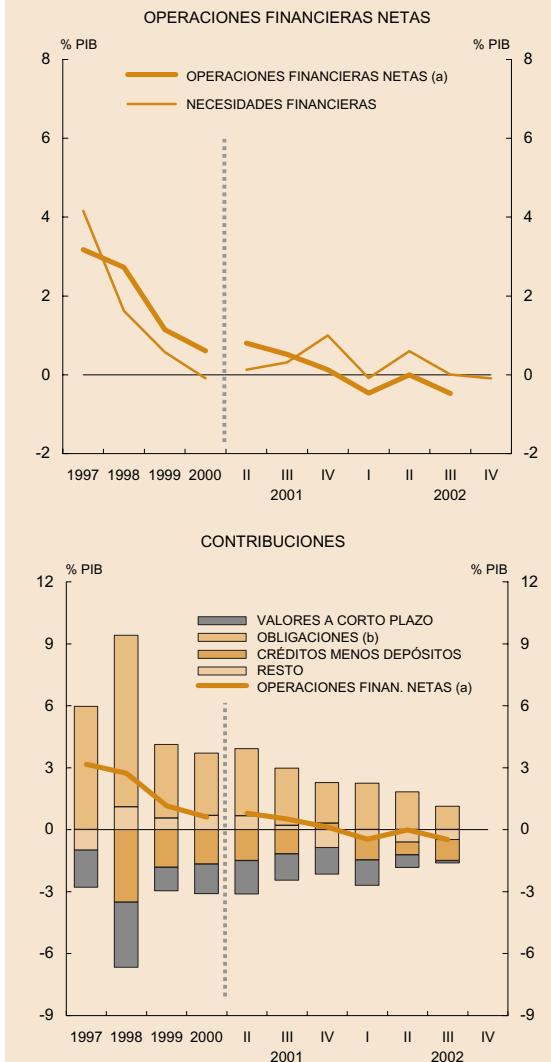
(c) Definido como total del activo menos proveedores y menos resto de pasivo sin coste.

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

(e) Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

GRÁFICO 28

Administraciones Públicas (Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.

(a) Cambiado de signo.

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

mercial, creció ligeramente (8,7% del PIB, frente al 8,5% tres meses atrás). No obstante, también se observó una evolución similar de los flujos recogidos bajo esta rúbrica en el lado del pasivo, por lo que, en conjunto, no se apreciaron cambios significativos de los flujos netos de financiación interempresarial.

Las operaciones de pasivo, por su parte, continuaron desacelerándose, aunque de forma

más moderada que el pasado trimestre. La tasa de crecimiento interanual de la financiación ajena total concedida a las sociedades no financieras se situó en el 14%, frente al 14,6% del trimestre anterior. En términos acumulados, los fondos obtenidos supusieron el 18% del PIB (18,2% tres meses antes). Esta desaceleración se produjo en la mayoría de partidas, con la principal excepción, ya comentada, de la rúbrica «Resto». Así, la financiación conjunta procedente de créditos de entidades residentes y fondos de titulización se contrajo hasta el 6,6% del PIB y tanto la canalizada a través de los préstamos del exterior como la obtenida a través de acciones y participaciones pasaron del

CUADRO 7

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

% PIB

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

Fuente: Banco de España.

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

2,9% al 2,7%. El elevado ritmo de expansión de la financiación es fruto de un comportamiento heterogéneo de los distintos sectores. Así, la tasa de avance interanual del crédito vinculado al sector inmobiliario (construcción y servicios inmobiliarios) alcanzó el 22%, frente al 17% del trimestre anterior. Sin embargo, el crédito destinado a la industria, excluyendo la construcción, continuó aumentando a los reducidos ritmos observados durante el primer semestre, mientras que la financiación percibida por el sector

servicios, excluyendo los relacionados con la actividad inmobiliaria, siguió expandiéndose a tasas interanuales próximas al 10%.

5.4. Las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP durante el tercer trimestre de 2002 fue positivo, de modo que, en términos acumulados de un año, se incrementó su aho-

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	-21,0	-21,6	-22,3	-20,5	-21,6	-24,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-10,9	-8,6	-8,7	-0,8	-1,1	-0,5
Sociedades no financieras	-17,2	-14,8	-16,3	-8,4	-8,9	-8,8
Hogares e ISFLSH	6,3	6,2	7,6	7,6	7,8	8,3
Instituciones financieras	6,9	4,8	6,9	5,1	4,6	2,1
Instituciones de crédito (c)	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,5	-15,3
Inversores institucionales (d)	4,6	10,7	15,0	18,3	20,7	19,9
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	-25,5

Fuente: Banco de España.

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

(b) Datos del tercer trimestre.

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

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

rrío financiero hasta situarse en el 0,5% del PIB (véase gráfico 28).

Por componentes, la menor financiación requerida por las AAPP durante este trimestre se reflejó en un volumen prácticamente nulo de emisiones netas a corto y largo plazo y en una significativa amortización de la financiación recibida a través de créditos. Por otra parte, continuó el proceso de alargamiento del plazo medio de la deuda. En concreto, el saldo de bonos y obligaciones de las AAPP se incrementó un 1,1% del PIB, mientras que tanto el de valores a corto plazo como los créditos netos de depósitos reflejaron amortizaciones netas del 0,1% y 1%, respectivamente. En cuanto a la distribución de la cartera de deuda pública entre los distintos inversores, no se apreciaron cambios significativos durante este período, de modo que prácticamente la mitad de las tenencias de bonos y obligaciones continuaron en manos de no residentes.

La información provisional correspondiente al cuarto trimestre recogida en el indicador de *necesidades financieras*, que mide la apelación de las AAPP a los mercados financieros, se redujo hasta el -0,09% del PIB, frente al 0,01% del trimestre anterior.

5.5. El resto del mundo

Entre julio y septiembre de 2002 el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación mostró una ligera reducción, situándose en

el -1,6% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 7). Los flujos de activos y pasivos frente al resto del mundo fueron significativamente inferiores a los del trimestre anterior, si bien, debido al efecto base producido por el reducido volumen observado entre julio y septiembre del 2001 (probablemente influido por los acontecimientos del 11 de septiembre), las cifras acumuladas de cuatro trimestres reflejan un incremento en ambos conceptos. Por otro lado, los flujos materializados en valores de renta variable experimentaron un nuevo retroceso, que estuvo condicionado por el clima de extrema volatilidad de los mercados financieros.

La adquisición neta de activos exteriores creció hasta el 10,6% del PIB, frente al 9,9% registrado tres meses antes. Esta evolución fue el resultado de un incremento significativo en los activos líquidos (efectivo y depósitos), cuyo flujo acumulado se situó en el 1% del PIB, frente al -0,4% del trimestre anterior, compensando la reducción registrada en el resto de partidas. De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, la inversión en el extranjero con carácter permanente, inversión directa, fue significativamente inferior a la realizada en el mismo trimestre del año anterior. Del mismo modo, la inversión en cartera se redujo de modo notorio y supuso un 60% de la realizada en el tercer trimestre de 2001.

Por su parte, el volumen de las operaciones de pasivo creció hasta el 12,2% del PIB, frente al 11,7% del segundo trimestre. Esta

evolución fue el resultado, sobre todo, del comportamiento de los valores distintos de acciones, que experimentaron un importante crecimiento, hasta alcanzar el 3,8% del PIB. Este incremento se explica, fundamentalmente, por el notable ascenso de la inversión de no residentes en valores de renta fija emitidos por las entidades de crédito. De acuerdo con la información disponible de la Balanza de Pagos, las inversiones en cartera del exterior en España mostraron un importante crecimiento en relación con el mismo trimestre del año anterior, mientras que las inversiones directas se mantuvieron estables.

Como resultado de las operaciones financieras con el exterior y de la evolución de los precios de los activos financieros y del tipo de cambio, la economía nacional ha incrementado su posición deudora neta frente al exterior, hasta alcanzar el -24% del PIB en el tercer trimestre de 2002 (véase cuadro 8). Esta situación resulta del deterioro de los activos netos exteriores de las instituciones financieras, que solo ha sido parcialmente compensado por la mejora de la posición exterior conjunta del resto de los sectores.

30.1.2003.

Los efectos de las modificaciones de las condiciones financieras sobre el comportamiento de las empresas españolas

Este artículo ha sido elaborado por Andrew Benito e Ignacio Hernando, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

El análisis de las respuestas de las empresas ante los desequilibrios que padecen en los períodos de dificultades financieras es relevante no solo para lograr un mejor conocimiento del funcionamiento de las sociedades sino, sobre todo, para entender los efectos potenciales que tienen los cambios en las condiciones de financiación a las que se enfrentan sobre las principales variables macroeconómicas. Ante un aumento en la presión financiera que experimenta una empresa es posible identificar diversos mecanismos que pueden ser utilizados como respuesta. Así, entre las dimensiones de la actividad empresarial potencialmente afectadas por la modificación de las condiciones financieras cabe destacar las siguientes: la formación bruta de capital, la política de recursos humanos —tanto en relación con el volumen de empleo como con las condiciones del mismo—, y la política financiera —incluyendo aspectos tales como el nivel y la estructura del endeudamiento, la distribución de dividendos o la emisión de nuevas acciones—.

El objetivo de este artículo es evaluar los mecanismos de ajuste utilizados por las sociedades no financieras españolas ante perturbaciones que afectan a su posición financiera, adoptando un enfoque desagregado a nivel de empresa. La utilización de datos microeconómicos es especialmente relevante para el objetivo de este artículo. Por un lado, es obvio que entre las compañías existe una gran variabilidad en el grado de presión financiera. En este sentido, como se argumenta en Benito (2002), 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 comportamientos que solo un estudio a nivel desagregado podría poner de manifiesto. Por otro lado, cabe esperar que la respuesta de las empresas ante perturbaciones financieras no sea independiente de su situación financiera de partida.

Los datos individuales que se emplean en este trabajo proceden de la base de datos anual de la Central de Balances del Banco de España, cubren el período comprendido entre 1985 y 2001, y contienen información correspondiente a una muestra de casi 5.000 empresas no financieras.

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0227, del Servicio de Estudios, publicado con el título *Extricate: financial pressure and firm behaviour in Spain*.



2. ANÁLISIS PRELIMINAR DE LOS DATOS

La situación financiera de una empresa suele caracterizarse mediante un conjunto relativamente amplio de indicadores que miden aspectos parciales de la misma —rentabilidad, liquidez, endeudamiento, solvencia— y que, considerados conjuntamente, determinan lo que se suele denominar grado de presión financiera (2). Para aproximar de manera sintética dicho grado de presión financiera puede utilizarse una medida de la carga relativa de la deuda, que se define como el cociente entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Esta *ratio* refleja la capacidad de la empresa para hacer frente a los pagos de intereses confiando solo en los fondos generados internamente, por lo que constituye un claro indicador de la presión financiera a la que pueden estar sometidas las sociedades. De hecho, las entidades de crédito suelen prestarle una atención especial como indicador de la solvencia financiera de una compañía, y cuando los préstamos bancarios incluyen cláusulas financieras, es frecuente que estas se establezcan en términos de esta *ratio*.

Antes de presentar los resultados del análisis econométrico del efecto de la presión financiera así medida sobre las decisiones empresariales, es útil ofrecer un análisis descriptivo de las relaciones entre ambas. Con este fin, se examinan las diferencias en la evolución del empleo, de la inversión en capital fijo y de la inversión en existencias entre distintos conjuntos de empresas definidos en función de su carga financiera relativa. En concreto, se consideran tres conjuntos de sociedades que se corresponden con la decila

mediana y las dos deciles extremas de su distribución en términos de la carga financiera relativa. Así, la decila mediana agrupa, para cada año, a las empresas comprendidas entre los percentiles 45 y 55 de la distribución en ese año. Análogamente, la decila superior (inferior) agrupa al 10% de las empresas que soportan un mayor (menor) nivel de carga financiera relativa. El promedio de esta *ratio* para las compañías en la decila superior es 0,98, frente a los valores promedio de 0,28 y 0,01 observados en las decila mediana e inferior, respectivamente. Dado el objetivo del artículo, la cuestión relevante es conocer en qué medida las diferencias en la situación financiera entre estos tres grupos de empresas vienen acompañadas por evoluciones dispares de las principales variables reales que caracterizan su comportamiento.

Conviene destacar la importancia de adoptar un enfoque desagregado para la correcta valoración de los riesgos existentes para la estabilidad macroeconómica y financiera. En este sentido, como se argumenta en Benito (2002), en los episodios de fragilidad financiera general los indicadores agregados pueden no representar fielmente el grado de solidez financiera del sistema si el deterioro de la situación financiera de las empresas más vulnerables es más accentuado que el experimentado por el promedio del sector empresarial. Además, la relevancia del análisis desagregado será mayor en la medida en que las diferencias en el impacto de las perturbaciones sobre la actividad real entre las empresas que soportan mayor presión financiera y el resto de las compañías no sea estable a lo largo del ciclo.

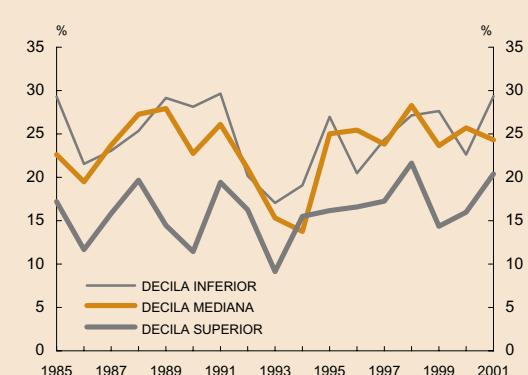
En el gráfico 1 se presenta el crecimiento del empleo para los tres grupos de compañías antes mencionados. El primer resultado destacable de dicho gráfico es la notable diferencia en el crecimiento del empleo entre las empresas que tienen el mayor nivel de carga financiera y las demás. Por ejemplo, en el año 1993, el punto más bajo de la recesión, el crecimiento del empleo en las sociedades que presentaban una presión financiera más elevada fue del -6,1% frente al -0,6% en el caso de las que soportaban una menor presión. Además, esta diferencia ha persistido durante la mayor parte del período muestral, lo que sugiere que la evolución del empleo está condicionada por el nivel de la carga financiera o, en otros términos, que ante aumentos en el grado de presión financiera las empresas tienden a optar por reducciones de empleo.

Las reducciones de empleo llevan aparejados unos costes de ajuste (por ejemplo, en términos de indemnizaciones por despido) que pueden ser elevados. Estos costes son, en ge-

(2) Véase Benito (2002), para un análisis de varias medidas de la situación financiera de las compañías españolas.

GRÁFICO 2

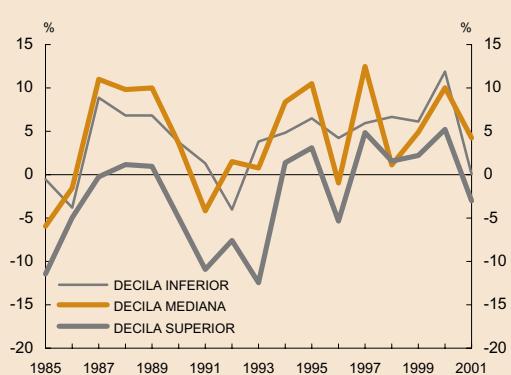
Inversión por unidad de capital



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 3

Variación de existencias



Fuente: Banco de España.

neral, menores en el caso en el que la empresa decide suspender o aplazar la realización de determinados proyectos de inversión. Aunque a largo plazo pueda suponer una pérdida de beneficios, esta ausencia de costes explícitos de ajuste puede representar un incentivo, sobre todo con una perspectiva de corto plazo, para retrasar la inversión como respuesta a un incremento de la carga financiera en lugar de abordar una reducción del empleo. En este sentido, resulta relevante analizar si existen diferencias en el comportamiento inversor de las empresas en función del nivel de carga financiera que soportan. Con este fin, el gráfico 2 muestra la tasa de inversión en capital fijo para los tres grupos de compañías antes descritos. En general, la tasa de inversión (inversión sobre capital instalado) de las sociedades que experimentan una presión financiera más elevada suele ser notablemente menor que el de las otras empresas. Por ejemplo, en el año 2000, las cifras mostraban una tasa de inversión media del 16% en el caso de las compañías que soportaban una mayor presión financiera, frente al 25,7% de las que estaban sometidas a una presión financiera media y al 22,6% observado en el caso de las que se enfrentaban a una menor presión.

Una tercera forma de ajuste ante una perturbación financiera viene dada por la variación del nivel de existencias. Este mecanismo presenta como ventaja primordial el llevar implícitos unos costes muy reducidos. En el gráfico 3, se muestra el crecimiento de las existencias para los tres grupos de compañías descritos anteriormente. Durante el período analizado, la inversión en existencias del grupo de sociedades con mayor nivel de carga financiera fue notablemente inferior a la de los otros dos grupos. En el año 1993, en el que se observan las dife-

rencias más amplias en la carga financiera entre los tres conjuntos de empresas considerados, la tasa de variación de las existencias en las empresas con presión financiera más elevada alcanzó el -12,5%, lo que contrasta sustancialmente con las variaciones positivas observadas para los otros dos grupos analizados.

En ninguno de los gráficos anteriores se aprecian diferencias significativas en la evolución de las variables reales entre las empresas que tienen un mayor grado de holgura financiera (decila inferior) y aquellas que registran una presión financiera media. Sin embargo, las sociedades que soportan una carga financiera más elevada en relación con su capacidad de generación interna de recursos presentan tasas de inversión, de variación de existencias y de crecimiento del empleo sustancialmente menores. Esta evidencia 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 perturbaciones que afecten a la situación financiera de las empresas acaben incidiendo sobre la actividad económica depende de que, para un número importante de sociedades, la presión financiera sobrepase dicho umbral.

La evidencia presentada en esta sección sugiere, pues, que el nivel de presión financiera experimentado por una empresa puede influir de manera significativa en sus decisiones reales. No obstante, esta aproximación al problema no tiene en cuenta la existencia de otras posibles diferencias entre los tres grupos de sociedades considerados (tamaño, adscripción sectorial, ...) que podrían condicionar también el comportamiento real de las compañías. En este sentido, el objetivo de la sección siguiente



es analizar más formalmente —en el marco de distintos modelos de comportamiento empresarial— el efecto de perturbaciones financieras en las decisiones reales de las empresas.

3. ANÁLISIS ECONÓMICO DEL AJUSTE EMPRESARIAL ANTE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA

En el documento de trabajo que sirve de base a este artículo se estiman distintas ecuaciones de forma reducida que modelizan diversos aspectos del comportamiento empresarial: la inversión en capital fijo, la variación de existencias, el nivel de empleo —tanto el volumen

total como su descomposición en fijo y temporal— y la distribución de dividendos (3). En el caso de la inversión en capital fijo, el modelo base estimado es un modelo de corrección de error que se apoya en la existencia de un *stock* de capital óptimo y en el que la dinámica de corto plazo refleja las respuestas de la inversión a las variaciones en las ventas y a las desviaciones del *stock* corriente con respecto al óptimo. Análogamente, el modelo estimado para la variación de existencias es un modelo de corrección de error que presupone la existencia de un nivel deseado de existencias en relación con las ventas y en el que las variaciones en el corto plazo de las existencias vienen determinadas por el ajuste a este nivel óptimo y por las respuestas al crecimiento de las ventas. En el caso del empleo, la especificación utilizada —derivada a partir de un modelo estándar de demanda de trabajo— relaciona el nivel de empleo con el *stock* de capital, con desfases del propio empleo y con el nivel y la tasa de crecimiento de los salarios. Finalmente, se contempla un modelo *probit* para representar la probabilidad de que una empresa no distribuya dividendos en un determinado período en función de un conjunto de variables entre las que se incluyen el resultado económico bruto de la explotación, la tasa de inversión, las ventas y la carga relativa de la deuda (4).

En todas las especificaciones consideradas se incluye un conjunto de variables financieras con objeto de valorar el impacto que los cambios en las mismas tienen sobre las distintas decisiones empresariales. En concreto, se contemplan tres variables financieras: la carga relativa de la deuda (definida como el cociente entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación), los recursos generados por unidad de capital y el endeudamiento neto por unidad de capital. Se presta una especial atención al impacto sobre las decisiones empresariales de los cambios en la carga relativa de la deuda porque, como se ha argumentado antes, constituye un indicador sintético del grado de presión financiera al que se enfrentan las empresas. De hecho, la evolución de esta variable es el resultado neto de cambios en los tipos de interés, en la rentabilidad empre-

(3) En todos los casos, las especificaciones consideradas constituyen modelizaciones comunes en la literatura empírica. Véanse, por ejemplo, Bond *et al.* (1999), para el caso de la inversión en capital fijo; Guariglia (1999), para la inversión en existencias; Nickell y Nicolitsas (1999), para el empleo, y Benito y Young (2001), para el pago de dividendos.

(4) La utilización de un modelo *probit* en este caso está justificada por la elevada proporción de empresas de la muestra que no distribuyen dividendos, lo que implica que el empleo de modelos para variables continuas —como los utilizados para las otras variables analizadas— sea inadecuado.

sarial y en el nivel de endeudamiento de las empresas.

Con el fin de evaluar los efectos sobre el comportamiento empresarial de un deterioro de las condiciones financieras a las que se enfrentan las empresas, en el gráfico 4 se presentan las respuestas de las distintas variables reales consideradas ante un incremento de la carga financiera relativa equivalente a un aumento durante un año del coste de la deuda en un punto porcentual. Se ha estimado que, si todo lo demás permanece igual, este cambio en la presión financiera genera, para una empresa media en el primer año, reducciones de la inversión en capital fijo de un 9,3%, de la variación de existencias de un 1,5% y del nivel de empleo de un 0,3% (5). Dada las especificaciones estimadas, el efecto de largo plazo de este *shock* transitorio es nulo. Por otro lado, el perfil temporal de las variaciones permite conocer el diferente grado de persistencia de las decisiones de las empresas. Mientras que la respuesta de la inversión y de las existencias es muy rápida, el empleo muestra una reacción más lenta y más persistente. Además, se aprecia que el impacto sobre el empleo temporal es más rápido y de mayor magnitud que el impacto sobre el empleo permanente, como cabría esperar dados los menores costes de ajuste asociados a la contratación temporal.

Finalmente, a partir de los resultados de la estimación del modelo *probit* para la decisión de distribuir dividendos, se obtiene que un incremento de la carga financiera relativa equivalente a un aumento transitorio —durante un año— del tipo de interés de la deuda en un punto porcentual se traduce en una disminución de la probabilidad de distribuir dividendos (evaluada para los valores medios muestrales de las variables incluidas en el modelo) desde 0,34 hasta 0,24.

(5) En una situación donde las empresas afrontan procesos de inversión en el exterior, aumentando para ello su endeudamiento y postergando proyectos de inversión doméstica, sería posible observar simultáneamente aumentos de la carga relativa de la deuda y disminuciones de la inversión en capital fijo. Aunque, en principio, no es descartable que situaciones de este tipo expliquen en parte el importante impacto negativo de la carga financiera sobre la inversión, el hecho de que las variables financieras se introduzcan en el modelo desfasadas un período, limita la relevancia potencial de esta explicación y favorece la interpretación del efecto estimado como un impacto genuino de la presión financiera en la inversión.

4. CONCLUSIONES

Este artículo ha analizado los mecanismos de ajuste de las empresas ante perturbaciones que afectan al grado de presión financiera a la que se enfrentan. Para ello, se ha utilizado información de una muestra de empresas —procedente de la Central del Balances del Banco de España— para el período 1985-2001. El análisis se ha concentrado en las respuestas de las variables —tanto reales como financieras— que soportan *a priori* la mayor parte del ajuste, considerando tanto su magnitud como su perfil temporal.

Los resultados obtenidos sugieren que, en respuesta a cambios en las condiciones financieras, las empresas reaccionan ajustando diversas variables tanto reales como financieras. En concreto, se han estimado efectos cuantitativamente importantes tanto en el caso de la inversión como en el del empleo, siendo la reacción de la inversión más acusada e inmediata. En relación con el empleo, la respuesta a cambios en el grado de presión financiera es, de acuerdo con lo esperado, más rápida y de mayor magnitud en el caso del empleo temporal. También se encuentra un impacto significativo sobre la variación de existencias y sobre la distribución de dividendos, lo que confirma que las empresas también utilizan estas variables como mecanismos de ajuste ante cambios en las condiciones financieras a las que se enfrentan.

21.1.2003.

BIBLIOGRAFÍA

BENITO, A. (2002). «La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos microeconómicos para el período 1985-2001», *Boletín económico*, noviembre, pp. 55-60.

BENITO, A. y YOUNG, G. (2001). «Hard Times or Great Expectations? Dividend omissions and dividend cuts by UK firms», Bank of England Working Paper, No. 147.

BOND, S., HARHOFF, D. y VAN REENEN, J. (1999). «Investment, R&D and financial constraints in Britain and Germany», Institute for Fiscal Studies Working Paper 99/5.

GUARIGLIA, A. (1999). «The effects of financial constraints on inventory investment: evidence from a panel of UK firms», *Economica*, 66, pp. 43-62.

NICKELL, S. y NICOLITSAS, D. (1999). «How does financial pressure affect firms?», *European Economic Review*, 43, pp. 1435-1456.

El contenido informativo de los derivados crediticios

Este artículo ha sido elaborado por Roberto Blanco, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

Los derivados crediticios son instrumentos financieros que pueden utilizarse para transferir riesgo de crédito desde los agentes expuestos a este (porque han prestado fondos o han comprado un bono) hacia otros que desean tomarlo. Estos contratos fueron introducidos a principios de la década de los noventa, pero hasta muy recientemente los volúmenes negociados han sido muy reducidos. Sin embargo, durante los últimos tres años, su crecimiento ha sido exponencial. Así, según datos de la British Banker's Association, a finales de 2001 el volumen (nacional) de los contratos vivos era de algo más de un billón de dólares, importe significativo, aunque muy inferior al de operaciones vivas de *swaps* sobre tipos de interés (49 billones de dólares a finales de 2000).

Los llamados *single-name credit default swap* (CDS) son los derivados crediticios más negociados. Así, se estima que, a finales de 2001, representaban casi la mitad del total. Un CDS proporciona protección contra el riesgo de que se produzca un suceso crediticio (quiebra, suspensión de pagos u otros) por parte de una empresa o de un emisor soberano (entidad de referencia). El comprador de protección realiza un pago periódico (prima), habitualmente con una periodicidad trimestral, a su contrapartida (el vendedor de protección) hasta el vencimiento de la operación o hasta la ocurrencia del suceso crediticio contra el que se protege. En caso de que se produzca este, el comprador de protección es compensado por la pérdida, que es igual a la diferencia entre el valor a la par del bono o el préstamo y su valor de mercado después del suceso. En la práctica, estas operaciones se suelen liquidar por entrega física, lo que significa que el comprador debe entregar deuda de la entidad de referencia y recibe a cambio su valor nominal. Además, el comprador puede generalmente entregar cualquier tipo de deuda de la entidad de referencia siempre que tenga el mismo nivel de prioridad (opción de entrega).

Las definiciones de sucesos crediticios que se utilizan normalmente en los CDS negociados son las estandarizadas por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA): quiebra, suspensión de pagos, moratoria, aceleración de las obligaciones y reestructuración

(1) Este artículo es un resumen del trabajo «An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps», elaborado por R. Blanco, S. Brennan y I. W. Marsh.

de la deuda. Esta última incluye hechos tales como una reducción o retraso en el pago del tipo de interés o en el del principal o una rebaja en el nivel de prioridad en el pago de alguna obligación.

En estas condiciones, es evidente que las primas de los CDS proporcionan información relevante sobre la calidad crediticia de las entidades de referencia. En este sentido, conviene recordar que hasta muy recientemente el principal indicador que se utilizaba para medir la calidad crediticia de los emisores era el denominado diferencial crediticio de los bonos, que es la diferencia entre la rentabilidad de estos y un tipo de interés de referencia (normalmente, la rentabilidad de los bonos emitidos por los soberanos o los tipos *swap*). La prima de los CDS presenta algunas ventajas prácticas en comparación con este indicador. Así, los precios negociados en los mercados de CDS reflejan el riesgo a un plazo fijo. En el mercado de bonos, por el contrario, la información disponible se refiere a instrumentos cuya vida residual se reduce con el paso del tiempo, por lo que, para calcular un indicador de riesgo a un plazo constante, se necesita cambiar periódicamente de activo. Por otra parte, en el mercado de bonos se negocian generalmente más de una referencia de un mismo emisor con plazos similares y, en ocasiones, precios diferentes. En estas circunstancias no es obvio cuál es el activo más representativo que debe elegirse. En cambio, en el mercado de CDS se negocia un único instrumento para cada plazo. Sin embargo, dada la ausencia de trabajos empíricos, todavía no se conocen bien las propiedades del indicador basado en los mercados de derivados crediticios y, en particular, cómo se comparan con las del indicador tradicional de riesgo corporativo.

En este contexto, el objetivo de este artículo es comparar el contenido informativo de los precios de los CDS con el de los diferenciales crediticios de los bonos para empresas norteamericanas y europeas con una calificación crediticia en grado de inversión. Para ello, se dispone de series diarias, entre enero de 2001 y junio de 2002, de las primas de los CDS negociados al plazo de cinco años sobre algunas empresas, facilitadas por Credit Trade y por J. P. Morgan. Para la muestra de sociedades disponible, se estiman los diferenciales crediticios a un plazo de cinco años a partir de precios de los bonos negociados sin características optionales y con una suficiente liquidez obtenidos de Bloomberg. De este modo, se llega a una muestra de 33 empresas para las que se dispone de primas de CDS y de diferenciales crediticios de bonos corporativos. Aproximadamente la mitad de estas sociedades son europeas.

El resto de este artículo está estructurado como sigue. En la segunda sección se discute la relación teórica entre las primas de los CDS y los diferenciales crediticios de los bonos. En la tercera, se estudia la validez empírica de dicha relación y cuál de los dos indicadores tiende a incorporar antes la información. En la cuarta, se analizan los determinantes de sus variaciones, y, por último, en la quinta sección se resumen las principales conclusiones.

2. LA RELACIÓN TEÓRICA ENTRE LA PRIMA DE LOS CDS Y EL DIFERENCIAL CREDITICIO DE LOS BONOS

Las primas de los CDS y los diferenciales crediticios están vinculados por una relación aproximada de no arbitraje. Para ilustrar dicha relación supóngase que un inversor compra un bono a la par sujeto a riesgo crediticio que vence dentro de T años, cuya rentabilidad es r , y que compra protección mediante un CDS a un coste (prima) p . Este inversor ha eliminado el riesgo crediticio y obtiene por su cartera una rentabilidad neta de $r - p$. Por arbitraje, dicha rentabilidad neta debería ser aproximadamente igual al tipo de interés libre de riesgo crediticio al plazo T (i). Así, si $r - p$ es mayor que i , un inversor podría obtener ganancias sin riesgo iguales a $(r - p) - i$ si compra el bono, se financia al tipo libre de riesgo y compra protección en el mercado de CDS. De forma similar, si $r - p$ es menor que i , un inversor podría obtener ganancias sin riesgo iguales a $i - (r - p)$ si vende al descubierto el bono, invierte al tipo libre de riesgo y vende protección en el mercado de CDS. Esto sugiere que la prima de los CDS debería ser aproximadamente igual al diferencial crediticio de los bonos, es decir, $p = r - i$.

Duffie (1999) mostró que dicha relación es exacta solo cuando el bono en cuestión paga un tipo de interés variable, si bien el error de la aproximación que se comete cuando se utilizan bonos a tipo fijo (que son los que habitualmente se negocian) es generalmente muy pequeño. La relación de arbitraje tampoco se cumplirá exactamente si los bonos no están a la par. En concreto, los bonos cuyo precio esté por encima (por debajo) de la par serán más arriesgados (menos arriesgados) que aquellos que se encuentren a la par, ya que en caso de impago su pérdida será superior (inferior). En consecuencia, manteniendo todo lo demás constante, el diferencial crediticio de los bonos que estén por encima (por debajo) de la par será mayor (menor) que la prima del CDS.

Existen tres elementos adicionales que pueden hacer que la relación de arbitraje no se

cumpla. En primer lugar, la venta en descuberto en el mercado de bonos implica realizar una operación de adquisición temporal en la que el inversor toma prestados los títulos hasta el vencimiento del contrato de CDS a cambio de desembolsar en efectivo su valor de mercado. Al vencimiento de esta operación, devuelve los títulos y recibe el efectivo prestado más un interés. En la práctica, este tipo de operaciones no siempre es posible dada la reducida liquidez del mercado de adquisiciones temporales y cuando lo es solo se puede realizar por un plazo relativamente corto (entre uno y tres meses como máximo). En estas condiciones, si la demanda de títulos es relativamente elevada en relación con la oferta, el tipo de interés de dichas operaciones puede situarse por debajo del tipo de interés interbancario o incluso del tipo de la deuda pública. Esto es más habitual en Europa, donde la oferta de valores de renta fija privada es relativamente escasa, dado que las sociedades se financian principalmente a través del recurso a la banca. En estos casos, la prima de los CDS puede estar por encima del diferencial crediticio sin que se puedan explotar oportunidades de arbitraje.

Por otra parte, la prima de los CDS puede incorporar el valor de una opción de entrega, tal como se comentó en la introducción, cuyo valor será positivo si tras la ocurrencia de un suceso crediticio existen pasivos entregables de la empresa de referencia con un mismo nivel de prioridad más baratos que otros. En la práctica, esto solo puede ocurrir cuando se produce una reestructuración de la deuda. En este caso, los pasivos a más largo plazo o los bonos convertibles tenderán a ser más baratos, siendo por tanto estos los que serán elegidos para su entrega por parte de los compradores de protección. El valor de la opción de entrega dependerá, pues, de la probabilidad de que se produzca una reestructuración y de la dispersión de las valoraciones de los activos entregables. En todo caso, la existencia de estas opciones con valor positivo implica que, permaneciendo constante el resto de factores, la prima de los CDS tenderá a estar por encima del diferencial crediticio. Dicha opción cabría esperar que tuviera una menor valoración relativa en el mercado norteamericano ya que en las operaciones con CDS se utiliza un concepto de reestructuración mucho más restrictivo que el que existe en Europa.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que el comprador de protección en un CDS está sujeto a un riesgo de contrapartida, que no existe en el mercado de bonos. Dicho riesgo se deriva de la posibilidad de que la contrapartida del contrato (el vendedor de protección) no pueda hacer frente a sus obligaciones tras la ocurrencia de un suceso crediticio. Para compensar este riesgo, el

comprador pagará una prima menor a la que en otro caso pagaría. No obstante, las prácticas en el mercado de CDS sugieren que dicho riesgo no puede tener un efecto significativo en el precio. Así, a los agentes que actúan como vendedores de protección generalmente se les exige una solvencia mínima. Igualmente, es habitual que se vean obligados a depositar garantías a favor de sus contrapartidas.

3. LA RELACIÓN EMPÍRICA ENTRE LA PRIMA DE LOS CDS Y EL DIFERENCIAL CREDITICIO DE LOS BONOS

Con el fin de verificar en qué medida se cumple la relación teórica de arbitraje, se calcula, para cada día y empresa, la diferencia entre la prima de los CDS y el diferencial crediticio de los bonos, a la que se denominará base. El indicador de riesgo crediticio obtenido a partir del mercado de bonos se calcula utilizando dos tipos de interés de referencia alternativos: la rentabilidad de la deuda soberana (2) y el tipo de interés *swap*, ambos por un plazo de cinco años y denominados en la misma divisa del bono empresarial.

En el cuadro 1 aparecen los principales resultados del ejercicio. En concreto, se muestra el valor medio de la base y del valor absoluto de esta para el total de los emisores de la muestra y para algunos grupos formados según la calificación crediticia de las empresas y el área geográfica de pertenencia. Se distingue, asimismo, según el tipo de interés de referencia utilizado para calcular el diferencial crediticio. La evidencia contenida en el cuadro sugiere que la relación teórica se cumple en promedio razonablemente bien cuando se utiliza el tipo *swap* como tipo de interés de referencia. Así, la media del valor absoluto de la base es de unos 15 pb cuando se utiliza dicho tipo de interés, frente a 46 pb en el caso de que se tome la rentabilidad de los bonos soberanos. Este resultado se verifica para prácticamente todos los emisores, por lo que en el resto del trabajo los diferenciales crediticios se calculan utilizando exclusivamente el tipo *swap*.

Por otra parte, se observa que la base tiende a aumentar cuando se deteriora la calificación crediticia de los emisores. Así, su valor absoluto pasa de unos 12-13 pb en las emisiones con una calificación entre AAA y A, a 22 pb en el caso de las sociedades con una calificación BBB. En concreto, para estas últimas, la base

(2) En las emisiones en euros, se utilizan los bonos emitidos por el Tesoro alemán, mientras que para los emitidos en dólares se consideran los del Tesoro de EEUU.

CUADRO 1

Diferencias medias en el precio del riesgo de crédito entre el mercado de CDS y el de bonos

pb

	Tipo de referencia para el diferencial crediticio			
	Deuda soberana		Swap	
	Base (a)	Valor absoluto base	Base (a)	Valor absoluto base
Total de la muestra	-40,8	45,9	5,5	14,6
Sociedades con rating AAA-AA	-41,4	41,5	6,9	11,6
Sociedades con rating A	-44,8	49,3	0,5	13,0
Sociedades con rating BBB	-30,8	44,7	14,9	22,5
Sociedades europeas	-23,3	33,2	7,4	17,3
Sociedades americanas	-59,3	59,5	3,5	11,7

(a) Diferencia entre la prima de los CDS y el *spread* crediticio de los bonos.

tiende a ser elevada y positiva, es decir, que la prima de los CDS se sitúa por encima del diferencial crediticio. Por áreas geográficas, se encuentra que la diferencia entre ambos indicadores de riesgo es mayor en las empresas europeas que en las norteamericanas.

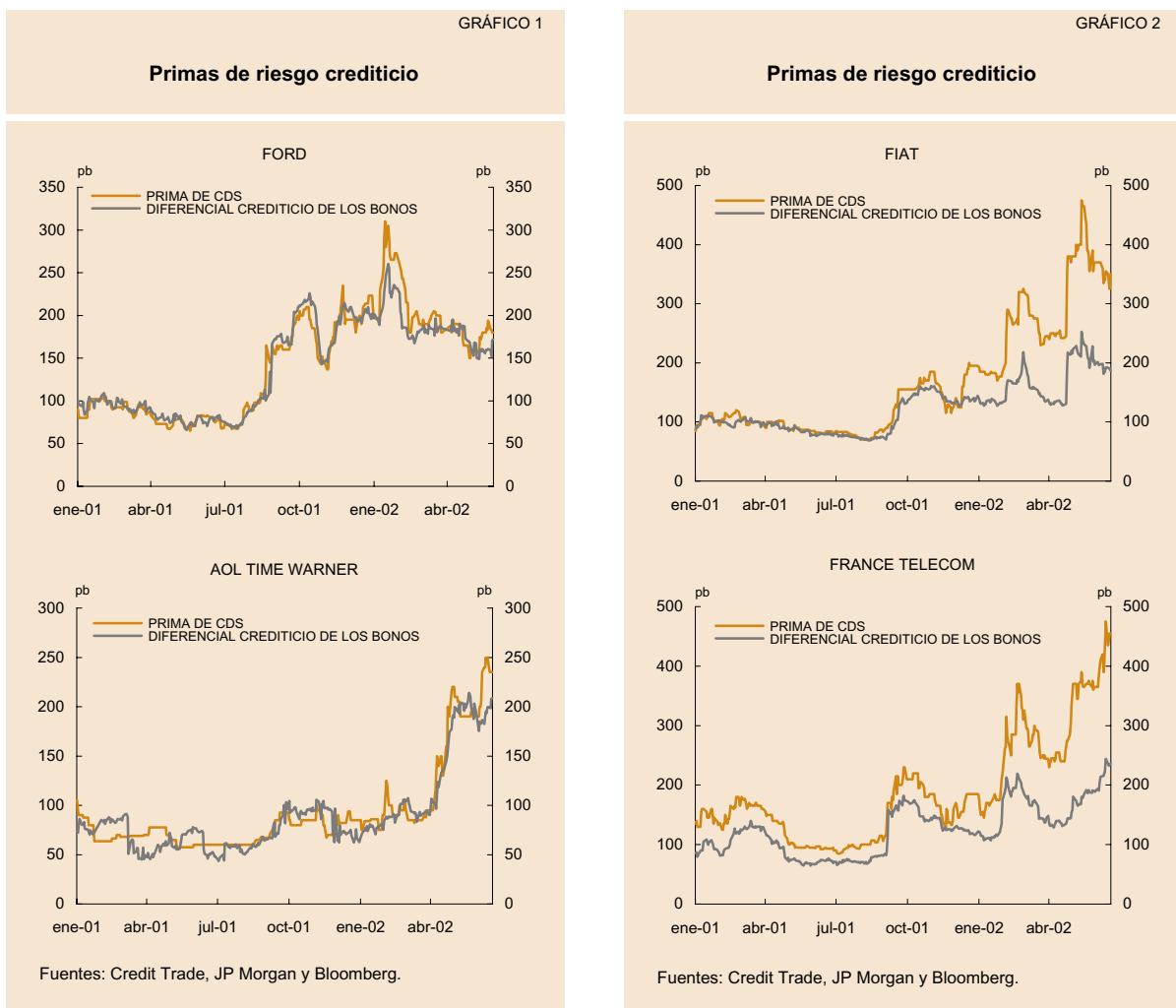
En definitiva, estos resultados sugieren que para la mayoría de empresas la relación teórica basada en la ausencia de oportunidades de arbitraje parece verificarse cuando se utiliza el tipo *swap* como tipo de interés de referencia del diferencial crediticio. Este es el caso, principalmente, de las empresas norteamericanas y de las europeas de elevada calificación. El gráfico 1 muestra la evolución de la prima del CDS y del diferencial crediticio para dos empresas representativas de este grupo (Ford y AOL Time Warner).

No obstante, existe un grupo de emisores para los que la prima del CDS se sitúa significativamente por encima del diferencial crediticio. Esta situación, en la muestra utilizada en este trabajo, se produce principalmente en el caso de las sociedades europeas de peor calificación crediticia. Las dificultades para llevar a cabo la venta en descubierto y la existencia de una opción de entrega con valor positivo parecen estar detrás de este comportamiento. Así, tal como se ha apuntado anteriormente, en Europa las ventas en descubierto tienden a ser más costosas y la opción de entrega tiene generalmente un valor superior en comparación con lo que ocurre en el mercado norteamericano. Ambos factores tienden a adquirir mayor importancia relativa cuando empeora la percepción sobre la calidad crediticia de las empresas. Además, en períodos de deterioro del riesgo crediticio los precios de los bonos tienden a caer por debajo de la par, lo que reduce su riesgo para su tenedor en comparación con el CDS, lo que se refleja también en un aumento de la base.

Conviene advertir que en estos casos en los que la base es relativamente elevada tanto la prima de los CDS como el diferencial crediticio pueden ser indicadores distorsionados del riesgo de crédito. El primero estará sesgado al alza por el importe del valor de la opción de entrega, mientras que el segundo presentará un sesgo negativo debido a las restricciones a la venta en descubierto y al hecho de que los bonos cotizan por debajo de la par. Estos comentarios sugieren que, en estos casos, la prima de los CDS puede tomarse como una cota superior del precio del riesgo de crédito, mientras que el diferencial crediticio sería una cota inferior.

En el gráfico 2, se representa la evolución de los dos indicadores de riesgo crediticio para las dos empresas donde la discrepancia entre ambos es mayor (Fiat y France Telecom). En el primer caso, cabe distinguir dos subperiodos. Hasta diciembre de 2001, ambos indicadores estaban muy próximos, pero a partir de esa fecha la prima del CDS tendió a situarse por encima. Uno de los motivos que parecen estar detrás de esta evolución es la emisión, por parte de Fiat, de un bono convertible que pasó a formar parte de la cesta de bonos entregables, lo que se tradujo en un aumento significativo del valor de la opción de entrega. Este ejemplo ilustra las distorsiones que, en algunas ocasiones, puede incorporar el indicador basado en el mercado de derivados. Por el contrario, para France Telecom la prima del CDS ha estado durante todo el período analizado significativamente por encima del diferencial crediticio.

El análisis anterior sugiere, en todo caso, que, en la mayoría de las ocasiones, los dos indicadores del riesgo crediticio proporcionan, en media, una información similar. Esto no impide que a corto plazo puedan producirse discrepancias transitorias entre ambos. En particular, es



posible que en uno de los mercados la información se incorpore más rápidamente que en el otro. Esta es una cuestión que, en otros mercados, ha sido ampliamente estudiada en la literatura. En estos trabajos, se utilizan dos medidas alternativas de las contribuciones de cada mercado al proceso por el cual los precios incorporan toda la información disponible (*price discovery*). Ambas se basan en la descomposición de los precios negociados en un componente permanente, que es el mismo en los dos mercados, dada la relación de arbitraje ya comentada, y en otro transitorio. El primero se interpreta como el precio eficiente o la valoración que recoge toda la información disponible en los dos mercados. La medida propuesta por Hasbrouck (1995) se basa en la idea de que la volatilidad de las variaciones en el precio eficiente recoge la nueva información. En consecuencia, este autor propuso utilizar el peso de cada activo en dicha volatilidad como medida de la contribución de cada mercado al *price discovery* (3).

(3) Generalmente, no es posible identificar el valor exacto de dichos pesos, pero se pueden estimar bandas inferiores y superiores.

Otra medida alternativa que se ha utilizado en algunos trabajos (4) se basa en la descomposición de Gonzalo y Granger (1995), en la que el componente permanente se obtiene como una combinación lineal de los precios de los mercados estudiados. En estas aplicaciones las contribuciones al *price discovery* se definen como el peso de cada activo en dicha combinación lineal (5).

Dado que no existe un consenso sobre cuál de las dos medidas es mejor, en este trabajo se utilizan ambas. Además, como este enfoque solo es correcto cuando existe una relación lineal estable entre los precios estudiados (prima de los CDS y diferencial crediticio, en este caso), dichas medidas solo se calculan cuando se encuentra evidencia a favor de dicha hipótesis, lo que ocurre en 27 de las 33 sociedades de la muestra. Los resultados de ambos tipos de medidas son, no obstante, similares. En 24 de los 27 casos, el mercado de CDS lidera la forma-

(4) Véase, por ejemplo, Booth, So y Tse (1999).

(5) Para mayor detalle, véase el trabajo que aquí se resume.

CUADRO 2

Contribución del mercado de CDS al *price discovery*

%

	Medida de Hasbrouck			Medida de Gonzalo y Granger
	Inferior	Superior	Medio	
Total de la muestra	73,6	82,0	77,8	78,7
Sociedades con rating AAA-AA	87,4	91,2	89,3	90,7
Sociedades con rating A	64,6	73,6	69,1	71,1
Sociedades con rating BBB	78,6	91,1	84,8	82,2
Sociedades europeas	63,3	75,4	69,3	70,6
Sociedades americanas	80,8	86,6	83,7	84,2

ción de precios, en el sentido de que su contribución al *price discovery* supera el 50%, utilizando cualquiera de los dos indicadores. En un caso, ambos sugieren que el mercado de bonos es el que lidera, y en los dos restantes los resultados son ambiguos. El cuadro 2 muestra la media de estas medidas para las 27 sociedades y para algunas agrupaciones en función de la calificación crediticia y del área geográfica. En media, el mercado de CDS contribuye casi un 80% al *price discovery*. En las empresas europeas, el liderazgo de este mercado es algo inferior al que se encuentra con las norteamericanas. Por calificaciones crediticias, sin embargo, no se observa ningún patrón concreto a este respecto.

Estos resultados sugieren que en aquellos casos en los que la prima de los CDS y el diferencial crediticio de los bonos proporcionan, en media, la misma información, la primera tiende a incorporar esta más rápidamente, lo que la convierte en un indicador preferible para seguir la evolución de la calidad crediticia de las sociedades.

El liderazgo de los CDS en la formación del precio del riesgo crediticio puede estar relacionado con la menor facilidad relativa para negociar dicho riesgo en el mercado de bonos. Así, los bonos emitidos por las empresas suelen ser relativamente poco líquidos, sobre todo en Europa, ya que una buena parte de los compradores mantienen sus posiciones hasta el vencimiento. La negociación de una percepción negativa sobre la calidad crediticia de una empresa en dicho mercado es especialmente costosa, y en algunos casos imposible, debido a la limitada liquidez del mercado de adquisiciones temporales. Por otra parte, y a diferencia de lo que ocurre con los CDS, la negociación con bonos requiere la movilización de fondos o la financiación de las posiciones. La liquidez de los bonos se ve perjudicada, además, por la dispersión que produce por la multiplicidad de referencias con distintas características como cupones, existencia de opciones de compra y/o venta o convertibilidad en accio-

nes. En el mercado de CDS, por el contrario, la liquidez se concentra en un solo instrumento para cada plazo.

4. LOS DETERMINANTES DE LAS VARIACIONES EN EL PRECIO DEL RIESGO CREDITICIO

De acuerdo con la teoría, la prima de los CDS y el diferencial crediticio reflejan el precio que el mercado asigna a los siguientes dos factores: *a*) la probabilidad de que se produzca impago y *b*) en caso de que se produzca este, la tasa de recuperación esperada. En este sentido, variables relacionadas con cambios en estos dos factores deberían ayudar a explicar las variaciones en los indicadores crediticios. Desde el punto de vista del contenido informativo, resulta interesante conocer cuál de los dos tiende a moverse en mayor medida con cambios en las variables que aproximan la probabilidad de impago y la tasa de recuperación.

Antes de analizar las variables que empíricamente contribuyen a explicar los cambios en los precios del riesgo de crédito, resulta interesante estudiar algunas propiedades estadísticas de las series. El cuadro 3 muestra la volatilidad de los indicadores crediticios y su correlación para el total de las empresas estudiadas y para algunos grupos en función de la calidad crediticia y del área geográfica. Los estadísticos se han calculado con datos de frecuencia semanal con el fin de reducir el ruido que probablemente incorporan las series diarias. Por lo que se refiere a las volatilidades, se encuentra que, en media, estas son muy similares para ambos indicadores y que tienden a aumentar cuando empeora la calificación crediticia de las empresas. Otra característica interesante es que para las sociedades con elevada calificación la volatilidad tiende a ser más reducida en el mercado de CDS, mientras que lo contrario se observa en el grupo de empresas con peor rating. En cuanto a la correlación entre los dos

CUADRO 3

Estadísticos descriptivos de los precios del riesgo crediticio. Variaciones semanales

	Desviación típica (pb)		Correlación entre ambos indicadores
	Prima CDS	Spread crediticio bonos	
Total de la muestra	7,97	7,70	0,36
Sociedades con <i>rating</i> AAA-AA	3,91	5,37	0,28
Sociedades con <i>rating</i> A	7,22	7,01	0,32
Sociedades con <i>rating</i> BBB	15,40	12,51	0,57
Sociedades europeas	8,52	7,22	0,45
Sociedades americanas	7,43	8,18	0,27

indicadores, llama la atención que, aunque positiva, como cabría esperar, es relativamente reducida, a pesar de que, según se comentó en la tercera sección, para la mayoría de las empresas analizadas los dos indicadores tienden a moverse conjuntamente a largo plazo. Esto sugiere que, a corto plazo, pueden reaccionar de forma distinta frente a cambios en las variables relacionadas con el riesgo crediticio. Por otra parte, se observa que la correlación tiende a ser más elevada cuando aumenta la volatilidad de los indicadores.

Para analizar los determinantes de las variaciones en los indicadores crediticios se regresan estas sobre las siguientes variables, todas ellas en diferencias: tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, pendiente de la curva de tipos, índices bursátiles, volatilidad de los índices, precio de las acciones y volatilidad implícita de estas (6). Las estimaciones de los parámetros muestran una elevada heterogeneidad por empresas. En particular, se encuentra que el impacto de las variables determinantes tiende a aumentar al empeorar la calidad crediticia de las sociedades. Para recoger esta propiedad en el modelo estimado se permitió que la sensibilidad de los indicadores a sus determinantes dependiera de la calidad crediticia de las empresas. Además, se introdujeron otras dos variables que, aunque no están relacionadas con la probabilidad de impago o la tasa de recuperación, pueden contribuir a explicar las variaciones de los indicadores: una medida del precio de la liquidez y la base retardada (7).

El cuadro 4 muestra los resultados del modelo que solo incluye las variables que resultaron ser estadísticamente significativas. En la par-

te izquierda (modelo básico), aparecen los parámetros estimados de las regresiones que solo incluyen variables relacionadas con el riesgo crediticio, mientras que en la derecha se ofrecen las estimaciones del modelo ampliado. Se observa que, en el primer modelo, el ajuste es notablemente más elevado para el indicador del mercado de CDS (25%) que el que se obtiene con el diferencial crediticio de los bonos (15%). Además, con el primer indicador, un mayor número de variables resultan ser estadísticamente significativas. Todos los parámetros presentan el signo esperado. Así, la sensibilidad de la prima a los tipos de interés es negativa, lo que probablemente recoge el hecho de que cuando mejoran las perspectivas macroeconómicas los tipos de interés tienden a aumentar al tiempo que se reduce el riesgo crediticio. El aumento del precio de las acciones se traduce en una caída de la prima, dada la mejora en la calidad crediticia de las empresas (8). Por último, un aumento de la volatilidad se refleja en un mayor riesgo crediticio, lo que es coherente con la mayor incertidumbre.

Por su parte, el indicador del mercado de bonos solo parece reaccionar a cambios en los tipos de interés y en el precio de las acciones. El impacto de estas variables es, asimismo, distinto al que se encuentra para la prima de los CDS. En concreto, la sensibilidad del diferencial crediticio a cambios en los tipos de interés es más alta que la de la prima de los CDS, mientras que lo contrario ocurre con el precio de las acciones. Así, una caída de un 10% en la cotización bursátil de una empresa con una prima de 250 pb está asociada con un aumento de 20 bp en dicha prima, frente a un ascenso de solo 8,5 bp en el diferencial crediticio.

La introducción de la medida de liquidez y de la base retardada permite incrementar sustan-

(6) Para este estudio también se utilizan las series con una frecuencia semanal.

(7) Para mayor detalle, véase el trabajo que aquí se resume. Como medida de liquidez se considera el diferencial de rentabilidad a largo plazo entre emisiones de deuda del Tesoro norteamericano con vencimiento similar pero de distinta liquidez.

(8) En realidad, la sensibilidad de la prima al precio de las acciones solamente es negativa cuando dicha prima está por encima de 34 pb, lo que ocurre para la mayoría de las empresas de la muestra.

CUADRO 4

Determinantes de las variaciones en los precios del riesgo de crédito

	Modelo básico				Modelo ampliado			
	Prima CDS		Diferencial crediticio bonos		Prima CDS		Diferencial crediticio bonos	
	coef.	estad. t	coef.	estad. t	coef.	estad. t	coef.	estad. t
Variación tipo de interés	-11,06	-6,7	-17,20	-11,0	-10,68	-6,6	-16,67	-11,4
Variación precio acciones	30,91	3,0	29,12	3,7	31,85	3,0	29,30	3,7
$CDS_{t-1} \times$ Variación precio acciones (a)	-0,91	-5,8	-0,55	-5,0	-0,91	-5,8	-0,56	-5,0
$CDS_{t-1} \times$ Variación volatilidad acciones (b)	0,44	4,5			0,42	4,2		
Variación liquidez					0,18	4,6		
Base retardada					-0,05	-2,4	0,25	11,2
R^2 ajustado		0,25		0,15		0,26		0,23

(a) Esta variable recoge los cambios en la sensibilidad del indicador (prima o diferencial crediticio) a las variaciones en el precio de las acciones asociados a modificaciones en la calidad crediticia.
 (b) Esta variable recoge los cambios en la sensibilidad del indicador (prima o diferencial crediticio) a las variaciones en la volatilidad del precio de las acciones asociados a modificaciones en la calidad crediticia.

cialmente el ajuste del indicador de riesgo crediticio del mercado de bonos (del 15% al 23%). La mejora se produce básicamente por la inclusión de la base retardada, cuyo parámetro resulta ser positivo y estadísticamente significativo. Por su parte, en la ecuación del mercado de CDS las dos variables introducidas son significativas y aparecen con el signo esperado, si bien el modelo solo incrementa marginalmente su ajuste. El parámetro de la base retardada es cinco veces mayor en la ecuación del diferencial crediticio, lo que confirma que, incluso con una frecuencia semanal, los mercados de bonos tienden a incorporar mucho más lentamente los cambios en la calidad crediticia de las empresas.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo se comparan las primas de los CDS con el indicador tradicional de riesgo corporativo (el diferencial crediticio de los bonos). Los resultados apuntan a que, para la mayoría de los emisores de la muestra, ambos proporcionan la misma información. En estos casos, sin embargo, el indicador basado en los mercados derivados tiende a reaccionar con mayor celeridad ante cambios en la situación de las sociedades. Esta característica, junto con su mayor facilidad de cálculo, convierte a la prima de los CDS en un indicador preferible para analizar la evolución en la calidad crediticia de las empresas.

Existen, no obstante, emisores para los que la relación teórica no se verifica. Esta circunstancia se produce principalmente en las sociedades europeas de peor calificación, para las que la prima de los CDS tiende a estar por encima del diferencial crediticio de los bonos. Según se ha discutido, en tales casos ambos indicadores pueden distorsionar la verdadera solvencia de las empresas, por lo que la mejor opción para analizar la evolución de la calidad crediticia de estas sociedades sería combinar ambos indicadores, tomando la prima de los CDS como una cota superior del riesgo de crédito, mientras que el diferencial crediticio proporcionaría una cota inferior.

20.1.2003.

BIBLIOGRAFÍA

BOOTH, G. G., SO, R. y TSE, Y. (1999). «Price discovery in the German equity derivatives markets», *Journal of Futures Markets*, 19, pp. 619-643.

DUFFIE, D. (1999). «Credit swap valuation», *Financial Analyst Journal*, 55, pp. 73-87.

GONZALO, J. y GRANGER, C. W. J. (1995). «Estimation of common long-memory components in cointegrated systems», *Journal of Business and Economic Statistics*, 13, pp. 27-35.

HASBROUCK, J. (1995). «One security, many markets: determining the contributions to price discovery», *Journal of Finance*, 50, pp. 1175-1199.

Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002

1. INTRODUCCIÓN

Durante el cuarto trimestre de 2002, la publicación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido considerable, sobre todo, con la aparición de la Ley de medidas de reforma del sistema financiero (conocida como Ley Financiera). Dicha Ley tiene por finalidad fomentar la eficiencia de los mercados e impulsar la competitividad de la industria financiera, asegurando la protección de la clientela.

Asimismo, se ha elaborado un texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, con el fin de que los agentes sociales implicados puedan disponer de un texto normativo debidamente actualizado que integre la regulación de los planes de pensiones y los principales aspectos de su proceso de adaptación.

En el ámbito del mercado de valores, por un lado, se ha establecido la obligatoriedad para que las entidades emisoras utilicen las vías telemáticas para la remisión de la información pública periódica a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y, por otro, se han regulado las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva.

En el aspecto fiscal, cabe reseñar la segunda reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas desde el año 1998, así como la modificación de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes, como consecuencia de la interrelación existente entre ellos.

Finalmente, y como es habitual en este período, se comentan las novedades, principalmente de carácter monetario, financiero y fiscal contenidas en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2003. Junto con la Ley de Presupuestos, y al igual que viene sucediendo en los últimos años, se han adoptado una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, con el fin de facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica. Dentro de las acciones administrativas relativas al ámbito financiero, cabe reseñar la introducción de ciertas precisiones en la regulación de los sistemas de indemnización de los inversores y la obligatoriedad de adhesión de las sociedades gestoras de carteras al Fondo de Garantía de Inversiones.

2. MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

2.1. Introducción

El sistema financiero se ha configurado como uno de los sectores con más peso y pro-

yección internacional en la economía española, siendo una pieza esencial en el desarrollo económico del país. Por otra parte, el ordenamiento jurídico al que se sujetan los intermediarios financieros se ha convertido en un factor competitivo de enorme importancia, por lo que conseguir un marco regulador eficaz y no excesivamente rígido es fundamental para no perjudicar la competitividad de las entidades financieras que operan en el país.

Así pues, la necesidad de no perjudicar la competitividad del sistema financiero español, respondiendo al reto exterior y favoreciendo la mejora de la canalización del ahorro hacia la economía real, todo ello sin originar una desprotección de los clientes de los servicios financieros, ha hecho necesaria la publicación de la *Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (BOE 281/2002, de 23 de noviembre), cuyos objetivos son, básicamente, tres:

- a) Asegurar que el ordenamiento jurídico no imponga trabas innecesarias que coloquen a las entidades financieras nacionales en desventaja frente a sus homólogos comunitarios. Con este fin, se adoptan medidas y se crean instrumentos encaminados a aumentar la eficiencia y a mejorar la competitividad de la industria financiera española.
- b) Asegurar que el incremento de la competencia y la utilización de las nuevas tecnologías no den lugar a una desprotección de los clientes de servicios financieros. Para ello se mejoran las condiciones de protección de los usuarios de servicios financieros.
- c) Favorecer la canalización del ahorro hacia la economía real, verdadera impulsora del crecimiento y la creación de empleo. En tal sentido, se mejoran las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYME), habida cuenta de su importancia en el tejido empresarial español.

Además, la Ley transpone a la normativa varias directivas comunitarias, como son, entre otras: la Directiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre de 2000, que modifica las Directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE del Consejo, en lo relativo al intercambio de información con terceros países; la Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio así como la supervisión cautelar de dichas entidades; y la Directiva 2000/28/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de

septiembre de 2000 (1), por la que se modifica la Directiva 2000/12/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

Dada la densidad de contenido de la citada Ley, su resumen se ha estructurado en los siguientes epígrafes:

2.2. **Medidas para el fomento de la eficiencia en el mercado de valores**

2.2.1. *Integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores*

Entre las medidas para mejorar la eficiencia del sistema cabe destacar aquellas encaminadas a la integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores, pilar básico para el funcionamiento correcto de los mercados de valores, dadas sus implicaciones sobre el coste y la seguridad jurídica de las operaciones.

LA SOCIEDAD DE SISTEMAS

En el mercado español, los principales procesos de compensación y liquidación de valores se han venido realizando por la Central de Anotaciones de Deuda Española (en adelante, CADE), para la negociación de Deuda Pública, y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, SCLV), para los admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas y en AIAF Mercado de Renta Fija, S. A. (mercado secundario oficial de renta fija privada). Además, al amparo de la Ley del Mercado de Valores, las Comunidades Autónomas con competencias en la materia crearon sus propios servicios de compensación y liquidación para los valores admitidos a negociación en sus respectivas Bolsas de Valores. Esta multiplicidad de sistemas de compensación y liquidación existentes en España no favorecía la competitividad de nuestro sistema financiero.

Para solucionar esta situación, la Ley establece en su articulado las modificaciones legales para llevar a cabo un proceso de integración de los sistemas de compensación y liquidación existentes. Para ello, diseña un régimen jurídico flexible y abierto que contempla la creación de la *Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores* (en adelante, la Sociedad de Siste-

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2001, pp. 79 a 81.

mas), mediante un proceso de fusión del SCLV y la CADE. En dicha Sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países.

En general, la llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en las bolsas o en el mercado de Deuda Pública anotada corresponderá a la Sociedad de Sistemas. No obstante, para los valores admitidos a negociación exclusivamente en una bolsa de valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia podrán establecer la creación de un servicio propio de llevanza del registro contable, cuyas facultades respecto a dichos valores serán las mismas que la Ley establece para la Sociedad de Sistemas.

La Sociedad de Sistemas tendrá las siguientes funciones:

- a) Llevar el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo soliciten.
- b) Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las Bolsas de Valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios.
- c) Prestar servicios técnicos y operativos directamente relacionados con los de registro, compensación y liquidación de valores, y cualesquiera otros requeridos para que la Sociedad de Sistemas colabore y coordine sus actuaciones con otros ámbitos y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y pueda participar en estos últimos.
- d) Las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.

Para facilitar el proceso de integración, se procede a la *desmutualización* de los Sistemas de Compensación y Liquidación, en paralelo con la efectuada por las Sociedades Rectoras de Bolsas de Valores, mediante la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, admi-

nistrativas y del orden social (2). Ello permitirá la entrada en el capital de estas entidades a socios que no intervienen como participantes en el mercado. En este sentido, el Gobierno establecerá los criterios para determinar las condiciones de acceso y permanencia en el capital de la Sociedad de Sistemas, así como su reparto entre sus accionistas. Las instituciones no residentes que desarrollen en el extranjero actividades análogas a las de la Sociedad de Sistemas podrán ser accionistas de la misma, siempre que estén sujetas a un régimen de supervisión de sus actividades de registro, compensación y liquidación de valores, al menos, equivalente al de la Sociedad de Sistemas. Esta, a su vez, podrá participar en el capital de aquellas, siendo necesario, en ambos casos, la autorización previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Sociedad de Sistemas podrá establecer convenios con entidades residentes y no residentes que desempeñen funciones análogas, entidades de contrapartida central u otras, para la apertura y llevanza de cuentas o para otras actividades de la Sociedad de Sistemas.

En caso de declaración judicial de quiebra o admisión a trámite de la solicitud de suspensión de pagos de una entidad participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas, esta última gozará de derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes en los sistemas gestionados por aquella.

Por otro lado, la Ley prevé que el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, pueda autorizar a otras entidades financieras la realización de todas o algunas de las funciones encomendadas a la Sociedad de Sistemas. Dichas entidades deberán cumplir, en todo caso, con los requisitos mínimos que se establezcan reglamentariamente, además, les será de aplicación el mismo régimen de supervisión y disciplina que a la Sociedad de Sistemas, con las especificaciones que reglamentariamente se establezcan.

ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Otra novedad de la Ley en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores es la previsión de la creación de una o varias *Entidades de Contrapartida Central*, cuyo objeto

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

es eliminar el riesgo de contraparte en las operaciones, ya que se interpone entre el comprador y el vendedor, de modo que estos siempre se benefician de la garantía del buen fin de la operación que concede esta entidad. La entidad o entidades así autorizadas desarrollarán sus actividades con sujeción a lo que al respecto establezca el correspondiente Reglamento, que deberá ser aprobado por el Ministro de Economía previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, del Banco de España y de las Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de Autonomía les reconozcan competencias en materia de regulación de centros de contratación de valores. Dicho Reglamento determinará, como mínimo, los requisitos de acceso a la condición de participante en la misma y establecerá las condiciones técnicas, operativas y normativas de acceso a los servicios prestados, las garantías exigidas a las entidades miembros y la información que deberán facilitar en relación con las operaciones que comuniquen a aquella, así como el régimen económico de la entidad de contrapartida central.

La entidad de contrapartida central podrá ejecutar, en nombre y por cuenta de las entidades contratantes, las obligaciones derivadas de contratos marco de operaciones realizadas sobre valores negociables o instrumentos financieros derivados, con sujeción a lo dispuesto en esta o en otras leyes aplicables, así como en la normativa de desarrollo. La entidad de contrapartida central estará sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, en sus respectivos ámbitos de competencia, conforme a lo establecido en la presente Ley.

Con sujeción a lo dispuesto en esta y otras leyes, así como a lo establecido en las disposiciones de desarrollo de la presente Ley, la entidad de contrapartida central podrá establecer acuerdos con otras entidades residentes y no residentes, cuyas funciones sean análogas o que gestionen sistemas de compensación y liquidación de valores, participar en el accionariado de dichas entidades o admitir a las mismas como accionistas. Dichos acuerdos requerirán la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2.2.2. *Fomento de la apertura de los mercados de valores españoles*

La Ley modifica el régimen de control sobre las *participaciones cruzadas* de sociedades que administren mercados secundarios con sus homólogas fuera de España, estableciendo un régimen más ágil que facilite la integración de los mercados transfronterizos, pero a la vez se asegura un cierto control sobre la adecuación

del accionariado de los mercados españoles. Así, el Ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá oponerse a la adquisición de una participación significativa en aquellas sociedades que administren mercados secundarios españoles, cuando estime que ello es necesario para asegurar el buen funcionamiento de los mercados o para evitar distorsiones en los mismos, así como por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen.

También se autoriza a las sociedades que administran mercados secundarios españoles (las bolsas) la participación en sociedades análogas en otros países, previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la normativa anterior exigía autorización del Gobierno, previo informe de la CNMV).

Entre las operaciones de integración de mercados que se pretende impulsar, destacan las que afectan a los mercados oficiales de futuros y opciones, en los que es corriente que las distintas fases de la operativa (negociación, compensación y liquidación) se lleven a cabo incluso en países distintos.

Por otra parte, la Ley transpone a la regulación del mercado de valores la Directiva 2000/64/CE, que modifica una serie de Directivas relacionadas con el intercambio de información en el ámbito de seguros, valores e instituciones de inversión colectiva, en el sentido de facilitar el intercambio de información entre los supervisores comunitarios y los de terceros países, con las debidas garantías de confidencialidad. Esta medida ya se aplica en el mercado de crédito en virtud del Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas (3). Asimismo, se introduce una amplia regulación de los sistemas organizados de negociación, en lo que se refiere a, entre otros aspectos, el régimen de autorización, la obligación de constituir sociedades rectoras con forma de sociedad anónima, o el régimen de supervisión y sanción.

2.3. **Medidas para el fomento de la eficiencia en el mercado del crédito**

2.3.1. *Obligaciones derivadas de las operaciones de política monetaria*

La Ley sistematiza y complementa la regulación específica existente hasta la fecha en rela-

(3) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1986», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1986, pp. 45 y 46.

ción con las garantías constituidas a favor del Banco de España, del Banco Central Europeo o de los restantes Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea, para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de sus operaciones de política monetaria y crédito intradía, para lo cual incorpora una nueva disposición adicional a la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España (4), en la que se recoge el nuevo régimen jurídico específico aplicable a dichas garantías, que flexibiliza los requisitos para su constitución y ejecución. Así, cabe reseñar que la constitución de las garantías no requerirá la intervención de notario ni ningún otro requisito formal y tan solo deberá constar por escrito y ser inscrita en el registro correspondiente por la entidad encargada del mismo. En el supuesto de valores representados mediante títulos físicos, será necesaria, además, su entrega al beneficiario de la garantía o a un tercero establecido por común acuerdo entre las partes.

La formalización de la correspondiente obligación principal tampoco requerirá la intervención de notario ni el cumplimiento de ningún otro requisito formal. En el caso de las operaciones simultáneas o de compraventa con pacto de recompra se regirán por su normativa específica.

En cuanto a su ejecución, bastará con la certificación expedida por el Banco de España, el Banco Central Europeo o el Banco Central Nacional de la Unión Europea que corresponda, acreditativa de la cuantía de los importes vencidos, líquidos y exigibles que se ejecutan, junto con copia del documento de constitución de la garantía. Cuando el objeto de la garantía esté constituido por activos negociables en un mercado organizado, su ejecución se hará a través del organismo rector correspondiente. En los demás casos, se realizará mediante subasta organizada por el Banco de España. El sobrante que resulte una vez satisfecha la deuda correspondiente, se reintegrará a la entidad que haya aportado los citados activos de garantía. En caso de incumplimiento por cualquiera de las partes en las operaciones simultáneas o de compraventa con pacto de recompra, se aplicará lo establecido en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, disposición adicional duodécima, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de valores.

2.3.2. Gestión de Tesorería del Estado

Por otro lado, la Ley prevé mejorar y facilitar la gestión de tesorería del Estado a través de

(4) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1994, pp. 86 a 92.

operaciones de adquisición temporal de valores de renta fija, con lo que el Tesoro puede obtener un mayor rendimiento del saldo disponible en el Banco de España. Con tal objeto, el Ministerio de Economía podrá autorizar a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera a realizar operaciones de adquisición temporal de activos o de préstamo. En dicha autorización se concretarán las condiciones en que se podrán efectuar tales operaciones, que podrán tener por objeto valores de deuda pública de cualquier Estado miembro de la Unión Europea, así como de otras entidades públicas o instituciones supranacionales u otros valores de renta fija de semejante calidad crediticia, negociados en mercados regulados.

Si esos activos hubieran sido objeto de garantía en favor del Banco de España, también podrán ser aplicados temporalmente por sus titulares en cobertura de las operaciones de gestión de tesorería de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Estado, instrumentadas a través del Banco de España, en los términos que el Ministerio de Economía establezca y siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- a) Que el titular de los activos otorgue su consentimiento, el cual podrá prestarse en el contrato o documento de garantía celebrado con el Banco de España.
- b) Que existan activos de garantía disponibles, una vez garantizadas adecuadamente las obligaciones frente al Banco de España y a satisfacción de este.

Los activos citados quedarán sujetos al cumplimiento de las obligaciones frente al Tesoro, teniendo esta garantía plenos efectos frente a terceros, sin más formalidad que la de que el Banco de España identifique adecuadamente los activos de garantía afectos al cumplimiento de cada una de dichas obligaciones, realizando el correspondiente desglose. Este desglose deberá ser mantenido mientras la operación de que se trate no haya llegado a su término. Una vez satisfechas tales obligaciones, los activos quedarán de nuevo afectos en garantía frente al Banco de España.

2.3.3. Reforma del régimen jurídico de las cajas de ahorros y flexibilización del régimen aplicable a las cooperativas de crédito

La Ley reforma el régimen jurídico de las cajas de ahorros estableciendo que la representación de los intereses colectivos en la Asamblea General se llevará a efecto median-

te la participación al menos de los siguientes grupos: las Corporaciones Municipales en cuyo término tenga abierta oficina la entidad; los impositores de la caja de ahorros; las personas o entidades fundadoras de las cajas, que podrán asignar una parte de su representación a Corporaciones Locales que, a su vez, no sean fundadoras de otras cajas de ahorros en su ámbito de actuación; los empleados de las cajas de ahorros. La representación de las Administraciones Públicas y entidades y corporaciones de derecho público en los órganos de gobierno de las cajas, incluida la que corresponda a la entidad fundadora cuando esta tenga la misma naturaleza, no podrá superar, en su conjunto, el 50% del total de los derechos de voto en cada uno de tales órganos, teniendo que estar representadas todas las entidades y corporaciones. El porcentaje de representación en los órganos rectores de los impositores oscilará entre un mínimo del 25% y un máximo del 50% de los derechos de voto en cada uno de los órganos. El porcentaje de representación de los empleados oscilará entre un 5% y un 15% de los votos.

Otra serie de normas se dirigen a incrementar la profesionalización de la gestión de las cajas de ahorros, exigiendo a los componentes de los órganos rectores de las mismas que ejerzan sus funciones en beneficio exclusivo de los intereses de la caja y del cumplimiento de su función social y reforzando los requisitos de honorabilidad a los integrantes de sus órganos de gobierno. Por su parte la Ley establece que los consejeros generales y vocales del consejo de administración serán nombrados por un período que será el señalado en los estatutos, sin que pueda ser inferior a cuatro años ni superior a seis, aunque puede preverse la posibilidad de reelección por otro período igual, sin superar, en ningún caso, los doce años. A fin de incrementar la independencia de los consejeros y vocales del consejo de administración, en tanto no se haya cumplido el plazo para el que fueron designados, y fuera de los casos de renuncia, defunción o fallecimiento o ausencia legal, el nombramiento de los mismos será irrevocable salvo, exclusivamente, en los supuestos de incompatibilidad sobrevenida, pérdida de cualquiera de los requisitos exigidos para el cargo o acuerdo de separación adoptado por la Asamblea General si se apreciara justa causa.

Finalmente, se introducen una serie de modificaciones que facilitan la posibilidad de establecer acuerdos estratégicos entre cajas de ahorros, así como la fusión entre cajas de diferentes Comunidades Autónomas.

Por otra parte, la Ley flexibiliza el régimen de inversiones de las cooperativas de crédito,

aproximándolo al de los bancos y cajas de ahorros, con un doble objetivo: por un lado, permitir a estas entidades adquirir una mayor dimensión, favoreciendo el incremento de sus carteleras industriales, y, por otro, facilitar el recurso a la financiación subordinada, previo acuerdo del consejo rector, cualquiera que fuere su instrumentación y siempre que tal posibilidad esté expresamente prevista en los Estatutos.

2.4. **Medidas para el fomento de la eficiencia en el mercado de seguros**

Dentro de las medidas para fomentar la eficiencia en el mercado de seguros, se introducen modificaciones en la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados. Dichas modificaciones están encaminadas básicamente a transponer a la regulación del mercado de seguros la Directiva 2000/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre de 2000, en lo referente al intercambio de información entre supervisores. Los acuerdos de cooperación en los que se prevea el intercambio de información con las autoridades competentes para la ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras y demás entidades financieras o con otras autoridades u órganos de terceros países, requerirán que la información suministrada quede protegida por garantías de secreto profesional, y que el intercambio de información tenga por objeto el cumplimiento de las labores de ordenación y supervisión de dichas autoridades. Cuando la información tenga su origen en otro Estado miembro del Espacio Económico Europeo, no podrá ser revelada sin la conformidad expresa de las autoridades competentes que la hayan facilitado y, en su caso, únicamente con la finalidad para la que dichas autoridades hayan dado su conformidad.

Por otro lado, se suprime el Organismo autónomo «Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras», cuyas funciones, patrimonio y personal se asumirán a partir de la entrada en vigor de la presente Ley por la entidad pública empresarial «Consorcio de Compensación de Seguros». Esta fusión permitirá reducir costes de gestión a través del aprovechamiento de las sinergias entre ambos organismos.

Por otra parte, cabe reseñar que se transpone al ordenamiento jurídico español la Cuarta Directiva sobre el seguro de vehículos automóviles, que regula los derechos del perjudicado en accidentes de circulación ocurridos fuera de su país de residencia dentro de la Unión Europea. Así, la Ley permite a las entidades aseguradoras autorizadas en España elegir libremente al representante para la tra-

mitación y liquidación de siniestros, pero deberá residir o estar establecido en el Estado miembro para el que haya sido designado. Asimismo, deberán comunicar a los organismos de información de todos los Estados miembros el nombre y la dirección de dicho representante. Por su parte, el perjudicado español por accidentes ocasionados en otro Estado miembro puede reclamar la indemnización ante la entidad aseguradora en dicho Estado o ante su representante en España.

2.5. **Medidas para impulsar la competitividad de la industria financiera**

2.5.1. *Las cédulas territoriales*

Este nuevo valor, a imagen y semejanza de las cédulas hipotecarias, permite que las entidades de crédito dispongan de una vía de refinanciación de sus créditos frente a las Administraciones Públicas, semejante a las disponibles en otros países comunitarios. Se trata de títulos de renta fija que podrán emitir las entidades de crédito, cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por la entidad al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos o a otras entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. Estos valores gozarán del mismo régimen fiscal y financiero aplicable a las cédulas hipotecarias.

El importe total de las cédulas emitidas por una entidad de crédito no podrá ser superior al 70% del importe de los préstamos y créditos no amortizados que tenga concedidos a las Administraciones antes referidas. No obstante, si sobrepasara dicho límite deberá recuperarlo en un plazo no superior a tres meses, y, mientras tanto, deberá cubrir la diferencia mediante un depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España.

2.5.2. *Las cuotas participativas de las cajas de ahorros*

La Ley actualiza y complementa el régimen jurídico de las cuotas participativas (5), contenido inicialmente en la Ley 26/1988, de 29 de ju-

lio (6), y desarrollado por el RD 664/1990, de 25 de mayo (7), potenciando y dinamizando este instrumento financiero, a fin de que proporcione suficiente dotación de recursos propios a las cajas de ahorros, asegurando, así, condiciones de financiación similares a las de otras entidades de depósito.

Tal como ya se contemplaba, las cuotas participativas no podrán emitirse por un valor inferior a su nominal. Su emisión deberá efectuarse con prima, cuando sea necesario, para evitar la dilución de los derechos preexistentes sobre el patrimonio y los excedentes futuros. Las cuotas participativas tendrán carácter nominativo y se desembolsarán íntegramente en efectivo en el momento de la emisión.

Como novedad, se establece que el volumen de las cuotas participativas en circulación no podrá superar el 50% del patrimonio de la caja, aunque durante los dos años siguientes a la entrada en vigor de esta Ley no podrá superar el 25% de su patrimonio. Asimismo, cabe resaltar que las cuotas participativas cotizarán en mercados secundarios organizados. No obstante, ninguna persona, natural o jurídica, o grupo económico, podrá ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas por importe superior al 5% de las cuotas totales vigentes. En el caso de que se superara, se procederá a la suspensión de todos los derechos económicos de las cuotas adquiridas por la persona o grupo económico.

De forma excepcional, se permite la posibilidad de que el Fondo de Garantía de Depósitos u otras entidades del sector de Cajas de Ahorros, previamente autorizadas por el Banco de España, puedan superar el límite del 5% de cuotas participativas emitidas por una caja de ahorros en situaciones de excepcional gravedad que pongan en peligro la efectividad de sus recursos propios, así como la estabilidad, liquidez y solvencia de la entidad emisora.

Asimismo, está prohibida la adquisición originaria de cuotas participativas por parte de la caja o su grupo económico; no obstante, sí se podrá realizar una adquisición derivativa, siempre que el valor nominal de las cuotas que obren en poder de la entidad o su grupo consolidable no exceda del 5% de las cuotas totales emitidas.

(5) Las cuotas participativas de las cajas de ahorros son valores negociables que representan aportaciones dinerarias de duración indefinida, que pueden ser aplicadas en igual proporción y a los mismos destinos que los fondos fundacionales y las reservas de la Entidad.

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

(7) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1990», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1990, p. 79.

Por su parte, continúa la regulación de los siguientes fondos que deben constituirse con ocasión de la emisión de las cuotas: el Fondo de Participación, que será igual a la suma del valor nominal de las cuotas participativas que se emiten; el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, que estará integrado por el porcentaje del excedente de libre disposición correspondiente a las cuotas participativas que no fue destinado ni al Fondo de Estabilización ni satisfecho efectivamente a los cuotapartícipes, y el Fondo de Estabilización, que tendrá como finalidad evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas participativas. El Fondo de Participación, el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y, en caso de existir, el Fondo de Estabilización se aplicarán a la compensación de pérdidas en la misma proporción y orden en que lo sean los fondos fundacionales y las reservas. Asimismo, el Fondo de Participación y el Fondo de Reservas de Cuotapartícipes tendrán la consideración de recursos propios.

2.5.3. *Préstamos de valores por instituciones de inversión colectiva*

Se amplía la operativa de las instituciones de inversión colectiva, que podrán realizar operaciones de *préstamo de valores* sobre sus carteras, tanto como operaciones de mercado como fuera de mercado (operaciones «over the counter» u «OTC»). Todo ello con el objetivo de poder ofrecer mayores rentabilidades a los inversores, sin menoscabo de la seguridad de su inversión. En este sentido, el Ministro de Economía será el encargado de establecer los límites y garantías para estas operaciones.

2.5.4. *Acuerdos de compensación contractual*

La Ley dota de seguridad a los denominados *acuerdos de compensación contractual* frente a las eventuales situaciones de quiebra de las partes. En efecto, es práctica común que las entidades financieras operen entre sí a través de contratos marco en los que se establecen unas garantías que cubren, día a día, la posición neta resultante de todas las operaciones de financiación, préstamo de valores, derivados financieros, etc., que llevan a cabo las partes. La Ley extiende a dichos acuerdos el régimen previsto en la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (8), que se aplicará por

tanto también a operaciones fuera de mercado (OTC). No obstante, se mantienen ciertas limitaciones por razón de los sujetos intervenientes (al menos, una parte debe ser entidad de crédito o empresa de servicios de inversión) y contenido del acuerdo (deberá incluir el mecanismo de cálculo del saldo neto exigible) para restringir los efectos de este régimen de garantías al ámbito estrictamente necesario.

2.5.5. *Mejora de las condiciones de financiación de las PYME*

La Ley también persigue mejorar las condiciones de financiación de las PYME. Para ello amplía la posibilidad de que éstas se financien a través del *factoring*, al permitir la cesión en masa de sus carteras frente a las Administraciones Públicas.

Por otra parte, dentro de las medidas destinadas a mejorar la financiación a la pequeña y mediana empresa innovadora, cabe reseñar la reforma que hace la Ley del régimen jurídico y fiscal de las *entidades de capital riesgo*, reguladas por la Ley 1/1999, de 5 de enero (9). La experiencia acumulada tras esta norma recomienda introducir las siguientes modificaciones: en primer lugar, se facilita que estas entidades mantengan en sus activos acciones de empresas que no cotizaban en el momento de su adquisición, y que, posteriormente, han pasado a negociarse en alguna Bolsa; en segundo lugar, se facilita la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que se encuentren directamente adscritos a una finalidad o actividad empresarial que no sea la estrictamente inmobiliaria; en tercer lugar, se agiliza la operativa de estas entidades al permitir realizar aportaciones en especie a su capital con posterioridad a su constitución, y, finalmente, se asegura que las operaciones societarias de una sociedad de capital riesgo o que den lugar a una, quedan sujetas al debido control.

Asimismo, se permite que las entidades de capital riesgo inviertan hasta el 25% de su activo en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

- Que los estatutos o reglamentos contemplen estas inversiones.
- Que la entidad o, en su caso, su sociedad gestora disponga de un procedimiento inter-

(8) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 77 a 86.

(9) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 89 y 90.

no formal, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita evitar conflictos de interés y cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo de la entidad. La verificación del cumplimiento de estos requisitos corresponderá a una comisión independiente creada en el seno de su consejo o a un órgano interno de la sociedad gestora al que se encomiende esta función.

- c) Que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo.

2.5.6. *Impulso al empleo de técnicas electrónicas*

En otro capítulo de la Ley se regulan los efectos jurídicos de la *contratación electrónica* y se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas relacionadas con el dinero electrónico. Este se define como el valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor que esté almacenado en un soporte electrónico, emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido, y aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor.

Las Entidades de Dinero Electrónico (EDE) tienen la naturaleza de entidades de crédito, cuya actividad principal consiste en emitir medios de pago en forma de dinero electrónico. Las entidades que pretendan realizar esta actividad no podrán recibir fondos por importe superior al valor monetario emitido. La recepción de fondos no constituirá recepción de fondos reembolsables del público si los mismos se cambian inmediatamente por dinero electrónico. No obstante, tendrán el mismo tratamiento que los depósitos a los efectos de la cobertura de los mismos por los fondos de garantía de depósitos, si el soporte al que se incorporan es nominativo o están ligados a una cuenta representativa de un depósito constituido por su titular.

Para ejercer en el territorio español la actividad comercial de emitir dinero electrónico es preciso obtener la autorización para actuar como entidad de crédito y estar inscrito en los correspondientes registros. Correspondrá al Ministro de Economía, previo informe del Banco de España, autorizar la creación de EDE, y al Banco de España su control e inspección, así como su inscripción en el registro que se creará al efecto. Se aplicará a estas entidades, con las adaptaciones que reglamentariamente se determinen, el régimen sancionador, entre otras leyes, el previsto para las entidades de crédito en la Ley 26/1988, de 29 de julio.

La Ley faculta al Gobierno para desarrollar el régimen jurídico aplicable a la creación y condiciones de ejercicio de la actividad de las Entidades de Dinero Electrónico. También se habilita al Ministro de Economía para regular las especialidades respecto de las normas generales que rigen la contratación electrónica, garantizando la protección de los legítimos intereses de la clientela y sin perjuicio de la libertad de contratación que, en sus aspectos sustantivos y con las limitaciones que pudieran emanar de otras disposiciones legales, deba presidir las relaciones entre las empresas de servicios de inversión y su clientela.

2.6. **Medidas protectoras de los clientes de servicios financieros**

2.6.1. *Órganos de defensa del cliente*

En primer lugar, se regulan unos órganos administrativos específicos de nueva creación para la defensa de los clientes de servicios financieros. Son: *el Comisionado para la Defensa del Cliente de Servicios Bancarios*; *el Comisionado para la Defensa del Inversor*; y *el Comisionado para la Defensa del Asegurado y del Partícipe en Planes de Pensiones*, que estarán adscritos orgánicamente al Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, respectivamente, con la finalidad expresa de proteger los derechos del usuario de servicios financieros en el ámbito respectivo. Asimismo, se habilita al Gobierno para desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en esta Ley respecto de la figura de los Comisionados y, en particular, lo relativo a su nombramiento, rango jerárquico, procedimiento de resolución de las quejas y reclamaciones y contenido de la memoria anual.

En segundo lugar, la Ley establece la obligación para todas las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, de atender y resolver las quejas y reclamaciones que sus clientes puedan presentar, relacionados con sus intereses y derechos legalmente reconocidos. A estos efectos, las entidades financieras deberán contar con un departamento o servicio de atención al cliente. Además, podrán designar un *Defensor del Cliente*, a quien corresponderá atender y resolver los tipos de reclamaciones que determine, en cada caso, su reglamento de funcionamiento, y que habrá de ser una entidad o experto independiente. Las decisiones del Defensor del Cliente que sean favorables a la reclamación vincularán a la entidad. La Ley habilita al Ministro de Economía para que establezca unos requisitos mínimos que se deben de respetar por

el departamento o servicio de atención al cliente y el Defensor del Cliente.

2.6.2. Otras normas de protección

REFUERZO DE LAS POTESTADES SUPERVISORAS

La Ley actualiza y modifica el régimen sancionador de las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y empresas de seguros, introduciendo como motivo de sanción las deficiencias en la organización administrativa y contable, o en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de riesgos, cuando tales deficiencias pongan en peligro la solvencia o la estabilidad de la entidad. Asimismo, modifica la normativa que regula a los establecimientos de cambio de moneda, endureciendo los requisitos de acceso a la actividad introduciendo la necesidad de autorización administrativa cuando dicha actividad sea ejercida por personas físicas o jurídicas distintas de las entidades de crédito y requisitos de honorabilidad comercial y profesional para los titulares de dichos establecimientos. También, la Ley establece un mayor control de las entidades que realicen operaciones de venta de billetes extranjeros o cheques de viaje o gestionen transferencias internacionales, atribuyendo al Banco de España su supervisión y control. Por último, la Ley amplía el régimen de sanciones previsto para estas entidades.

TRANSPARENCIA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

En los mercados de capitales se refuerza la protección del inversor, impulsando las normas de transparencia y de mejora de la información.

En primer lugar, se imponen normas de transparencia en las *operaciones vinculadas*, de manera que se eviten abusos por parte de directivos y consejeros en contra de los intereses de los accionistas. En concreto, las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial deberán incluir necesariamente en las informaciones semestrales información cuantificada de todas las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas (directivos y accionistas significativos) en la forma que determine el Ministerio de Economía o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con indicación del tipo y naturaleza de las operaciones efectuadas y de las partes vinculadas que han intervenido en ellas. No obstante, el Ministerio de Economía determinará las operaciones sobre las que habrá de facilitarse información individualizada, en caso de que fueran significativas por su cuantía o relevancia para una adecuada comprensión de los estados financieros de la sociedad.

En segundo lugar, se refuerza la regulación de la *información privilegiada* y de la *información relevante*, con el fin de evitar la pérdida de integridad de los mercados y, en última instancia, el encarecimiento en la financiación empresarial que provoca la falta de confianza entre los inversores. En este sentido, se extiende el concepto de *información privilegiada* a otros instrumentos distintos de los propios valores negociables, considerándose como privilegiada cualquier información de carácter concreto que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación.

Todas las entidades o grupos de entidades que presten servicios de inversión y las demás entidades que actúen o presten servicios de asesoramiento de inversión en los mercados de valores tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de estas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés. Además, todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados deberán comportarse de forma leal e imparcial, dejando constancia en lugar destacado en sus informes, publicaciones o recomendaciones de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto del análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores. El Ministro de Economía y, con su habilitación específica, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer medidas de carácter obligatorio en el desarrollo de este artículo y, en concreto, la obligación de que estas entidades cuenten con un reglamento interno de conducta específico para el servicio de asesoramiento de inversiones.

La Ley también precisa de manera muy detallada la información que debe ser considerada como *relevante*, que, a tal efecto, se considera aquella cuyo conocimiento pueda razonablemente afectar a un inversor que se plantea adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario. Los emisores de valores están obligados a difundirla inmediatamente al mercado,

mediante comunicación previa a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, antes de su difusión por cualquier otro medio, y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate. Asimismo, los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de Internet.

Además, se especifican medidas preventivas de organización de las entidades que presten servicios en los mercados de valores, de forma que se impida la filtración de información entre las distintas áreas de una entidad o entre entidades de un mismo grupo (las denominadas «múrallas chinas»). Las anteriores obligaciones de actuación con transparencia se extienden a los directivos, administradores y empleados. A todos ellos se les prohíbe también el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores, es decir, la manipulación de cotizaciones.

El Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer medidas con carácter obligatorio, que, entre otras cosas, determinen la forma y plazos en que los administradores y directivos, y aquellas personas que tengan un vínculo estrecho con ellos, deben informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al público en general sobre las adquisiciones de valores e instrumentos financieros emitidos por la entidad en la que desempeñan tales cargos o referenciados a estos.

La Ley también atribuye potestades a la CNMV para hacer los requerimientos necesarios e imponer sanciones, en su caso, a las personas o entidades que incumplan las normas anteriores.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE AUTORIZACIONES DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La Ley modifica el régimen de autorizaciones para instituciones de inversión colectiva, basándose en el principio de que sea el órgano regulador (el Ministro de Economía) el que autorice la sociedad gestora y el órgano supervisor (la CNMV) la institución de inversión colectiva (IIC), en lugar del Ministro de Economía, como ocurría hasta ahora. La inscripción de los fondos en el Registro Mercantil pasa a tener carácter potestativo, siendo suficiente la inscripción en los registros de la CNMV. Para las IIC que revistan la forma de sociedades sigue, obviamente, siendo obligatoria la inscripción en el Registro Mercantil.

La autorización de las sociedades gestoras de IIC pasa a corresponder al Ministro de Eco-

nomía, a propuesta de la CNMV, en lugar de a la CNMV. Asimismo, la autorización de las entidades depositarias de IIC sigue correspondiendo a la CNMV. En ambos casos se requiere la posterior inscripción en el correspondiente registro administrativo de la CNMV, que se otorgará en los términos que se establezcan reglamentariamente. Asimismo, la Ley requiere expresamente que para ser depositario de IIC se deberá ser una entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los diferentes mercados españoles.

En cuanto a la fusión de fondos, se precisa y se amplía el procedimiento establecido en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (10). Así, podrán fusionarse los fondos de inversión bien mediante la absorción por un fondo ya existente, bien mediante la extinción de cada uno de ellos y la transmisión en bloque del patrimonio a un nuevo fondo. La iniciación del procedimiento requerirá el previo acuerdo de la sociedad gestora y del depositario de los fondos que vayan a fusionarse, que, junto con el proyecto de fusión, se presentarán ante la CNMV para su autorización. Reglamentariamente se desarrollará el contenido mínimo del proyecto de fusión de fondos.

En caso de quiebra o admitida a trámite la suspensión de pagos de un depositario de valores de cualquier IIC, la Ley autoriza a la CNMV para realizar, de forma inmediata y sin coste para la institución, el traslado de los valores extranjeros, incluso los depositados en terceras entidades a nombre del depositario por cuenta de las instituciones de inversión colectiva que administre, a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad.

Asimismo, se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (11), para extender a los apoderados con facultades generales de representación el régimen de honorabilidad empresarial y profesional de los administradores y directores generales y asimilados de empresas de servicios de inversión

REFUERZO DE LAS NORMAS DE CONDUCTA EN EL MERCADO DE VALORES

Con vistas al efectivo cumplimiento de las anteriores obligaciones de transparencia se refuerzan las normas de conducta de las enti-

(10) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1984», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1985, pp. 41 a 44.

(11) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1988, pp. 61 y 62.

dades que operan el mercado de valores (en especial, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito) con el fin último de proteger al inversor. Así, entre las nuevas normas de conducta que añade la Ley, cabe reseñar que las entidades deberán atenerse a los siguientes principios: *a) garantizar la igualdad de trato entre los clientes, evitando primar a unos frente a otros a la hora de distribuir las recomendaciones e informes; b) abstenerse de tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos financieros sobre los que se esté realizando un análisis específico, desde que se conozcan sus conclusiones hasta que se divulgue la recomendación o informe elaborado al respecto, y c) dejar constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de intereses en relación con el asesoramiento o con el servicio de inversión que se preste.*

Estos principios, en cuanto sean compatibles con la actividad que desarrollan, también serán de aplicación a las personas o entidades que realicen análisis de valores o instrumentos financieros.

Finalmente, deberán remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo de nueve meses un reglamento interno de conducta, conforme a las disposiciones de esta Ley. Asimismo, remitirán un compromiso por escrito que garantice la actualización de dichos reglamentos internos de conducta y que su contenido es conocido, comprendido y aceptado por todas las personas pertenecientes a la organización a los que resulte de aplicación.

EL COMITÉ DE AUDITORÍA EN SOCIEDADES EMISORAS DE VALORES

La Ley crea la figura del *Comité de Auditoría*, que deberán tener las sociedades emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores. El número de miembros, las competencias y las normas de funcionamiento de dicho Comité se fijarán estatutariamente, y deberán favorecer la independencia en su funcionamiento. Entre sus atribuciones figurarán, como mínimo, las siguientes:

1. Informar en la Junta General de Accionistas sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materias de su competencia.
2. Proponer al Consejo de Administración para su sometimiento a la Junta General de Accionistas del nombramiento de los auditores de cuentas.

3. Supervisar los servicios de auditoría interna, así como conocer el proceso de información financiera y los sistemas de control interno de la sociedad.
4. Contactar con los auditores externos para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de estos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas técnicas de auditoría.

MODIFICACIONES EN LAS CONDICIONES DE EJERCICIO Y RÉGIMEN SANCIONADOR DE LAS ACTIVIDADES DE AUDITORÍA

En cuanto al acceso al ejercicio de la actividad de auditor, se establece un nuevo *sistema de convocatoria única*, a propuesta conjunta de las corporaciones representativas de auditores de cuentas, y subsidiariamente por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, previa aprobación por este último de la respectiva convocatoria, que se publicará mediante Orden del Ministerio de Economía. La superación de estos exámenes permitirá el acceso a las corporaciones representativas de los auditores de cuentas, en relación con el ejercicio de la función auditora, sin perjuicio de los requisitos específicos que puedan exigir los estatutos de cada corporación. Asimismo, se establece una formación continuada obligatoria de los auditores de cuentas, en la forma y condiciones que se establezca reglamentariamente.

Los auditores de cuentas deberán ser y parecer independientes en el ejercicio de su función, de las empresas o entidades auditadas, debiendo abstenerse de actuar cuando su objetividad en relación con la verificación de los documentos contables correspondientes pudiera verse comprometida. Asimismo, se amplían significativamente los supuestos de incompatibilidad contemplados en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, y se mantiene la restricción durante los tres años siguientes al cese en sus funciones, en los cuales los auditores de cuentas no podrán formar parte de los órganos de administración o de dirección de la empresa o entidad auditada, ni ocupar puesto de trabajo en la misma, ni tampoco podrán tener interés financiero directo en la entidad auditada, o indirecto si es significativo para cualquiera de las partes.

Se amplía el régimen supervisor de las actividades de auditoría al permitir acceder a la documentación referente a cada auditoría de

cuentas, entre otros, al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, exclusivamente a los efectos del ejercicio de las competencias relativas a las entidades sujetas a su supervisión y control, en casos especialmente graves, y siempre que no hubieran podido obtener de tales entidades la documentación concreta a la que precisen acceder. También se establece que dichos órganos y organismos podrán requerir del auditor la información de que disponga sobre un asunto concreto, en relación con la auditoría de cuentas de la entidad auditada y con la aclaración, en su caso, del contenido de los papeles de trabajo.

Por último, se incrementa la casuística de infracciones que puede cometer el auditor, y se introduce una nueva categoría de infracciones, las muy graves, contempladas, entre otras, para los siguientes casos: la emisión de informes de auditoría de cuentas cuya opinión no fuese acorde con las pruebas obtenidas por el auditor en su trabajo, siempre que hubiese mediado dolo o negligencia especialmente grave e inexcusable; el incumplimiento del deber de independencia de los auditores de cuentas; la negativa o resistencia al ejercicio de las competencias de control o disciplina del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, la utilización en beneficio propio o ajeno de la información obtenida en el ejercicio de sus funciones y el cumplimiento del deber de secreto.

MEDIDAS PARA MEJORAR LA EFICIENCIA, EFICACIA Y CALIDAD DE LOS PROCEDIMIENTOS DE SUPERVISIÓN

Con este objetivo, la Ley establece que la Comisión Nacional de la Energía, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España deberán disponer de órganos de control interno cuya dependencia funcional y capacidad de informe se regirá por los principios de imparcialidad, objetividad y evitar la producción de conflictos de intereses. Asimismo, dichos organismos deberán elaborar anualmente una memoria sobre su función supervisora en relación con sus actuaciones y procedimientos llevados a cabo en esta materia y de la que pueda deducirse información sobre la eficacia y eficiencia de tales procedimientos y actuaciones. En estas memorias se incluirá un informe de los órganos de control interno respectivos sobre la adecuación de las decisiones adoptadas por sus órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable en cada caso.

El Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Ministerio de Eco-

nomía, dentro de sus respectivas competencias legales sobre el control e inspección de las entidades financieras, cooperarán estrechamente con la finalidad de armonizar en lo que resulte conveniente y mejorar, con base en su experiencia mutua, los criterios y programas que amparen las técnicas y prácticas de supervisión que utilicen en el ejercicio de aquellas competencias. A tal efecto, intercambiarán periódicamente las informaciones que sean relevantes, en especial, las referidas a asegurar la mayor calidad de las técnicas empleadas, y podrán celebrar unos o varios convenios que tengan por objeto la normalización de dichos intercambios, la homogeneización de procedimientos o prácticas concretos y, en su caso, articular los instrumentos que permitan el seguimiento de los objetivos mencionados

2.7. Otras modificaciones

2.7.1. Reforma de la Central de Información de Riesgos

Como medida adicional para el fomento de la eficiencia del sistema financiero, la Ley reforma el régimen jurídico que regulaba la Central de Información de Riesgos del Banco de España (en adelante, la CIR), a fin de unificar su régimen jurídico y reforzar su papel dentro del sistema financiero. La CIR tiene una importancia fundamental tanto en el control del riesgo por las entidades de crédito, como en la supervisión que lleva a cabo el Banco de España, por lo que la Ley le confiere la naturaleza jurídica de un *servicio público* y encomienda su gestión y administración al Banco de España, siendo este responsable del tratamiento de los datos recabados, sin que los afectados cuenten con derecho de oposición al tratamiento de sus datos personales obtenidos de acuerdo a lo dispuesto en la Ley. La CIR tiene por finalidad: recabar de las entidades declarantes datos e informaciones sobre los riesgos de crédito; permitir a las autoridades competentes para la supervisión prudencial de dichas entidades el adecuado ejercicio de sus competencias de supervisión e inspección; contribuir al correcto desarrollo de las restantes funciones que el Banco de España tiene legalmente atribuidas, así como dotar de mayor estabilidad al sistema crediticio español.

La Ley regula otros aspectos importantes del funcionamiento de la CIR, como son los referentes a las entidades y riesgos que se deben declarar, la información que se facilitará a los usuarios de la misma, el uso y cesión de datos por las entidades declarantes y el Banco de España, el derecho de acceso, rectificación y cancelación de la información sobre los titulares y

los plazos máximos de conservación de la información, que se establece en diez años, si bien podrán conservarse indefinidamente, sin poder identificar al titular, a efectos estadísticos, históricos o científicos. La Ley también hace referencia a las posibles sanciones aplicables en caso de incumplimiento de la normativa sobre utilización de datos, así como por inexactitudes en la declaración de los mismos.

2.7.2. *Exteriorización de compromisos por pensiones*

En primer lugar, el plazo para la adaptación de los compromisos por pensiones de las empresas con el personal a la disposición adicional primera de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (12), extendido hasta 16 de noviembre de 2002 por la disposición adicional vigésima quinta de la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, se amplía hasta el *31 de diciembre de 2004* para la integración en planes de pensiones de empleo de promoción conjunta de aquellos compromisos establecidos en convenio colectivo de ámbito supraempresarial, vinculados a la permanencia del trabajador en la empresa o sector hasta la jubilación, que, bajo la denominación «premios de jubilación» u otras, consistan en una prestación pagadera por una sola vez en el momento del cese por jubilación.

A tales efectos, la representación de las empresas y de los trabajadores en el ámbito supraempresarial podrá promover uno o varios planes de pensiones de promoción conjunta, en los que podrán incorporarse las empresas afectadas por el convenio, sin perjuicio de las necesarias adaptaciones que deban acordarse para ajustar la configuración de los referidos compromisos a los principios básicos de los planes de pensiones establecidos en la normativa sobre estos.

Finalmente, se suprime los límites financieros para la exteriorización de compromisos por pensiones a través de planes de pensiones. A tal efecto, se modifica el apartado 4 de la disposición transitoria decimoquinta de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (13), de forma que la cuantía máxima de los servicios pasados reconocidos correspondientes a los ejer-

cicios anuales iniciados a 1 de enero de 1988 hasta el de formalización del Plan de Pensiones no podrá rebasar, para cada uno de estos años, el importe del límite financiero anual vigente en cada uno de tales ejercicios. No obstante, los servicios pasados se integrarán en su totalidad cuando los compromisos por pensiones asumidos por las empresas con sus empleados o trabajadores deriven de convenio colectivo. A tales efectos se modificarán, cuando proceda, los correspondientes planes de reequilibrio para su aprobación o verificación por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

2.7.3. *Restricciones relativas a las inversiones financieras temporales de entidades sin ánimo de lucro*

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España y el Ministerio de Economía, cada uno en el ámbito de su supervisión, aprobarán códigos de conducta que contengan las reglas específicas a las que deberán ajustarse las inversiones financieras temporales que hagan las fundaciones, establecimientos, instituciones y asociaciones sin ánimo de lucro, colegios profesionales, fondos de promoción de empleo, mutuas de seguros, mutualidades de previsión social, mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales de la Seguridad Social y, en su caso, las demás entidades sujetas a tipos de gravamen reducidos en el Impuesto sobre Sociedades, que no tengan un régimen específico de diversificación de inversiones con el fin de optimizar la rentabilidad del efectivo de que dispongan y que puedan destinarse a obtener rendimientos de acuerdo con sus normas de funcionamiento.

Los órganos de gobierno, administración o dirección de dichas entidades deberán presentar un informe anual acerca del grado de cumplimiento de los citados códigos para que lo conozcan el protectorado o sus partícipes, asociados o mutualistas.

2.7.4. *Otras medidas*

La Ley revisa en profundidad la organización y las funciones de la CNMV y prevé la aprobación de un Reglamento de Régimen Interior para dicho organismo.

Asimismo, introduce determinadas modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas y en la de Sociedades de Responsabilidad Limitada. En especial, cabe reseñar las relativas a la valoración de las acciones o participaciones de la sociedad en determinados supuestos específicos.

(12) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1987, pp. 49 a 51.

(13) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 86 a 91.

cos, de tal forma que la valoración se referirá, con carácter general, al «valor razonable» en lugar de al «valor real», valor que será determinado por un auditor de cuentas, distinto del auditor de la sociedad.

La Ley también se ha preocupado de regular el régimen de redondeo en determinadas operaciones de crédito, en su mayoría créditos hipotecarios, que se venían aplicando conforme a los usos de la práctica bancaria. En este sentido, a partir de la entrada en vigor de la Ley, el redondeo del tipo interés que puede acordarse en los créditos y préstamos garantizados mediante hipoteca, caución, prenda u otra garantía equivalente y formalizados a tipo de interés variable, deberá efectuarse al extremo del intervalo pactado más próximo, sin que este pueda sobrepasar al octavo de punto.

3. TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE REGULACIÓN DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES

La Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, introdujo modificaciones en la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, entre las que cabe reseñar la incorporación del régimen de protección de los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores, establecido en cumplimiento del artículo 8 de la Directiva 80/987/CEE, del Consejo, de 20 de octubre de 1980, sobre aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas a la protección de los trabajadores asalariados ante la insolvencia del empresario. Posteriormente, la Ley 66/1997, de 30 de diciembre (14), modificada por la 50/1998, de 30 de diciembre (15), ambas leyes de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, complementaron el régimen transitorio financiero y fiscal de adaptación de los compromisos por pensiones previsto en la Ley 30/1995.

Asimismo, la Ley 30/1995 actualizó y completó el régimen administrativo sancionador de la Ley 8/1987, en línea con el de ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras, introdujo un sistema de medidas de control especial que garantizara la finalidad para la que los planes de pensiones fueron regulados, se articularon las causas de disolución de las entida-

des gestoras y de los fondos de pensiones, y las de terminación de los planes de pensiones, así como las causas para acordar administrativamente la intervención en la liquidación y revocación de la autorización de las entidades gestoras y de los fondos de pensiones, todo ello en paralelo a la de las entidades aseguradoras.

La Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, modificó la Ley 8/1987 en materia de requerimientos de recursos propios de las entidades gestoras de fondos de pensiones, y la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social (16), introdujo una serie de modificaciones, entre las que cabe destacar, especialmente, las que afectan a la regulación de los planes del sistema de empleo, facilitando la coordinación de su funcionamiento con los procesos de representación y negociación en el ámbito laboral, las referidas a los límites máximos anuales de aportación a los planes de pensiones, así como las que profundizan en la libertad de prestación de los servicios de gestión de inversiones de los fondos de pensiones en atención a las Directivas comunitarias, y en las obligaciones de información a los partícipes y beneficiarios de los planes de pensiones.

Asimismo, la mencionada Ley 24/2001 autorizó al Gobierno para que, en el plazo de doce meses a partir de la entrada en vigor de la misma, elaborara un texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, en el que se integraran, debidamente regularizadas, aclaradas y sistematizadas, la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, y otras disposiciones relativas a planes y fondos de pensiones.

Dando cumplimiento a dicha autorización, recientemente se ha publicado el *Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre*, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (BOE 298/2002, de 13 de diciembre). La refundición incluye, según lo ordenado por el legislador, el régimen financiero aplicable a personas con minusvalía establecido por la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras normas tributarias (17), actualizada por la

(14) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1997», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1998, pp. 87 y 88.

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

(16) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2001», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2002, pp. 106 a 109.

(17) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 94 a 96.

Ley 6/2000, de 13 diciembre, de Medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa, y por la Ley 24/2001, de 27 de diciembre.

Por otra parte, la refundición incorpora el proceso de exteriorización de los compromisos por pensiones, con el fin de que los agentes sociales implicados puedan disponer de un texto normativo que integre la regulación de los planes de pensiones y los aspectos del proceso de adaptación debidamente actualizado. Asimismo, la refundición conserva el tratamiento de la transformación voluntaria de fondos internos y otros sistemas de previsión del personal de las empresas en planes de pensiones, ya que sus efectos todavía pueden afectar a procesos iniciados al amparo de la misma.

4. MODIFICACIÓN DE LOS MODELOS DE INFORMACIÓN PÚBLICA PERIÓDICA DE ENTIDADES EMISORAS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN BOLSAS DE VALORES

La CNMV, como órgano supervisor de los mercados, tiene encomendadas las competencias para resolver diversos procedimientos contenidos en la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores, y, en consecuencia, es el órgano competente para aprobar los procedimientos electrónicos, informáticos y telemáticos a utilizar en sus relaciones con los administrados. En virtud de lo anterior, la CNMV, mediante el Acuerdo de 11 de marzo de 1998, (BOE de 27 de marzo), implantó una aplicación electrónica denominada «Sistema de intercambio de información por línea telemática con la CNMV» (CIFRADOC/CNMV), que se configuró como un sistema de intercambio de información para su uso gradual tanto por la propia Comisión como por los administrados supervisados (emisores, sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras, etc.) y público en general. Su ámbito de aplicación abarcaba tanto la tramitación de determinados procedimientos —que son competencia de la CNMV— como la recepción de informaciones presentadas en la Comisión. También recogía las reclamaciones y consultas que corresponden al departamento de atención al público de la CNMV, y dejaba abierta la posibilidad para incorporar cualquier otro intercambio de información que la Comisión, de acuerdo con la legislación vigente, considere oportuno incorporar al CIFRADOC/CNMV, obteniendo como resultado una mayor agilización en dichos procedimientos sin merma de la seguridad jurídica de los mismos.

Por otro lado, la Orden de 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores (18), habilitaba a la CNMV para que modificara los modelos comprendidos en los anexos de dicha norma. En virtud de ello, la CCNMV 3/1994, de 8 de junio (19), por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores, ya incluyó la posibilidad de remitir dicha información en soporte informático, de acuerdo con los requerimientos técnicos que estableciera la CNMV.

En función de la habilitación antes mencionada, se ha publicado la CCNMV 2/2002, de 27 de noviembre (BOE 301/2002, de 17 de diciembre), que modifica la Circular 3/1994, de 8 de junio, con el fin de establecer la utilización del sistema CIFRADOC/CNMV, de cifrado y firma electrónica, para la remisión de la información pública periódica regulada por la citada Orden, al considerar que los beneficios que conllevará la utilización generalizada por parte de las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores de dicho sistema serán apreciables para los inversores, para las propias entidades emisoras y para la labor supervisora de la CNMV.

Para la remisión de documentos por vía telemática, es requisito previo el registro como usuario del sistema y el intercambio de claves para el cifrado y descifrado de los documentos, proporcionando la CNMV los programas informáticos necesarios. De esta forma se garantiza la confidencialidad, seguridad y no repudio en la transmisión de información. Esta simplicidad en el procedimiento y la necesidad de unos equipos técnicos que son totalmente accesibles para las sociedades que tengan valores negociados en una Bolsa de Valores ha impulsado a la CNMV a establecer como sistema único de remisión de la información pública periódica el sistema CIFRADOC/CNMV.

No obstante, cuando concurran circunstancias excepcionales que imposibiliten la remisión de la mencionada información a través del sistema CIFRADOC/CNMV, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con carácter excepcional y a solicitud de la sociedad emisora, podrá autorizar que la información pública periódica sea presentada en los impresos preparados por

(18) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1991, p. 52.

(19) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1994, pp. 99 y 100.

la CNMV, de acuerdo con lo establecido en los modelos vigentes.

5. MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE EL ACEITE DE OLIVA

El Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre (20), reguló con carácter general los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones. Posteriormente, esta norma fue modificada por el Real Decreto 695/1995, de 28 de abril (21), que estableció normas especiales aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre cítricos, y facultaba al Ministro de Economía para determinar, con carácter general, las especialidades a que deban sujetarse los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones basados en activos no financieros distintos de los cítricos.

Por otro lado, la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores, atribuye al Gobierno la competencia para autorizar la creación de los distintos mercados secundarios oficiales de futuros y opciones.

En virtud de ello, se ha publicado la *ORDEN ECO/3235/2002, de 5 de diciembre*, por la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva (BOE 303/2002, de 19 de diciembre).

La especialidad más destacable de la regulación que contiene esta Orden es la previsión de que otras entidades no financieras que se dediquen habitual e indistintamente a la producción, comercialización, mediación o distribución del aceite de oliva puedan acceder a la categoría de miembros del mercado. Ello implica la necesidad de regular los requisitos que han de reunir estas entidades, orientados a garantizar que cumplen con mínimos de solvencia, profesionalidad y especialidad y, además, que su participación no introduce riesgos extraordinarios en los mercados. La admisión de miembros industriales resultará útil para este sector, ya que influirá en el incremento de la actividad de los mercados.

Otras especialidades reseñables de esta regulación frente a la general de los mercados

secundarios oficiales de futuros y opciones financieros residen en los informes que deben pedirse a determinados organismos públicos en relación con la viabilidad del mercado y de los contratos que se pueden negociar en ellos; el contenido de las condiciones generales de los contratos que pueden negociarse, que deberán figurar como anexo al Reglamento del mercado; los supuestos especiales de suspensión de la negociación, habida cuenta de las características del activo subyacente; y las cuestiones aplicables a los órganos rectores de estos mercados.

La autorización de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva corresponderá al Gobierno, a propuesta de la Comisión Nacional de Mercado de Valores. Sin perjuicio de las responsabilidades administrativas a que hubiera lugar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá al Gobierno la revocación de la autorización concedida a la Sociedad Rectora cuando se incumpliera de manera sobrevenida alguno de los requisitos que motivaron su otorgamiento.

También se regula el régimen jurídico y las funciones de las Sociedades Rectoras, y, finalmente, prevé su posterior desarrollo reglamentario, que, entre otros aspectos, deberá recoger la existencia de sistemas de difusión de información sobre el mercado, el establecimiento de límites a las posiciones abiertas, así como otras medidas de control específicas, dadas las particularidades de este mercado.

6. REFORMA PARCIAL DE LOS IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOBRE SOCIEDADES Y SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES

6.1. Introducción

Una vez consolidado el modelo del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, implantado por la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, se ha hecho preciso acometer un nuevo proceso de reforma para adaptar el Impuesto a la cambiante realidad de la sociedad española y así fomentar el ahorro, la inversión y el empleo, todo ello con el cumplimiento de los compromisos previstos en el programa de estabilidad presupuestaria.

Por otra parte, la aprobación de la Ley 21/2001, de 27 de diciembre, por la que se regulan las medidas fiscales y administrativas del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común y Ciudades con

(20) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1992, pp. 63 y 64.

(21) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1995», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1995, pp. 104 y 105.

Estatuto de Autonomía, ha configurado el nuevo marco de corresponsabilidad fiscal y de competencias de las Comunidades Autónomas en relación con el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

A fin de cumplimentar ambas premisas, se ha publicado la *Ley 46/2002, de 18 de diciembre*, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y por la que se modifican las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes, (BOE 303/2002, de 19 de diciembre), como consecuencia de la interrelación existente entre ellos.

La presente Ley está estructurada en tres capítulos, cada uno de ellos dedicados específicamente a los Impuestos que se modifican, cuyas novedades más relevantes se detallan a continuación.

6.2. Reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

En la presente reforma, la familia ocupa un papel clave, continuando con la orientación iniciada en 1998. Así, se atiende, en particular, a las necesidades surgidas de realidades tales como el descenso de la natalidad, el envejecimiento de la población y las situaciones de discapacidad, al mismo tiempo que se estimula la incorporación de la mujer al mercado laboral, conforme al espíritu y los objetivos propios del *Plan Integral de Apoyo a la Familia* del Gobierno.

De esta forma, se ha procedido, en el marco de la nueva reforma del Impuesto, a incrementar el importe del mínimo personal y familiar, es decir, la parte de la renta que, con carácter general, el contribuyente destina a atender sus necesidades y las de sus descendientes, con una especial atención a las familias numerosas. Igualmente, se incorporan nuevas reducciones en la base imponible por hijos menores de tres años, por edad del propio contribuyente o de sus ascendientes, por gastos de asistencia de las personas mayores y por discapacidad, con las que se pretende adecuar la carga tributaria a las situaciones de dependencia. En concreto, se mejora el tratamiento fiscal de la familia y de las situaciones de discapacidad, aumentando, con carácter general, sus importes e incorporando una nueva reducción por asistencia, para, de este modo, atender en mayor medida las necesidades tanto del propio discapacitado como de las personas de quien dependen. Asimismo, y con la finalidad de compensar los costes sociales y laborales derivados de la maternidad, se agrega un nuevo supuesto de deducción en cuo-

ta para las madres con hijos menores de tres años que trabajen fuera del hogar.

Los rendimientos del trabajo mejoran su tributación al incrementarse el importe de la reducción por la obtención de este tipo de rentas y crearse dos reducciones específicas para estos rendimientos. La primera es la reducción por prolongación de la actividad laboral y la segunda es la establecida para facilitar la movilidad geográfica de los trabajadores.

Dado que uno de los objetivos de la reforma es continuar en el fomento del ahorro a largo plazo, se crea una nueva figura, *los planes de previsión asegurados*, cuyo régimen fiscal se equipara al de los planes de pensiones individuales, siempre que cumplan con una serie de requisitos que, esencialmente, coinciden con los exigidos a los planes de pensiones, lo que, a su vez, permitirá que las primas satisfechas a estos nuevos contratos de seguro puedan ser objeto de reducción en la base imponible.

En los rendimientos del capital inmobiliario derivados de viviendas en alquiler se mejora y simplifica el cálculo del rendimiento neto, introduciéndose un incentivo adicional para incrementar la oferta de las viviendas arrendadas y minorar el precio de los alquileres.

En los rendimientos del capital mobiliario se realizan cambios que suponen un avance en el proceso de fomentar el ahorro a largo plazo, objetivo que se persigue mediante una mayor neutralidad y una mejora en su tributación, lo que se materializa en un incremento de los porcentajes reductores, una disminución del plazo que ha de transcurrir para su aplicación, así como su simplificación al reducir el número de los porcentajes previstos.

En la determinación del rendimiento neto de las actividades económicas se modifica el régimen de estimación objetiva con la adición de nuevas limitaciones, como la relativa al volumen de las compras, para adecuar en mayor medida el régimen fiscal al tamaño de la empresa, y la limitación a las actividades económicas desarrolladas en el ámbito territorial de aplicación del impuesto. Para incrementar la neutralidad en las actividades económicas, se suprime el régimen de transparencia fiscal y se modifica el régimen de las entidades en atribución de rentas, con el objetivo de obtener mayor información sobre las actividades realizadas por estas entidades.

En las ganancias y pérdidas patrimoniales destacan como novedades más importantes la minoración del tipo impositivo aplicable a la base liquidable especial y la ausencia de tribu-

tación por los reembolsos de las participaciones en los fondos de inversión de que sea titular el contribuyente, siempre que su saldo se reinvierta en participaciones de otros fondos.

La tarifa del impuesto se simplifica y reduce, disminuyéndose la carga tributaria, para lo cual se produce una minoración de los tipos de la escala y del número de tramos.

Para facilitar la movilidad internacional de los trabajadores y los correspondientes cambios de residencia de España al extranjero o viceversa, se simplifica, en relación con los rendimientos del trabajo, el sistema de pagos a cuenta aplicable en estos supuestos mediante el mecanismo de una comunicación del inmediato cambio de residencia a la Administración tributaria. Este sistema, introducido en paralelo en la Ley de Impuesto sobre la Renta de los no Residentes, constituye una importante mejora para los trabajadores y sus empleadores.

Por último, se regula la posibilidad del envío de borradores de declaración a los contribuyentes por parte de la Administración tributaria, como forma de facilitar la gestión del Impuesto y con el objetivo de favorecer el cumplimiento voluntario, prioridad básica de la actividad de la propia Administración tributaria.

6.3. Modificación del Impuesto sobre Sociedades

La modificación parcial de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades (22), viene centrada en la supresión del régimen especial de transparencia fiscal. La desaparición de dicho régimen, justificada por razones de neutralidad, supone la eliminación de toda especialidad para las entidades cuyos ingresos procedan de actividades profesionales, artísticas o deportivas, mientras que a las conocidas como entidades de cartera o de mera tenencia de bienes se les aplicará el nuevo régimen especial de las sociedades patrimoniales.

Estas sociedades patrimoniales tributarán aplicando lo establecido en la normativa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas para la determinación e integración de la base imponible, de tal forma que su base imponible se dividirá en dos, la parte general y la parte especial, resultando de aplicación a la primera un tipo del 40%, y a la segunda un tipo del 15%, sin realizar ninguna imputación a sus socios.

(22) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 91 y 92.

Por otro lado, la eliminación del régimen de transparencia fiscal obliga a revisar las remisiones y referencias al mismo, diseminadas a lo largo del articulado de la Ley del Impuesto, y a la derogación de alguna de ellas. La adaptación de mayor alcance es la realizada en relación con las agrupaciones de interés económico españolas y europeas y las uniones temporales de empresas. Los anteriores regímenes especiales de estos tres tipos de sujetos pasivos, basados en la remisión al de transparencia fiscal, se unifican ahora en un nuevo régimen para todos ellos, en el que se reproduce la misma regulación material que ya les era aplicable hasta ahora.

Por otro lado, y en lo que afecta a los sujetos pasivos del Impuesto que sean partícipes de entidades en régimen de atribución de rentas, se efectúa una remisión a la regulación general de dicho régimen contenida en la Ley 40/1998, reguladora del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Finalmente, y dentro del régimen de consolidación fiscal, se regulan los requisitos específicos que habrán de cumplir los establecimientos permanentes de entidades no residentes en territorio español que accedan a la condición de entidad dominante de un grupo fiscal español.

6.4. Modificación del Impuesto sobre la Renta de no Residentes

La reforma continúa las líneas generales que ya incorporó la Ley 41/1998, de 9 de diciembre (23), del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias. Así, se pretende mejorar técnicamente el texto anterior, a la vista de la experiencia que ha proporcionado su aplicación, al mismo tiempo que se incorporan algunas novedades que no estaban expresamente reguladas con anterioridad. Todo ello está orientado a la consecución de tres objetivos fundamentales: facilitar la internacionalización de la empresa española, tanto desde el punto de vista de la inversión como de la movilidad geográfica del factor trabajo, favorecer la atracción de inversiones extranjeras a los mercados financieros españoles y mejorar los mecanismos de control para evitar el fraude fiscal.

En materia de responsabilidad, se introduce un supuesto de responsabilidad solidaria de los representantes de los contribuyentes que operen en España por medio de establecimiento

(23) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 96 y 97.

permanente por las deudas tributarias de estos últimos. En lo que respecta a los aspectos relativos a la determinación de las rentas obtenidas en territorio español que se someten al Impuesto, se introducen una serie de modificaciones dirigidas a facilitar su aplicación. En particular, por su importancia, se pueden citar los de cánones, las retribuciones de los miembros de los órganos de administración de las entidades y las pensiones.

Por otro lado, se modifica la regulación del denominado criterio del pago, acotando su aplicación a los supuestos pretendidos mediante una mejor concreción del supuesto de hecho, evitándose definiciones amplias. Así, el criterio del pagador ya no aparece como un criterio general con excepciones para determinadas rentas, sino que únicamente será aplicable respecto de las rentas para las que se establezca expresamente.

En lo que a las rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente se refiere, como se mencionó anteriormente, se introduce la posibilidad de que los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de los no Residentes que cambien de residencia y, en consecuencia, pasen a ser contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o viceversa, anticipen los efectos de ese cambio en relación con las retenciones soportadas sobre sus rentas del trabajo por cuenta ajena.

Asimismo, se establecen una serie de disposiciones relativas a las entidades en régimen de atribución de rentas, las cuales hasta ahora no tenían un tratamiento delimitado en este impuesto. Su régimen general se regula en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, por lo que se introducen en esta Ley únicamente las especialidades en la forma de tributar de las entidades en régimen de atribución de rentas constituidas en el extranjero, a las que se hace contribuyentes del impuesto en determinados supuestos, y de los partícipes no residentes de entidades en atribución de rentas, tanto españolas como extranjeras.

Por último, se regula de una manera más detallada a como lo hacía la normativa anterior el régimen tributario de determinadas rentas obtenidas en España por no residentes en nuestro país que sean residentes en un Estado miembro de la Unión Europea.

7. PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2003

Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, se han aprobado los Presupuestos

Generales del Estado (PGE) para el año 2003, mediante la Ley 52/2002, de 30 de diciembre (BOE 313/2002, de 31).

El ejercicio 2003 es el primero en que tiene aplicación la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria. Esta Ley va orientada a la consecución de un objetivo de déficit y afecta a los Presupuestos Generales del Estado en tres momentos distintos. Con carácter previo a la elaboración, en cuanto prevé la fijación de un techo de gasto, al cual deberán acomodarse las dotaciones que figuren en los estados de gasto de los Presupuestos Generales del Estado; en el momento de la elaboración, por cuanto afecta a la estructura de los estados de gasto, al exigir la existencia de una nueva sección presupuestaria, bajo la rúbrica «Fondo de Contingencia»; y en la ejecución de los Presupuestos Generales del Estado, por cuanto se exige que las modificaciones presupuestarias, si no pudieren financiarse con baja en otro crédito, sean financiadas con cargo al Fondo de Contingencia, de forma que la realización de estas modificaciones presupuestarias deje inalterado el objetivo de déficit fijado por el Gobierno.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, cabe resaltar, por su importancia o novedad, los siguientes aspectos:

En el ámbito del sistema financiero, se mantiene el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes en el 4,25% y en el 5,5%, respectivamente. En materia de la deuda del Estado, se autoriza al Gobierno para que incremente la misma, con la limitación de que el saldo vivo de dicha deuda a 31 de diciembre del año 2003 no supere el correspondiente a 1 de enero de 2003 en más de 13.745 millones de euros, permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado en el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado. Respecto de la deuda de los organismos públicos, se determina el importe autorizado a cada uno de ellos para el presente ejercicio. Asimismo, se determinan los límites totales para los avales públicos y otras garantías a prestar por el Estado y los organismos públicos.

En el ámbito fiscal, y concretamente en el del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), y a efectos del cálculo de las ganancias patrimoniales, derivadas de bienes inmuebles, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%, que es el porcentaje de inflación previsto para el próximo ejercicio. También se establecen las disposiciones que permiten compensar

la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la vigente Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas como son los arrendatarios y adquirentes de vivienda habitual respecto a los establecidos en la Ley anterior.

Por lo que se refiere al Impuesto sobre Sociedades, las medidas incluidas son, al igual que en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aquellas de vigencia anual a las que se refiere la propia Ley del Impuesto sobre Sociedades. Se incluye, por tanto, la actualización de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permiten corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. También se incluye la forma de determinar los pagos fraccionados del Impuesto durante el ejercicio 2003.

En relación con las Comunidades Autónomas (CCAA), no hay grandes novedades respecto al sistema de financiación establecido el año anterior. La financiación de las CCAA de régimen común se realiza a través de los siguientes mecanismos: la recaudación de tributos cedidos y tasas; la tarifa autonómica del IRPF, que se corresponde con el 33% de la tasa total del impuesto; la cesión del 35% de la recaudación líquida producida por el IVA correspondiente al consumo de cada CA, y la cesión del 40% o, en algunos casos, del 100% de la recaudación líquida de determinados impuestos especiales. Por su parte, el Fondo de suficiencia, creado el año anterior, es el principal mecanismo nivelador y de cierre del sistema, y cubre la diferencia entre las necesidades de gasto de cada CA y su capacidad fiscal en el año base del sistema (1999). El Fondo de suficiencia está constituido por recursos del Estado, los cuales se transfieren a las Comunidades Autónomas. El sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de Régimen Común prevé la incorporación de las Ciudades con Estatuto de Autonomía, mediante su participación en el Fondo de suficiencia en el año base 1999 por un importe que comprende la valoración de los servicios transferidos y que incorpora la subvención de los órganos de autogobierno.

Las Comunidades Autónomas del País Vasco y Navarra se financian mediante el sistema singular de régimen foral. Las relaciones financieras entre el País Vasco y el Estado se regulan por el sistema del Concierto Económico. El Concierto actualmente en vigor ha sido aprobado por Ley 12/2002, de 23 de mayo. Las relaciones financieras entre Navarra y el Estado se regulan por el sistema del Convenio Económico, en el que no se establece plazo de vigencia, aunque se establece un plazo de cinco

años en lo que respecta al método de determinación de la aportación, contemplándose también la posibilidad de prolongación de dicho método para los años siguientes, como así se ha hecho en los ejercicios 2000, 2001 y 2002.

Por último, se recoge la regulación de los Fondos de Compensación Interterritorial. Se distingue entre Fondo de Compensación y un Fondo Complementario. El Fondo de Compensación es el equivalente al anterior Fondo de Compensación Interterritorial. El Fondo Complementario está destinado inicialmente a la financiación de gastos de inversión por las Comunidades Autónomas, pero admite la posibilidad de que las Comunidades Autónomas destinen las cantidades del mismo a la financiación de gastos corrientes asociados a inversiones financiadas con el Fondo de Compensación, o con las dotaciones del propio Fondo Complementario.

8. MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL

Como es habitual en los últimos años, para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003, se han adoptado una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, recogidas en la Ley 53/2002, de 30 de diciembre (BOE 313/2002, de 31).

La Ley que, al igual que en años anteriores, recoge distintas medidas referentes a aspectos tributarios, sociales, de personal al servicio de las Administraciones Públicas, de gestión y organización administrativa, y de acción administrativa en diferentes ámbitos sectoriales.

Dada la naturaleza de este artículo, a continuación se resaltan las novedades más relevantes, agrupando, en primer lugar, las que atañen al ámbito monetario y financiero, y finalmente, las de carácter fiscal.

8.1. Acciones administrativas relativas al ámbito monetario y financiero

En cuanto a los *sistemas de indemnización de los inversores*, se introducen algunas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, en lo referente al Fondo de Garantía de Inversiones. En primer lugar, se hacen determinadas precisiones en el texto, y se añaden nuevas competencias al Go-

bierno en lo que se refiere al régimen de funcionamiento de dichos fondos. En concreto, las reglas para determinar el importe de las aportaciones que deban hacer las entidades adheridas, que deberán ser suficientes para la cobertura de la garantía proporcionada, y la periodicidad con que se deberán hacer las aportaciones y el régimen de morosidad. En segundo lugar, se establece la obligatoriedad de que las sociedades gestoras de carteras se adhieran al Fondo de Garantía de Inversiones de acuerdo con el régimen establecido en las disposiciones reglamentarias vigentes sobre la materia, quedando exentas de la obligación de contratar un seguro de responsabilidad civil. Dicha adhesión deberá producirse antes del 1 de febrero de 2003.

Por otra parte, se modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, para precisar y, en su caso, complementar el contenido de determinados preceptos, así como incluir las novedades comentadas anteriormente en lo referente a las sociedades gestoras de carteras.

Asimismo, se modifica el régimen económico de las entidades adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones, que deberán realizar una aportación anual equivalente a la suma de las siguientes cantidades:

- A) Un importe fijo que se corresponde con la siguiente escala: 20.000 euros, para las empresas de servicios de inversión cuyos ingresos brutos por comisiones sean inferiores a 5 millones de euros; 30.000, si se encuentran entre 5 y 20 millones de euros, y 40.000 cuando sean superiores a 20 millones de euros.
- B) El 2% del dinero, más el 0,05% del valor efectivo de los valores e instrumentos financieros en ellas depositados o gestionados, correspondientes a clientes cubiertos por la garantía.
- C) El resultado de multiplicar el número de clientes cubiertos por la garantía por el 0,15% del importe mínimo a que se refiere el artículo 6.1 (20.000 euros).

Asimismo, el Ministro de Economía podrá, a propuesta de la CNMV, acordar la disminución de los importes y porcentajes cuando el patrimonio del fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines. En todo caso, las aportaciones se suspenderán cuando el patrimonio no comprometido en operaciones propias del objeto del fondo supere la resultante de multiplicar la cobertura máxima prevista en el artículo 6.1 por el 5% del número de clien-

tes cubiertos por la garantía del total de entidades adheridas al Fondo en el ejercicio anterior.

Cuando la sociedad gestora del fondo prevea que los recursos patrimoniales y financiaciones disponibles por este en el curso de un ejercicio sean insuficientes para el cumplimiento de sus funciones y obligaciones, el Consejo de Administración de la sociedad gestora deberá adoptar las medidas necesarias para subsanar el desequilibrio financiero, pudiendo requerir a las entidades adheridas la realización de las derramas necesarias. Estas derramas se distribuirán entre las entidades adheridas en la misma proporción que sus aportaciones al Fondo en los tres ejercicios precedentes o desde que la entidad se haya adherido al fondo, cuando no haya completado dicho plazo, considerando a estos efectos como primer ejercicio computable el ejercicio 2003, y habrán de efectuarse en la fecha que establezca la sociedad gestora, previa puesta en conocimiento de la CNMV. El importe de las derramas no podrá exceder la cuantía necesaria para eliminar el desequilibrio. El patrimonio no comprometido del fondo deberá estar materializado en deuda pública o en otros activos de elevada liquidez y bajo riesgo.

Se modifica la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre *Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito*, estableciendo la incompatibilidad para una empresa de auditoría de realizar trabajos para órganos competentes de las Comunidades Autónomas y organismos o entidades dependientes de estas, en el ejercicio de las competencias que estas autoridades tienen en relación con las cajas de ahorros y la realización simultánea o en los cinco años anteriores o posteriores cualquier trabajo de auditoría en la entidad en la que hayan trabajado como consecuencia del requerimiento de las instituciones antes citadas.

Asimismo, se modifica la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de *Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (24), en lo referente a los plazos de conservación de los datos de la CIR, estableciendo que se podrán conservar indefinidamente los datos que identifiquen a personas jurídicas para permitir el ejercicio de las competencias de supervisión e inspección a las autoridades correspondientes, así como para contribuir al correcto desarrollo de las restantes funciones que el Banco de España tiene legalmente atribuidas.

Por último, se modifica la Ley 10/1975, de 12 de mayo, de *Regulación de moneda metálica*, en lo que atañe al régimen de infracciones

(24) Ver epígrafe dos de este artículo.

y sanciones administrativas en relación con la alteración de la moneda metálica, manipulación de monedas para realización de artículos de orfebrería o joyería y uso industrial de las mismas.

8.2. Ámbito fiscal

En materia tributaria se tiene en cuenta que en el año 2003 entrará en vigor la segunda reforma tributaria llevada a cabo por el Gobierno en materia de imposición directa mediante la modificación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, comentado anteriormente. Asimismo, la reforma de la tributación local permitirá adecuar la financiación de las entidades locales al principio de suficiencia financiera, cerrando de este modo la reforma financiera territorial una vez entrado en vigor el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas y las Ciudades con Estatuto de Autonomía.

En el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones se incluyen algunas modificaciones de carácter técnico y que permiten una mejor gestión del impuesto. Así, se introducen modificaciones que afectan a la tributación del derecho de nuda propiedad, así como al cálculo de la base liquidable en el supuesto de acumulación de donaciones y, por último, se aclaran los supuestos de responsabilidad subsidiaria de determinados intermediarios.

En el Impuesto sobre el Valor Añadido, la mayor parte de las modificaciones introducidas en la Ley del impuesto se derivan de la adapta-

ción del derecho interno a las Directivas Comunitarias sobre comercio electrónico y servicios de radiodifusión y televisión y sobre facturación. Además de las anteriores medidas, se introducen diversas mejoras técnicas en el impuesto, entre las que cabe destacar la relativa a la sistematización de las reglas especiales de localización de las prestaciones de servicios. Asimismo, se especifican las particularidades que afectan al derecho a la deducción en el régimen especial simplificado, así como al régimen especial de la agricultura, ganadería y pesca.

En el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados se introducen algunas modificaciones también de carácter técnico. Se clarifican las normas relativas a la base imponible en los préstamos hipotecarios o con otra garantía y en los supuestos de posposición y mejora de las hipotecas en lo relativo a la cuota gradual de los documentos notariales. Se clarifica, igualmente, la exigibilidad de la cuota gradual del concepto de actos jurídicos documentados para documentos notariales inscribibles en el Registro de Bienes Muebles. Se suprime el hecho imponible relativo al concepto de actos jurídicos documentados en las copias de escrituras que documentan el cambio de valor de las acciones o el cambio de su condición de nominativas o al portador y, por último, se establece la obligación de nombrar representante por parte de los contribuyentes no residentes fijando como domicilio fiscal de estos, en caso de no designar representante, el inmueble objeto de la transmisión.

20.1.2003.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 31 de diciembre 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	-	-	-	-	-
BANIF	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	2,75	23,88	22,00	23,88	22,00
BBVA BANCO DE FINANCIACIÓN	-	-	-	-	-
BBVA PRIVANZA BANCO	7,50	18,12	17,00	18,12	17,00
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
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
FINANTIA SOFINLOC	6,25	15,63	-	22,50	-
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
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	-	-	-	-	-
INDUSTRIAL DE BILBAO	-	-	-	-	-
INVERSIS NET	-	-	-	-	-
LIBERTA	-	-	-	-	-
MADRID	4,50	18,68	17,25	18,68	17,25
MARCH	6,00	30,60	-	29,86	-
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PASTOR	4,25	21,34	19,50	31,08	28,00

(Continuación) 2

Situación al día 31 de diciembre de 2002

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
PATAGON BANK	-	7,34	7,11	7,34	7,11
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	5,75	26,56	25,00	26,56	24,26
POPULAR BANCA PRIVADA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
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
S.F. C.MADRID-MAPFRE	6,75	10,62	-	10,62	-
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>	5,89	26,17	24,66	26,32	24,62
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.	3,00	12,62	12,06	12,62	12,06
ARAB BANK PLC, S.E.	3,25	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	3,55	33,18	29,00	19,25	18,00
BARCLAYS BANK	3,75	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
CETELEM	-	-	-	-	-
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	4,05	30,60	27,00	30,60	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.	-	-	-	-	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	6,00	13,52	-	13,75	-
DRESDNER BANK A.G., S.E.	3,65	10,62	10,09	10,62	10,09

(Continuación) 3

Situación al día 31 de diciembre de 2002

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EDMOND ROTHSCHILD LUXEMB., S.E.	-	5,58	-	-	-
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.	4,83	10,62	-	4,83	-
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.	-	-	-	-	-
FRANFINANCE, S.E.	-	-	-	-	-
FORTIS BANK, S.E.	3,50	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.	3,29	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.	3,32	4,39	4,30	4,39	4,30
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.	3,75	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.	3,03	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.	4,90	-	-	-	-
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.	3,70	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.	3,08	-	-	-	-
URQUIJO	2,75	29,97	26,50	29,97	26,50
VOLKSWAGEN BANK GMBH	4,26	10,47	10,00	10,47	10,00
WESTLB AG, S.E.	3,75	11,06	10,63	11,06	10,63
<i>Media simple</i>	4,74	16,66	17,25	18,94	18,44
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,29	21,50	21,53	23,38	22,61

(Continuación) 4

Situación al día 31 de diciembre 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	4,84	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	3,04	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	4,50	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	5,50	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	-	18,11	-
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,50	26,82	-	26,25	-
JAÉN	5,00	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	5,35	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	5,50	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	5,12	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>		4,99	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 18 de diciembre de 2002 y el 17 de enero de 2003

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0223	GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK, S.A.	20.12.2002	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE LLULL, 95-97 (PL. 4).- 08005 BARCELONA.
0227	UNOE BANK, S.A.	13.01.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE JULIÁN CAMARILLO, 4.- 28037 MADRID.
0224	HBF BANCO FINANCIERO, S.A.	14.01.2003	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR SANTANDER CONSUMER FINANCE, S.A.
CAJAS DE AHORROS			
2074	CAIXA D'ESTALVIS DE TERRASSA	16.01.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A RAMBLA D'EGARA, 350.- 08221 TERRASSA (BARCELONA).
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3169	COBANEXPO, SDAD. COOP. CTO. LTDA.	08.01.2003	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA R. DE NAVARRA, S. COOP. DE CRÉDITO (3008).
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8791	BNP-CONSUMO, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO S.A.	08.01.2003	BAJA POR DISOLUCIÓN.
8233	AHORROGESTIÓN HIPOTECARIO S.A. (E.F.C.) ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	17.01.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE VELÁZQUEZ, 102 (PL. 2 IZQ.).- 28006 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)		
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK FRANKFURT A.G.	23.12.2002	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR EUROHYPO A.G.
EUROHYPO AKTIENGESELLSCHAFT EUROPÄISCHE HYPOTHEKENBANK DER DEUTSCHEN BANK	23.12.2002	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR EUROHYPO A.G.
RHEINHYP RHEINISCHE HYPOTHEKENBANK A.G	23.12.2002	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR EUROHYPO A.G.
MERRILL LYNCH FINANCE S.A.	31.12.2002	BAJA.
THE BANK OF SCOTLAND	07.01.2003	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1263	SANPAOLO IMI S.P.A.	18.12.2002	ALTA CON DOMICILIO EN PLAZA DE COLON, 2 (TORRE 2, PL. 10).- 28046 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
1155	KREDIETBANK, S.A. LUXEMBOURGEOISE	02.01.2003	BAJA POR CIERRE.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 18 de diciembre de 2002 y el 17 de enero de 2003 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
TITULARES DE ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1752	ECUA TRANS FAST, S.A.	09.01.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE BATALLA DEL SALADO, 24 (BAJO).- 28045 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4380	EXPERTISE, S.A.	27.12.2002	BAJA POR RENUNCIA.
4420	REGULATION WORLD, S.A.	10.01.2003	BAJA POR RENUNCIA.

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*

	<i>Páginas</i>
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)

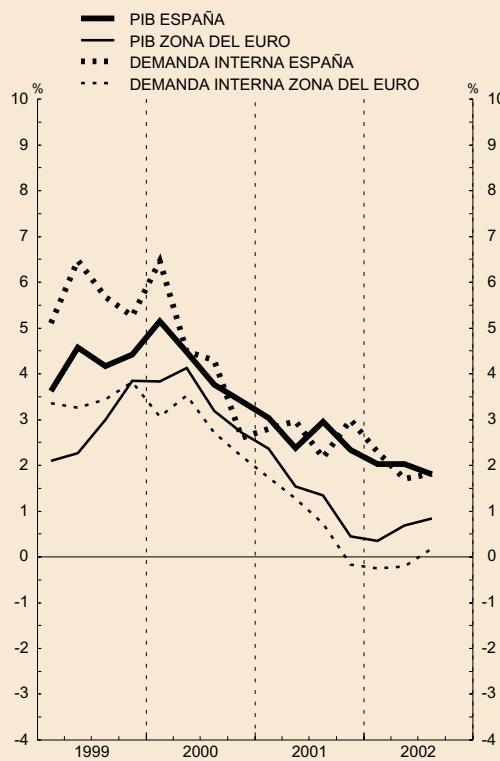
■ Serie representada gráficamente.

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	2,0	8,7	6,0	5,6	3,5	7,7	5,2	12,7	7,4	565	6 151
00	4,2	3,5	3,9	2,5	5,0	1,9	5,7	4,8	4,4	2,9	10,1	12,6	10,6	11,2	609	6 448
01	2,7	1,4	2,5	1,8	3,1	1,9	3,2	-0,7	2,7	0,9	3,4	2,9	3,5	1,5	652	6 824
99 III	4,2	3,0	4,9	3,6	4,1	1,9	9,5	6,7	5,7	3,4	8,0	6,0	13,2	7,5	143	1 547
IV	4,4	3,8	4,5	3,3	5,0	2,2	6,1	6,4	5,3	3,8	10,2	10,0	12,8	10,2	145	1 567
00 I	5,1	3,8	4,6	2,5	5,4	1,8	6,2	5,9	6,5	3,1	7,4	12,9	11,7	10,9	148	1 587
II	4,5	4,1	4,8	3,3	5,6	2,0	6,5	5,7	4,5	3,5	10,5	12,5	10,3	11,1	151	1 606
III	3,8	3,2	3,2	2,4	5,0	1,6	5,8	4,1	4,3	2,7	10,2	12,3	11,6	11,3	154	1 620
IV	3,4	2,7	3,2	1,8	4,2	2,1	4,2	3,5	2,6	2,2	11,9	12,6	8,8	11,7	156	1 636
01 I	3,0	2,4	2,4	2,1	3,2	2,0	5,1	1,7	2,8	1,7	9,8	8,4	8,5	7,0	159	1 690
II	2,4	1,5	2,3	1,8	2,8	2,0	3,9	-0,2	3,0	1,3	4,6	4,3	6,4	3,8	162	1 702
III	3,0	1,3	2,7	1,8	3,1	2,2	2,6	-1,6	2,2	0,7	2,1	1,4	-0,2	-0,3	165	1 711
IV	2,3	0,5	2,6	1,7	3,1	1,6	1,3	-2,5	3,0	-0,2	-2,3	-2,6	-0,1	-4,4	166	1 721
02 I	2,0	0,3	2,3	0,6	3,1	2,2	0,8	-3,1	2,3	-0,3	-2,8	-2,5	-1,6	-4,2	169	1 738
II	2,0	0,7	1,6	0,4	3,1	2,5	1,1	-3,6	1,7	-0,2	-1,3	0,5	-2,0	-1,9	172	1 749
III	1,8	0,8	1,4	0,7	3,2	2,3	1,5	-2,9	1,8	0,2	3,9	2,8	3,8	1,2	175	1 766

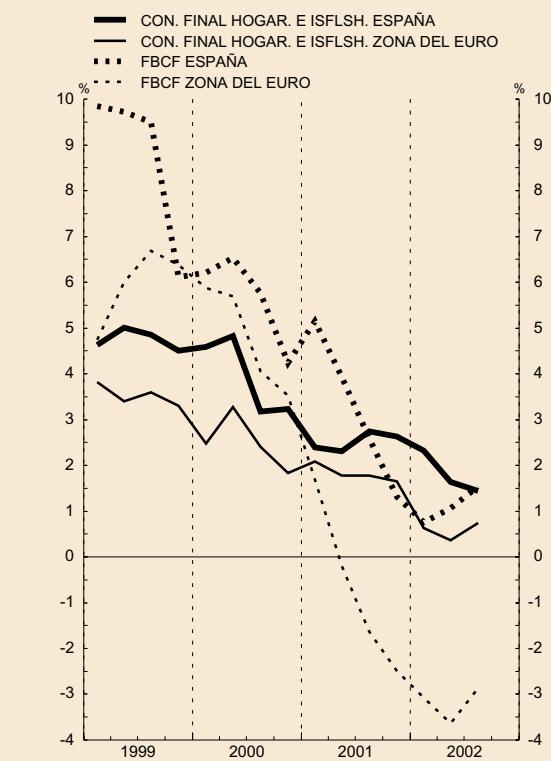
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



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

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

(b) Zona del euro, consumo privado.

(c) Zona del euro, consumo público.

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

(e) Miles de millones de euros.

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

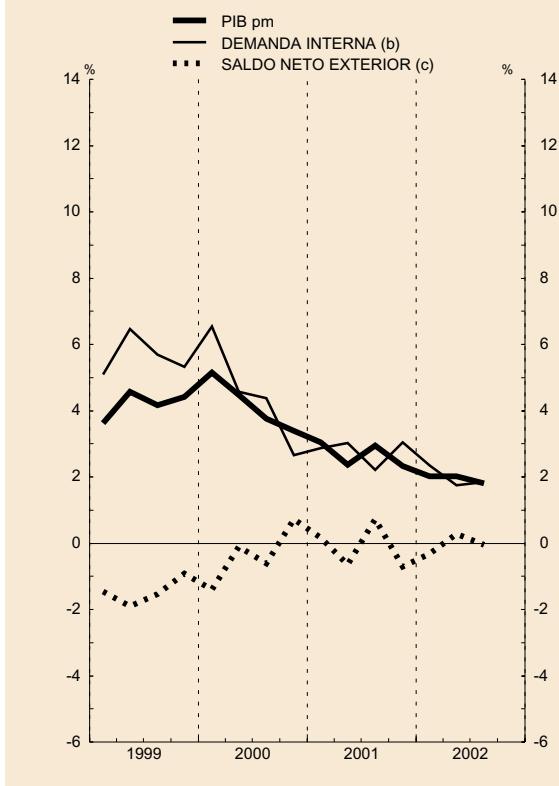
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	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	6,2	6,0	-0,1	10,1	10,0	5,5	17,7	10,6	10,5	9,8	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	III	P	9,5	12,3	7,9	9,2	-0,1	8,0	7,2	9,0	11,6	13,2	12,7	12,5	16,8	-1,5	5,7	4,2
	IV	P	6,1	4,1	6,6	8,8	0,3	10,2	9,7	8,5	15,6	12,8	12,0	15,6	16,8	-0,9	5,3	4,4
00	I	P	6,2	4,7	6,7	7,7	1,3	7,4	7,2	3,5	14,8	11,7	11,5	5,3	14,7	-1,4	6,5	5,1
	II	P	6,5	8,2	5,6	6,5	-0,8	10,5	10,8	4,5	18,5	10,3	10,1	16,4	10,1	-0,1	4,6	4,5
	III	P	5,8	5,2	6,2	5,3	0,2	10,2	10,0	6,6	17,0	11,6	12,0	10,3	9,4	-0,6	4,4	3,8
	IV	P	4,2	0,9	6,1	4,7	-1,0	11,9	11,7	7,3	20,2	8,8	8,4	7,3	11,0	0,7	2,7	3,4
01	I	P	5,1	3,4	6,4	4,2	-0,4	9,8	8,8	9,3	16,1	8,5	8,3	15,9	8,5	0,2	2,9	3,0
	II	P	3,9	-0,2	6,4	4,0	0,2	4,6	3,7	4,9	9,2	6,4	5,7	4,0	11,0	-0,6	3,0	2,4
	III	P	2,6	-2,8	5,7	3,4	-0,6	2,1	1,2	1,3	8,8	-0,2	-1,0	4,5	3,4	0,7	2,2	3,0
	IV	P	1,3	-5,0	4,8	2,0	0,6	-2,3	-3,9	-1,8	6,0	-0,1	-0,5	6,7	1,0	-0,7	3,0	2,3
02	I	P	0,8	-5,5	4,0	2,0	0,2	-2,8	-3,3	-5,2	3,6	-1,6	-2,0	3,2	-0,3	-0,3	2,3	2,0
	II	P	1,1	-5,1	4,4	1,5	-0,0	-1,3	-1,8	-4,9	6,6	-2,0	-2,2	7,2	-2,8	0,3	1,7	2,0
	III	P	1,5	-4,1	4,8	1,5	0,1	3,9	5,7	-4,2	4,9	3,8	4,4	7,5	-0,2	-0,0	1,8	1,8

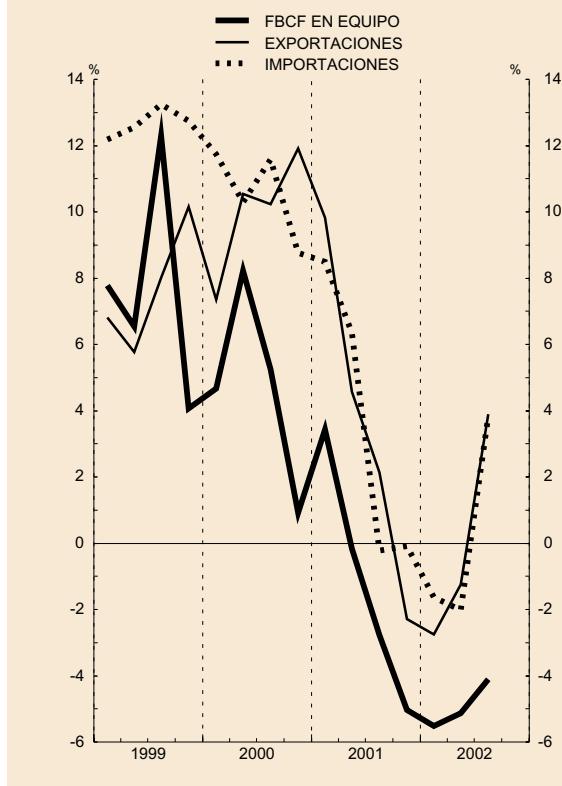
PIB. DEMANDA INTERNA Y SALDO NETO EXTERIOR

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)

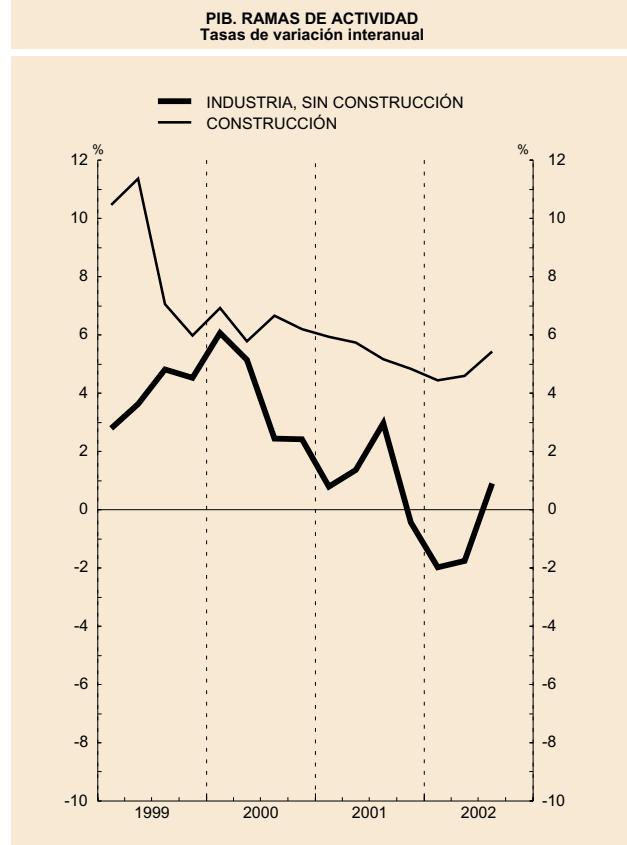
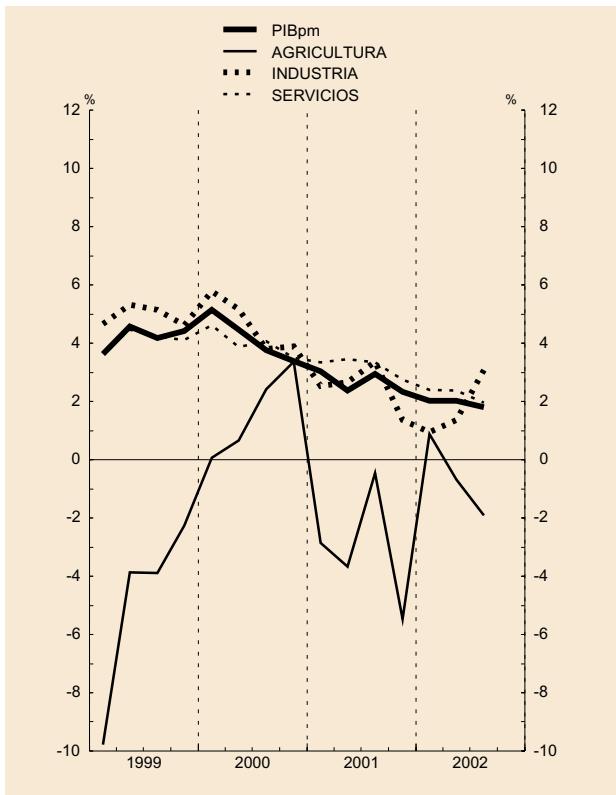
■ Serie representada gráficamente.

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 III	P	4,2	-3,9	3,0	4,8	7,1	4,2	4,5	3,2	4,3	4,9
IV	P	4,4	-2,3	2,2	4,5	6,0	4,1	4,1	3,9	11,0	4,3
00 I	P	5,1	0,1	2,2	6,1	6,9	4,6	4,9	3,8	10,8	5,2
II	P	4,5	0,7	4,0	5,1	5,8	3,9	3,9	3,6	9,5	5,5
III	P	3,8	2,4	4,7	2,4	6,7	4,1	4,3	3,2	1,1	9,8
IV	P	3,4	3,4	6,4	2,4	6,2	3,5	3,8	2,6	-0,5	6,6
01 I	P	3,0	-2,9	4,2	0,8	5,9	3,3	3,6	2,5	5,8	5,0
II	P	2,4	-3,7	2,8	1,4	5,7	3,5	3,7	2,7	-5,7	2,4
III	P	3,0	-0,5	1,6	3,0	5,2	3,3	3,4	3,1	-0,5	2,7
IV	P	2,3	-5,5	2,7	-0,4	4,8	2,7	2,5	3,5	10,9	-2,3
02 I	P	2,0	0,9	7,6	-2,0	4,4	2,4	2,2	3,2	4,7	-7,1
II	P	2,0	-0,7	9,6	-1,8	4,6	2,4	2,2	2,9	3,6	-5,1
III	P	1,8	-1,9	8,6	0,9	5,4	2,0	1,6	3,2	-3,1	-4,4

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

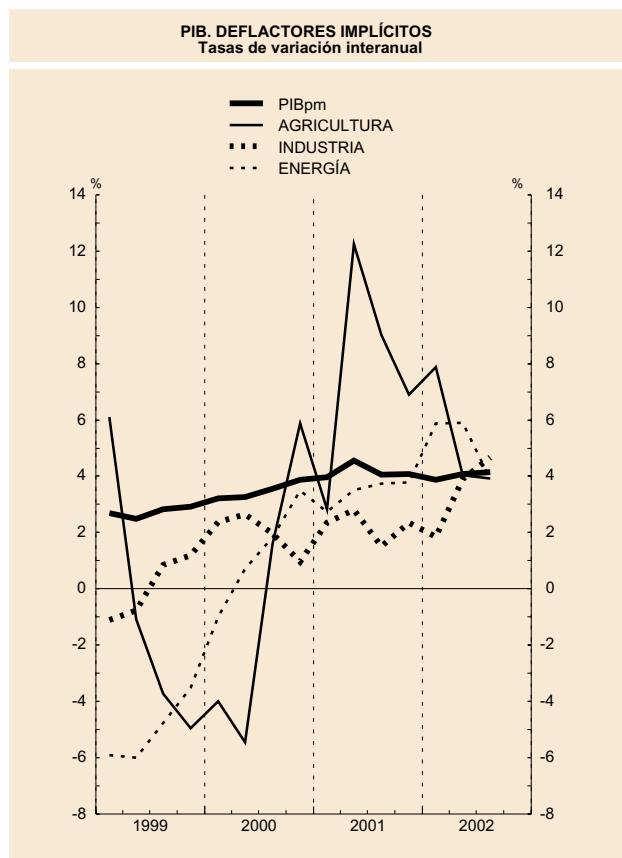
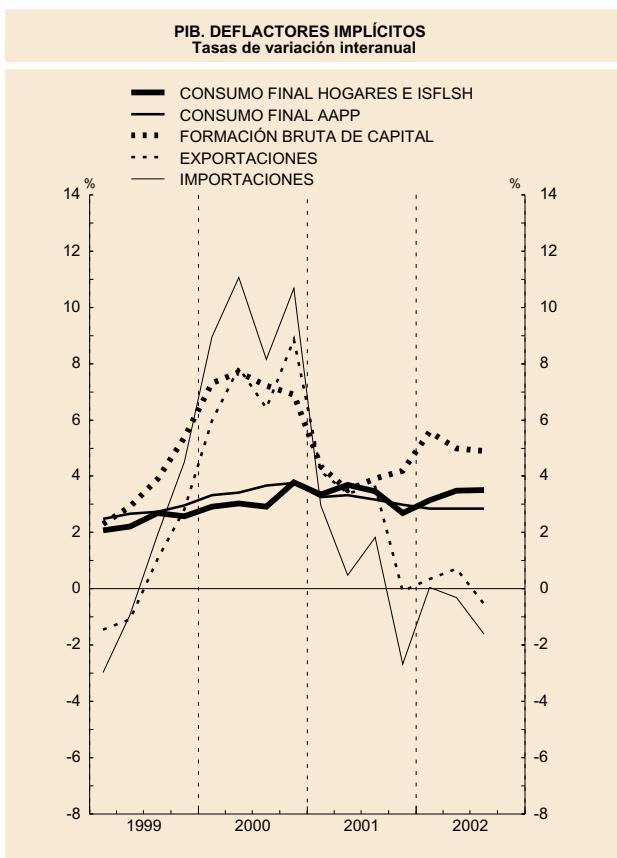
(a) Elaborado según el SEC95, SERIES CORREGIDAS DE EFECTOS ESTACIONALES Y DE CALENDARIO (véase boletín económico de abril 2002).

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



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

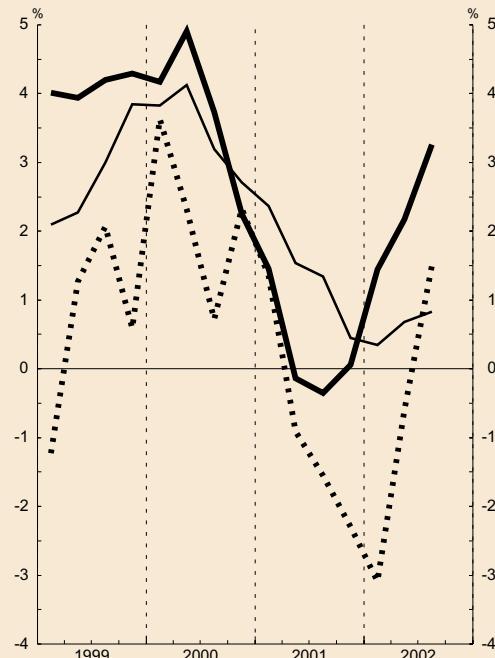
■ Serie representada gráficamente.

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

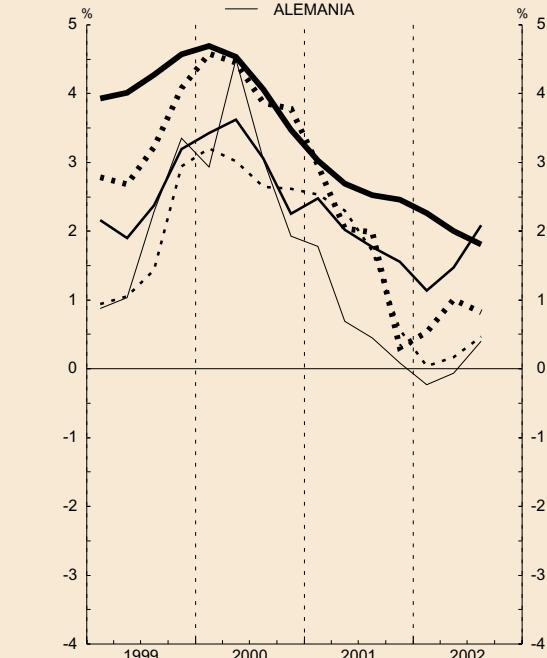
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual

ESTADOS UNIDOS
ZONA EURO
JAPÓN



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual

ESTADOS UNIDOS
ZONA EURO
JAPÓN



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.

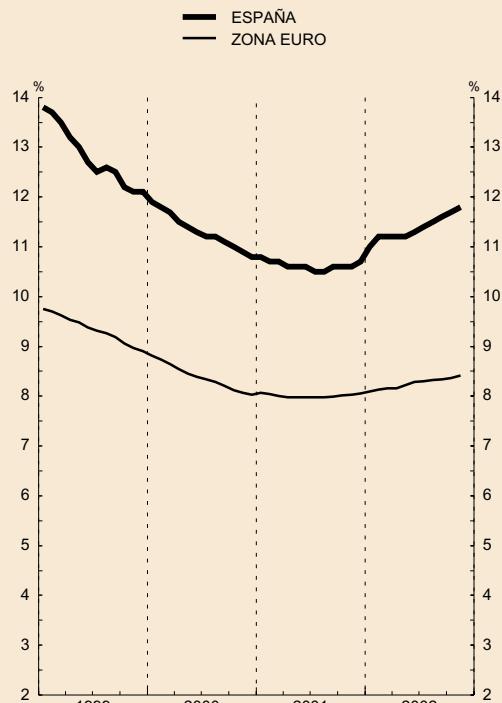
2.2. Tasas de paro. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

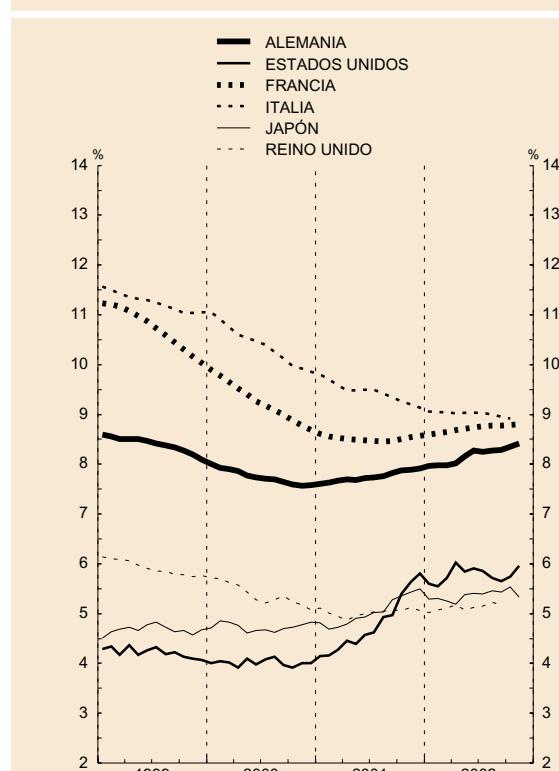
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



Fuentes: BCE y OCDE.

2.3. Precios de consumo. Comparación internacional (a)

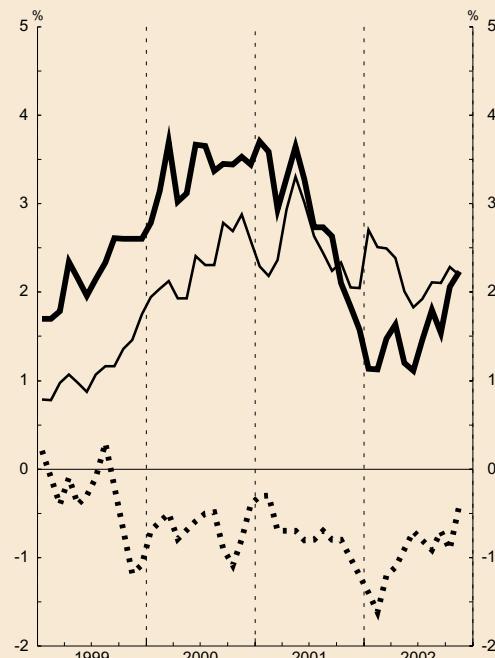
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

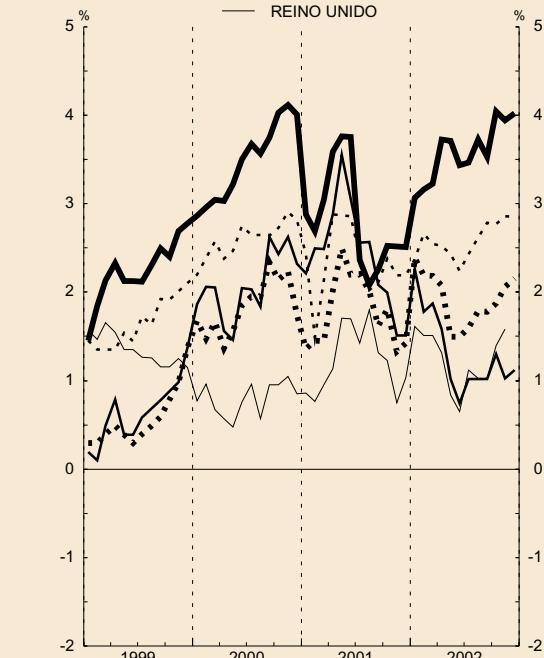
PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual

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.

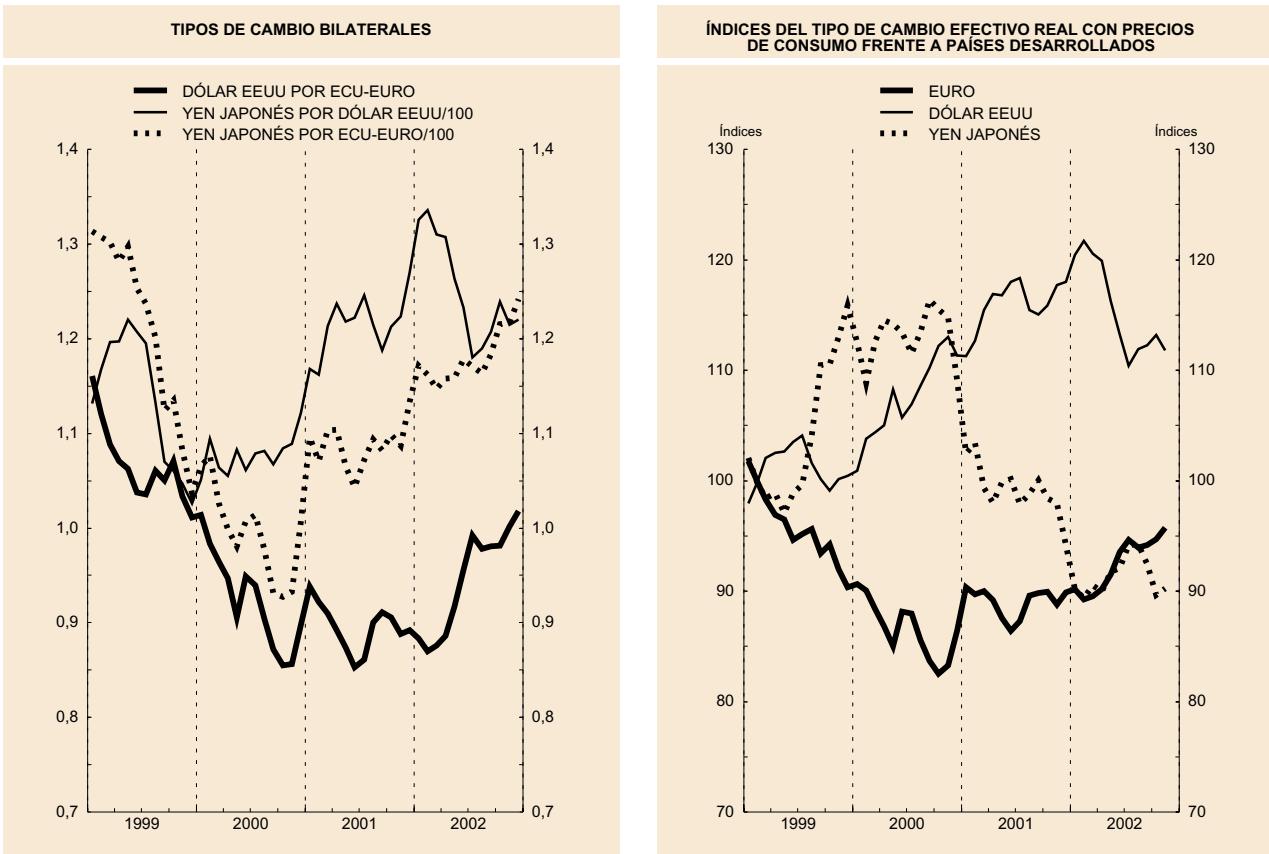
(a) Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

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/pecu	Yen japonés por pecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							7	8	9	10	11	12
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	111,3
01	0,8955	108,76	121,50	87,3	111,8	106,9	89,0	116,0	99,2	89,2	112,3	99,7
01 E-D	0,8955	108,76	121,50	87,3	111,8	106,9	89,0	116,0	99,2	89,2	112,3	99,7
02 E-D	0,9454	118,08	125,18	90,0	110,5	101,1	92,5	115,6	91,4	92,2	110,2	94,5
01 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	114,2	93,1
Feb	0,8700	116,23	133,59	86,8	117,0	98,5	89,3	121,7	89,4	89,2	115,2	92,9
Mär	0,8758	114,75	131,02	86,8	115,8	100,0	89,5	120,5	90,5	89,0	114,5	93,8
Abr	0,8858	115,81	130,75	87,2	115,0	99,6	90,2	119,9	90,0	89,8	114,2	92,8
May	0,9170	115,86	126,36	88,6	111,8	101,3	91,5	116,3	91,8	90,9	110,6	94,5
Jun	0,9554	117,80	123,33	90,6	108,8	101,8	93,5	113,3	92,1	93,0	107,8	95,0
Jul	0,9922	117,11	118,05	91,7	105,9	104,5	94,6	110,4	94,2	94,1	104,8	97,5
Ago	0,9778	116,31	118,96	91,1	107,3	104,5	94,0	111,9	94,2	93,9	106,1	97,4
Sep	0,9808	118,38	120,71	91,2	107,6	102,8	94,2	112,3	92,5	94,2	106,6	95,5
Oct	0,9811	121,57	123,92	91,7	108,4	100,0	94,7	113,2	89,7	94,4	108,4	92,4
Nov	1,0014	121,65	121,49	92,5	106,8	101,0	95,7	111,8	90,3	95,1	...	...
Dic	1,0183	124,20	122,00	93,6	106,0	99,8	...	...	...	...	...	...



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.

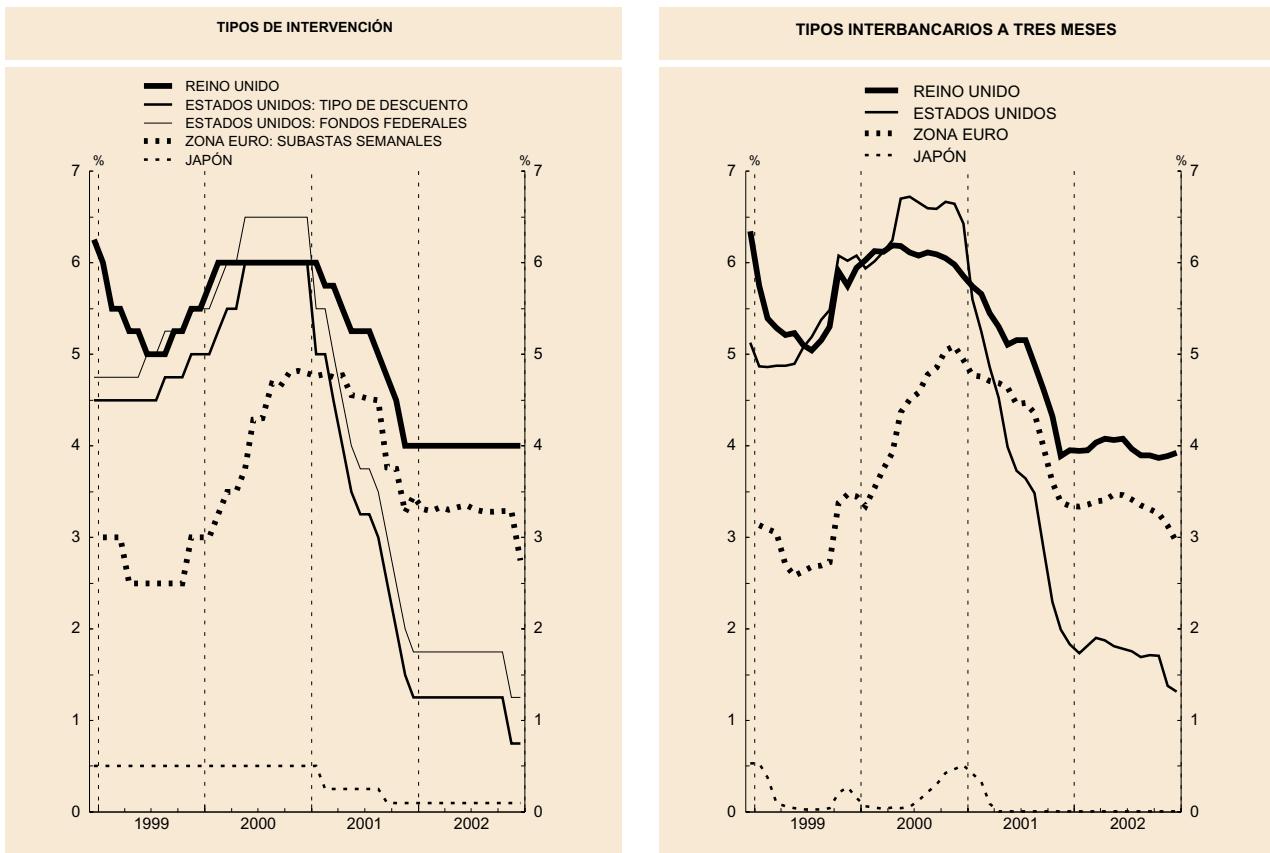
(c) La metodología utilizada en la elaboración de estos índices aparece en el recuadro 5 del Boletín mensual del BCE de octubre de 1999.

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 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
Oct	3,25	1,25	1,75	0,10	4,00	2,20	3,37	3,26	-	-	1,70	-	-	0,01	3,87
Nov	3,25	0,75	1,25	0,10	4,00	2,02	3,26	3,12	-	-	1,38	-	-	0,01	3,88
Dic	2,75	0,75	1,25	0,10	4,00	1,94	3,11	2,94	-	-	1,32	-	-	0,01	3,92



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.

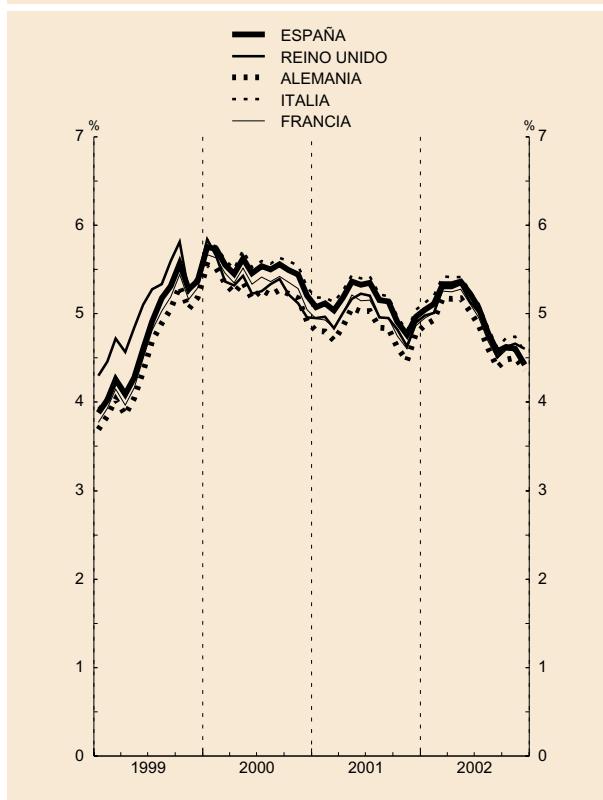
Porcentajes

	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	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	
Mär	4,73	5,27	5,32	5,18	5,34	5,33	5,25	5,42	1,45	5,29	
Abr	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	
Oct	3,84	4,62	4,62	4,48	4,62	3,95	4,59	4,72	1,09	4,63	
Nov	3,86	4,63	4,59	4,50	4,60	4,06	4,58	4,74	0,99	4,66	
Dic	3,81	4,48	4,41	4,36	4,43	4,09	4,42	4,57	0,97	4,60	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

Precios del petróleo y del oro

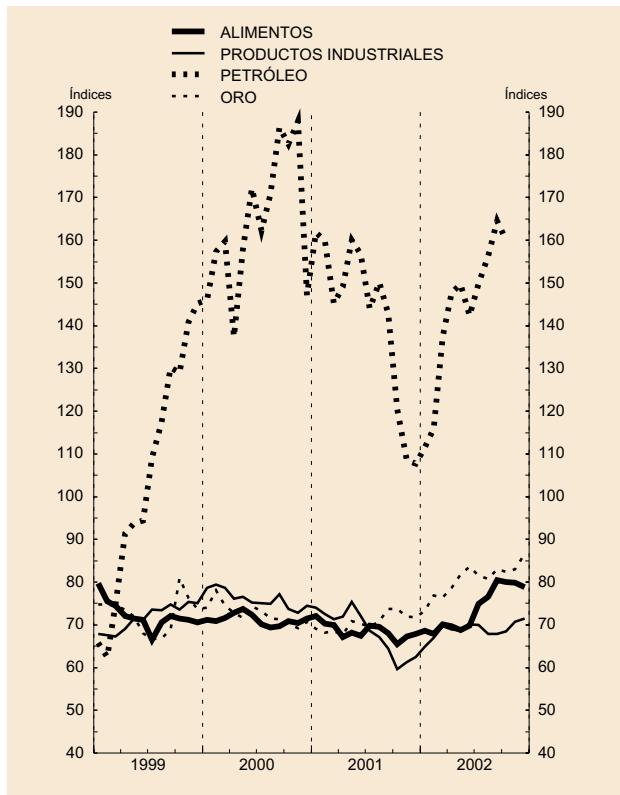
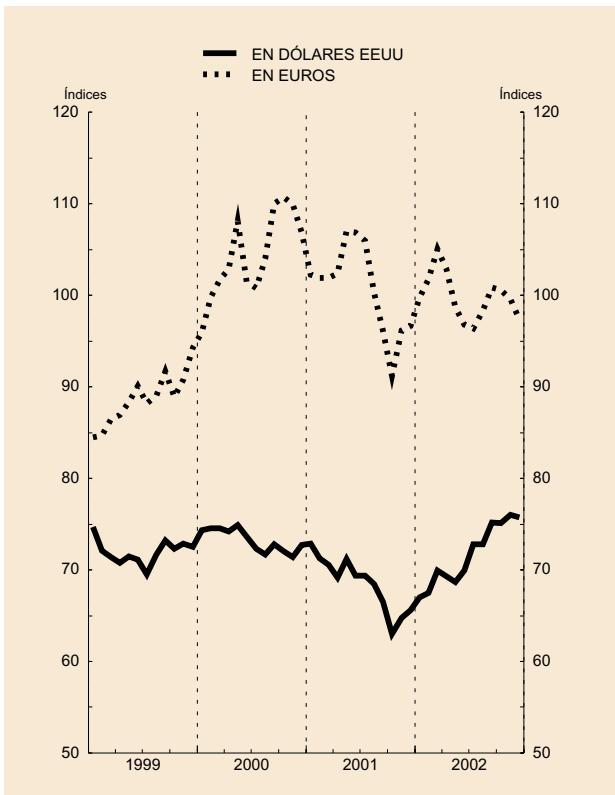
■ Serie representada gráficamente.

Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro					
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte		Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo (d)		
		General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril	18,1	72,6				
					Total	Agrícolas no alimenticios	Metales								
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-D	100,7	68,5	68,6	68,4	65,4	70,9	142,1	24,6	70,5	271,1	9,74				
02 E-D	99,8	71,7	73,8	68,8	69,7	68,0	...	25,0	80,7	310,0	10,55				
01 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	156,2	26,7	80,8	310,3	10,20				
Sep	100,9	75,2	80,5	67,9	70,4	65,7	164,5	28,4	83,1	319,1	10,46				
Oct	100,6	75,1	80,0	68,4	71,4	65,9	160,0	27,5	82,4	316,6	10,37				
Nov	99,6	76,0	79,9	70,8	72,5	69,3	...	24,3	83,0	319,1	10,24				
Dic	97,4	75,7	78,8	71,5	74,0	69,4	...	28,1	86,6	332,6	10,50				

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.

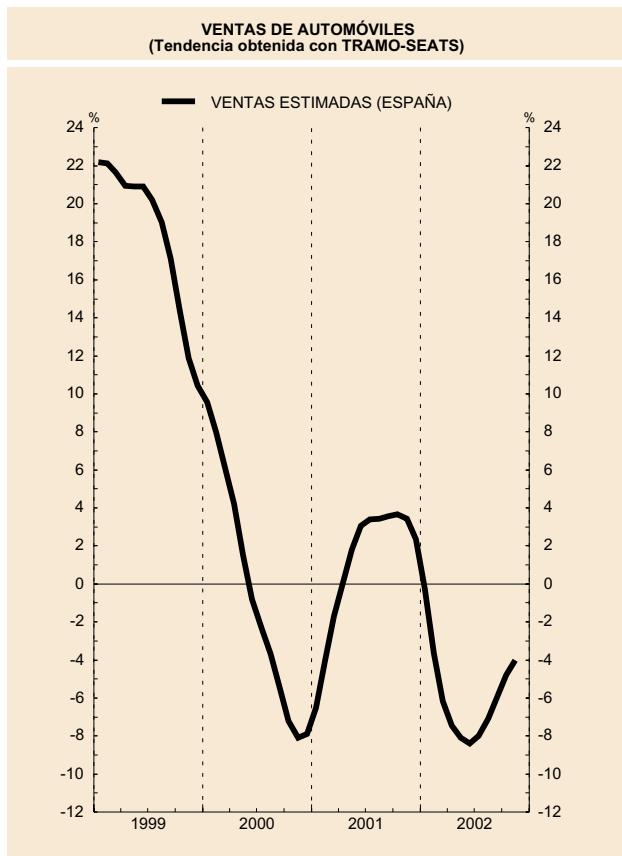
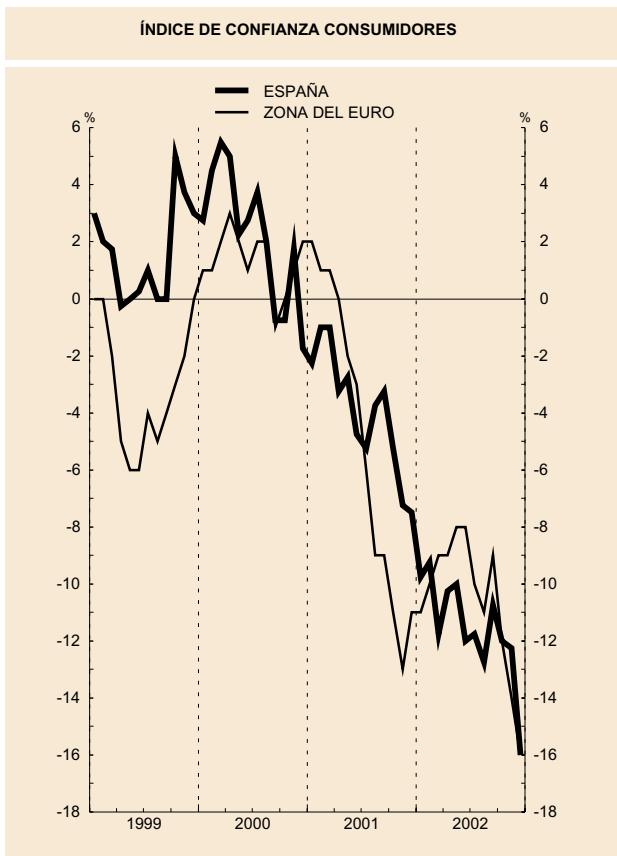
(d) Desde enero de 1999, los datos en dólares estadounidenses se han convertido a euros con el cambio medio mensual del dólar estadounidense. Hasta esa fecha, los datos en pesetas se han convertido a euros con el tipo irrevocable.

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: zona del euro		Matriculaciones		De las que		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 del comercio minorista	Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado	Ventas estimadas	Matriculaciones	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	2,4			
00	2	5	7	3	1	-0	-2,4	-3,6	-1,8	-2,1	6,2	3,0	5,3	2,9	3,9	2,3			
01	-4	-3	4	-0	-5	-6	2,2	1,9	3,2	-0,7	7,1	3,4	3,5	5,1	1,5	1,5			
01 E-D	-4	-3	4	-0	-5	-6	2,2	1,9	3,2	...	7,1	3,4	3,5	5,1	1,5	1,5			
02 E-D	A	-12	-7	-1	-2	-11	...	-7,3	-7,0	-6,6	...	...	...	...	...	...	...
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	0,1		
02 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	1,2		
02 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		
02 Abr	P	-10	-6	-	-2	-9	-17	-6,6	-0,5	-7,7	-7,9	9,7	5,8	9,8	2,8	8,6	0,3		
02 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		
02 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	-0,8		
02 Jul	P	-12	-10	-	-4	-10	-17	-6,1	-4,4	-6,0	-6,6	6,9	3,4	10,6	1,4	4,9	1,0		
02 Ago	P	-13	-9	-2	-3	-11	-16	-9,1	-7,7	-10,1	-4,5	4,1	0,5	11,0	2,8	-0,8	0,9		
02 Sep	P	-11	-5	-	-2	-9	-17	-1,8	-1,9	-4,1	-2,5	7,6	4,0	8,2	-0,9	8,0	0,2		
02 Oct	P	-12	-6	-	-	-12	-16	0,5	-0,2	0,3	-3,2	8,0	3,9	9,7	2,7	4,7	1,6		
02 Nov	P	-12	-4	-	-1	-14	-14	-8,3	-10,5	-8,6	...	7,8	3,7	11,4	3,1	4,1	...		
02 Dic	A	-16	-13	-4	-3	-16	...	8,2	2,7	7,0	...	...	...	...	...	...	...



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.

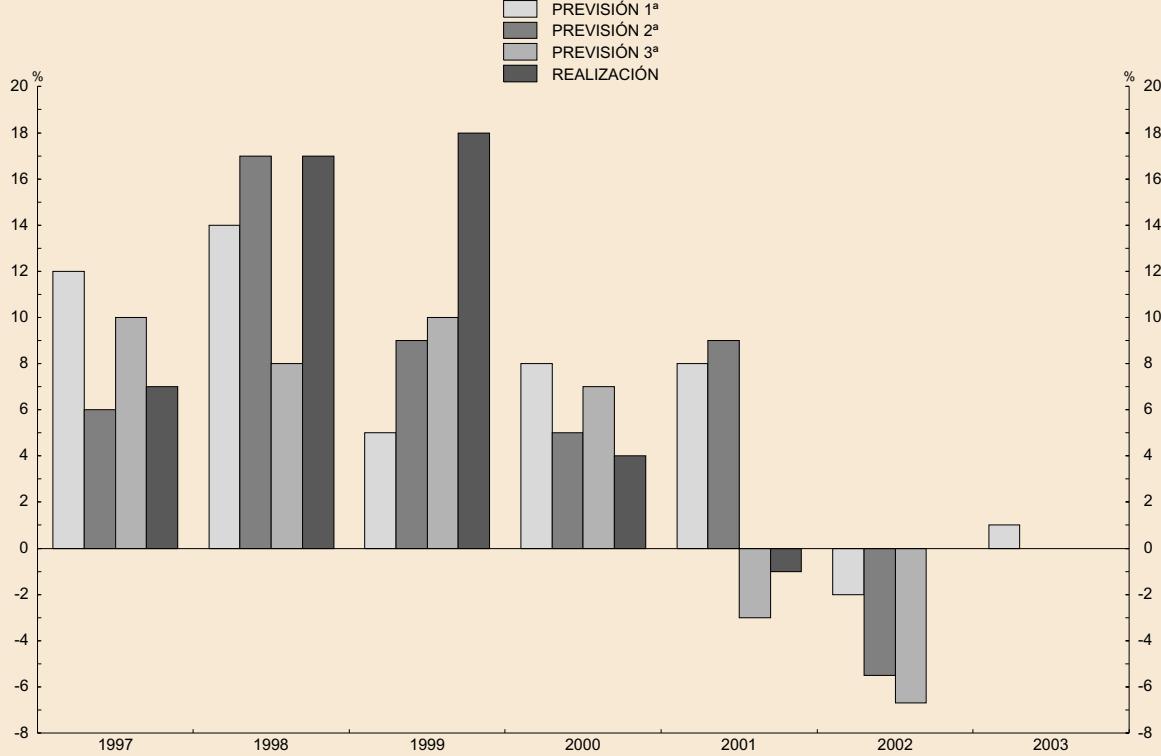
3.2. Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1 ^a	Previsión 2 ^a	Previsión 3 ^a
1	■	2	3	4
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	-7
03	...	1	...	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



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

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

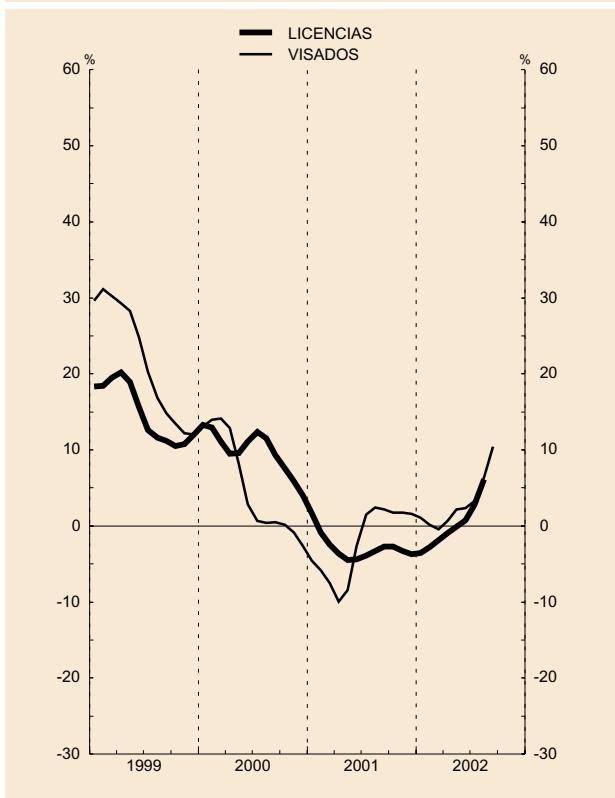
3.3. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España

■ Serie representada gráficamente.

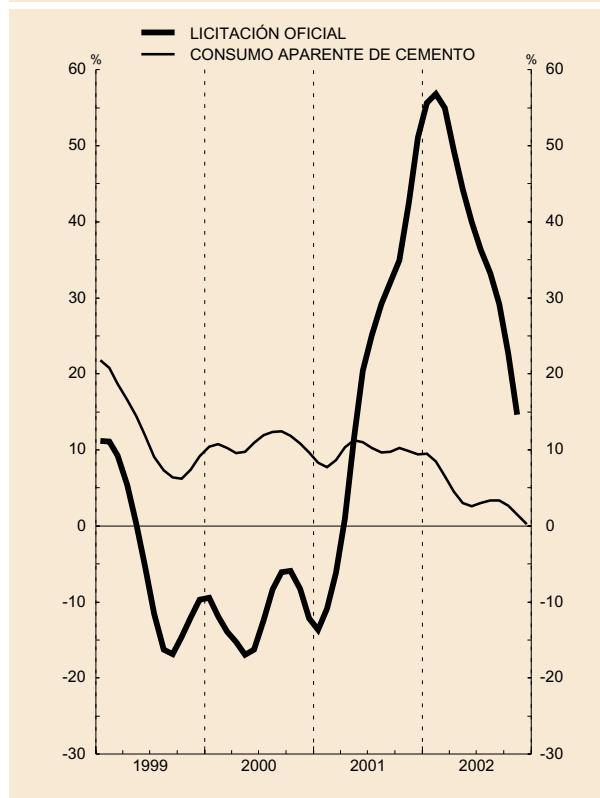
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total	Edificación			Residencial	Vivienda	No residencial	
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes		Total	Residencial	Vivienda				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	9,7
01 E-D	-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	
02 E-D	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4,6
01 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	-6,4	-11,5	-5,9	16,3	-1,5	-3,7	144,4	144,4	157,3	421,8	347,6	115,4	138,9	15,6	
Feb	-1,8	0,5	-0,4	-10,6	6,2	6,2	93,8	123,9	76,3	290,8	130,6	27,0	110,7	11,6	
Mar	-9,9	-11,5	-11,1	-3,5	-15,6	-19,1	42,1	87,5	6,1	-8,2	75,1	9,7	65,4	-6,7	
Abr	4,8	10,2	9,5	-14,2	8,9	20,3	15,4	61,6	112,8	73,8	312,7	127,3	-17,0	17,7	
May	0,1	9,7	11,9	-29,3	6,6	6,6	24,3	52,0	51,9	-2,7	7,4	74,9	9,0	0,3	
Jun	-12,4	-12,2	-12,6	-13,4	-4,4	-3,0	-40,4	19,2	-54,5	-87,5	-37,5	15,3	-27,0	-3,8	
Jul	-11,5	-4,5	-2,5	-32,0	0,8	2,9	47,0	26,5	38,0	60,5	-32,8	28,0	50,6	9,9	
Ago	12,8	9,7	8,8	25,8	2,7	5,5	-22,5	17,2	-34,4	19,2	177,4	-43,6	-15,6	-1,2	
Sep	...	...	...	...	15,3	18,2	1,0	15,8	1,3	-54,2	53,3	35,0	0,8	8,8	
Oct	...	...	...	...	...	...	-6,2	12,2	55,6	289,7	19,3	12,5	-24,4	4,1	
Nov	...	...	...	...	...	...	31,3	14,0	-34,7	-58,8	-74,7	-24,1	84,8	-1,9	
Dic	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4,7	

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.

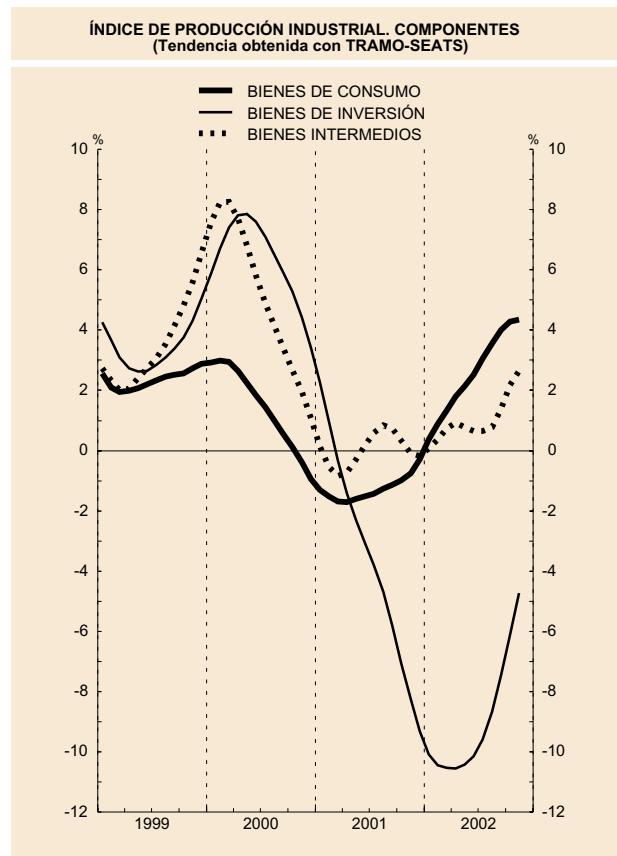
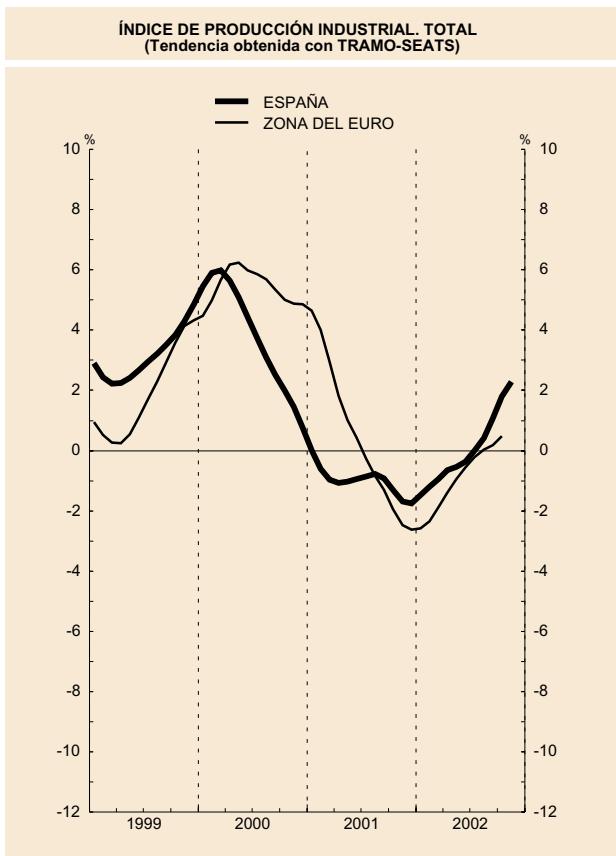
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

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	Transfor- mados	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	0,4	0,2	0,4	1,3	-0,8
01 E-N	MP	122,6	-0,9	-1,5	-1,5	-2,4	0,1	2,2	0,5	-2,8	-1,4	0,8	0,8	...	2,1	-0,1
02 E-N	MP	122,7	0,1	-0,0	2,9	-9,4	1,0	1,0	2,8	-4,3	1,8	...	...	...	...	...
01 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	2,9	-0,2
Sep	P	121,5	-2,9	-3,7	-5,4	-2,3	-0,9	2,5	-0,9	-5,4	-4,0	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-1,6
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	-2,5	-3,4
Nov	P	127,0	-4,7	-6,3	-3,4	-13,6	-2,7	3,8	-1,0	-13,2	-2,8	-4,0	-5,0	-2,8	-5,4	-6,1
Dic	P	107,4	-4,4	-7,6	-3,0	-14,8	-1,6	11,4	-7,7	-15,6	-	-4,3	-6,3	-3,4	-6,3	-8,7
02 Ene	P	123,5	-0,6	-1,9	2,4	-10,2	0,5	6,2	0,1	-7,1	1,8	-2,8	-3,7	-0,9	-6,1	-3,4
Feb	P	120,2	-0,6	-0,9	3,1	-10,6	0,1	1,7	2,6	-6,8	2,3	-3,1	-3,9	-1,2	-7,1	-2,5
Mar	P	118,2	-10,0	-11,7	-10,3	-21,9	-5,8	-0,5	-5,4	-18,8	-9,2	-2,2	-3,1	-1,6	-6,1	-0,4
Abr	P	126,5	10,6	10,6	15,7	-0,2	10,5	10,8	12,6	7,5	12,0	-0,7	-0,5	-1,3	-2,2	0,4
May	P	129,4	-1,9	-1,7	0,2	-10,0	-0,7	-1,7	-0,7	-5,9	1,3	-0,9	-1,5	-0,5	-4,3	0,6
Jun	P	123,6	-4,5	-5,4	-2,3	-17,6	-1,5	1,9	-0,7	-11,9	-2,6	-0,3	-0,7	-1,0	-1,5	-0,0
Jul	P	132,5	3,5	3,6	7,1	-4,6	3,4	3,0	6,0	-0,9	6,4	-0,2	0,0	-1,6	-0,7	0,5
Ago	P	86,5	-3,6	-2,9	1,7	-18,8	-3,8	-5,3	-1,2	-10,4	0,5	-1,2	-1,6	-2,6	-2,5	-0,0
Sep	P	124,9	2,8	3,4	7,5	-6,6	2,4	0,1	5,1	0,7	4,5	-0,4	-0,4	-1,3	-2,7	1,3
Oct	P	136,4	4,4	5,2	7,0	-2,2	4,8	0,7	9,4	3,6	3,9	0,4	0,2	...	-1,0	1,1
Nov	P	128,0	0,8	2,0	1,3	-2,6	1,4	-5,0	3,5	2,8	0,3	...	...	...	...	...



Fuentes: INE y BCE.

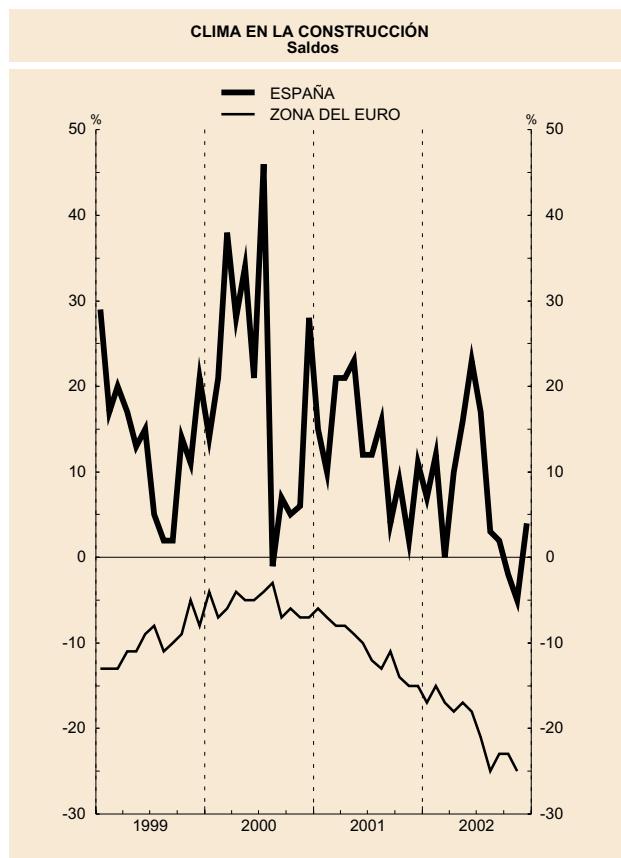
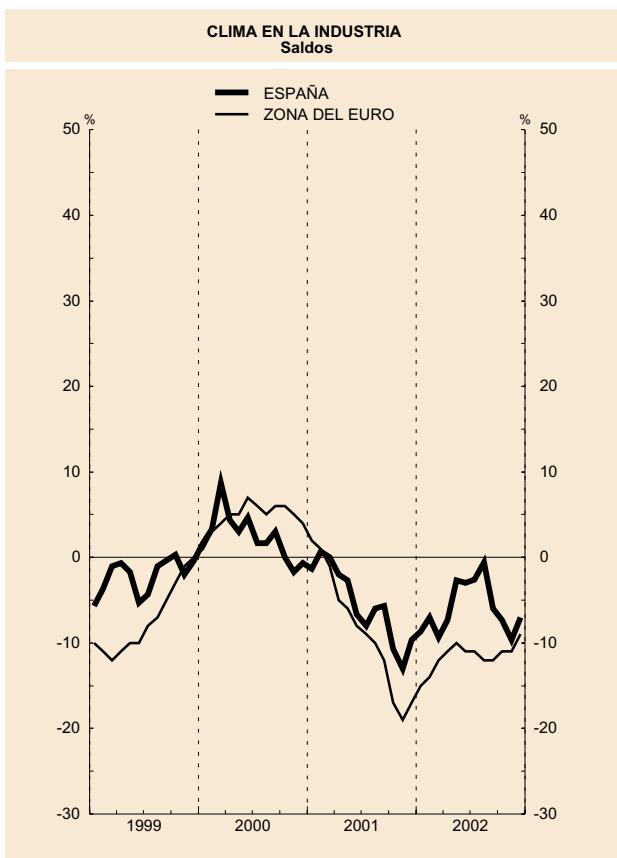
Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

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						
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	-13	7	2	1	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-D	M	-5	-0	3	-9	-13	11	-5	-4	-7	13	10	21	37	38	-8	-14	-11
02	E-D	M	-6	-1	2	-11	-16	9	-7	-6	-5	7	10	13	11	25	-12	-25	...
01	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
Abr			-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			-6	-	5	-15	-17	8	-6	-9	-3	2	10	12	6	19	-12	-26	-23
Oct			-7	-4	-	-11	-12	11	-4	-8	-10	-2	14	15	8	-24	-11	-25	-23
Nov			-10	2	-13	-8	-12	8	-6	-10	-13	-5	7	9	-11	-34	-11	-23	-25
Dic			-7	9	-5	-5	-5	11	2	-8	-13	4	-11	17	-18	-45	-9	-22	...



Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

(a) $1 = m (4 - 6 + 3)$.

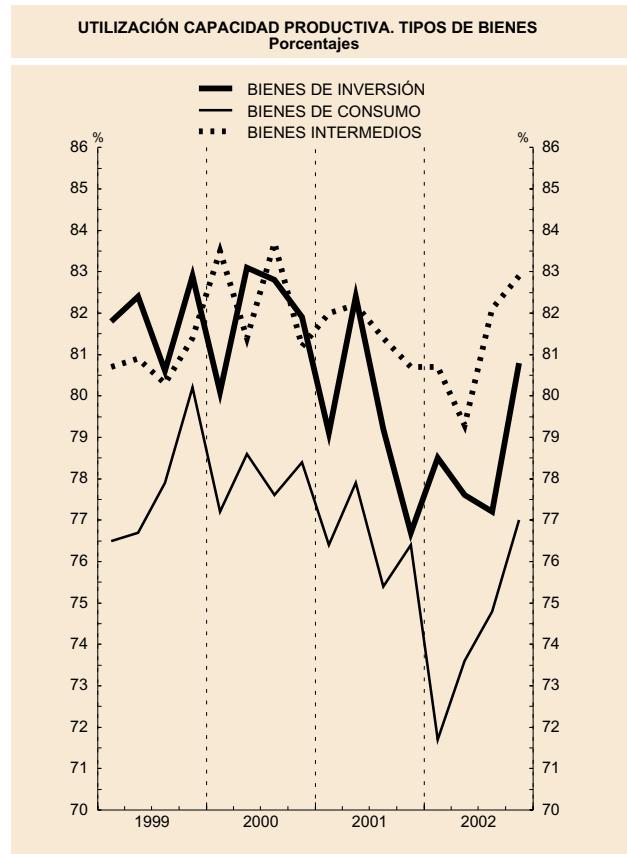
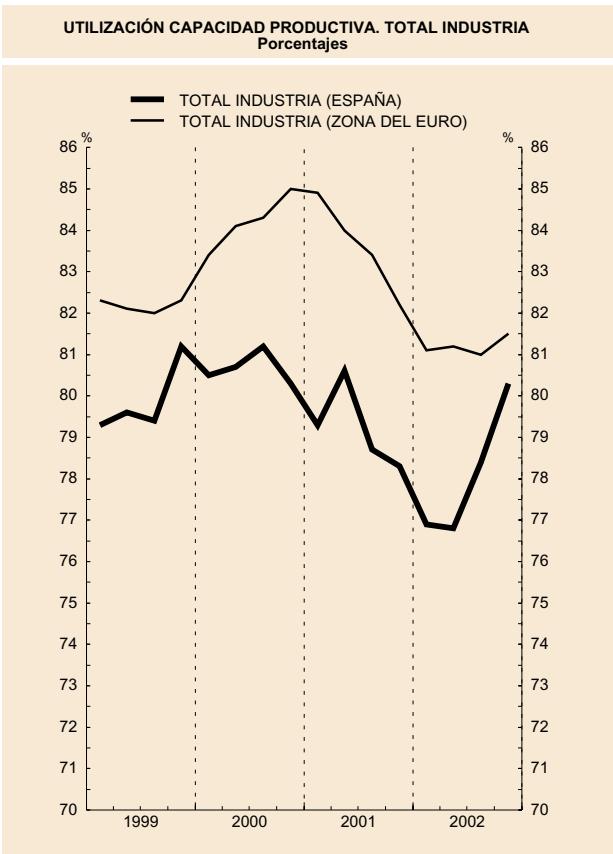
(b) Hasta noviembre de 2001, la denominación temporal es diferente, de manera que el valor del indicador para el mes n se corresponde con el dato publicado por el MCYT para el mes n-1.

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	79,0	3	81,9	81,9	2	80,8	82,1	1	82,2	
00	80,7	81,7	-1	78,0	78,4	1	82,0	83,5	-2	82,5	83,7	-2	84,2	
01	79,2	80,3	3	76,5	78,0	3	79,4	81,1	2	81,6	82,0	2	83,6	
01 I-IV	79,2	80,3	3	76,5	78,0	3	79,4	81,1	2	81,6	82,0	2	83,6	
02 I-IV	78,1	80,0	8	74,3	76,6	13	78,5	80,9	7	81,3	82,6	4	81,2	
00 II	80,7	81,1	-	78,6	78,3	2	83,1	84,2	2	81,4	82,2	-2	84,1	
III	81,2	82,1	-1	77,6	78,5	-1	82,8	84,3	-4	83,7	84,3	-	84,3	
IV	80,3	81,4	-1	78,4	78,4	2	81,9	84,8	-5	81,2	82,6	-1	85,0	
01 I	79,3	80,9	2	76,4	77,4	3	79,1	81,8	-	82,0	83,5	-	84,9	
II	80,6	81,5	2	77,9	80,2	2	82,4	83,3	-	82,2	81,8	1	84,0	
III	78,7	80,2	2	75,4	78,2	1	79,2	80,4	3	81,4	81,9	3	83,4	
IV	78,3	78,6	6	76,4	76,0	7	76,7	79,0	5	80,7	80,6	5	82,2	
02 I	76,9	78,5	5	71,7	73,5	6	78,5	80,0	5	80,7	82,1	5	81,1	
II	76,8	80,5	8	73,6	78,0	10	77,6	81,2	5	79,3	82,2	6	81,2	
III	78,4	79,8	12	74,8	76,7	22	77,2	79,8	14	82,1	82,6	1	81,0	
IV	80,3	81,2	8	77,0	78,1	15	80,8	82,4	5	82,9	83,4	2	81,5	



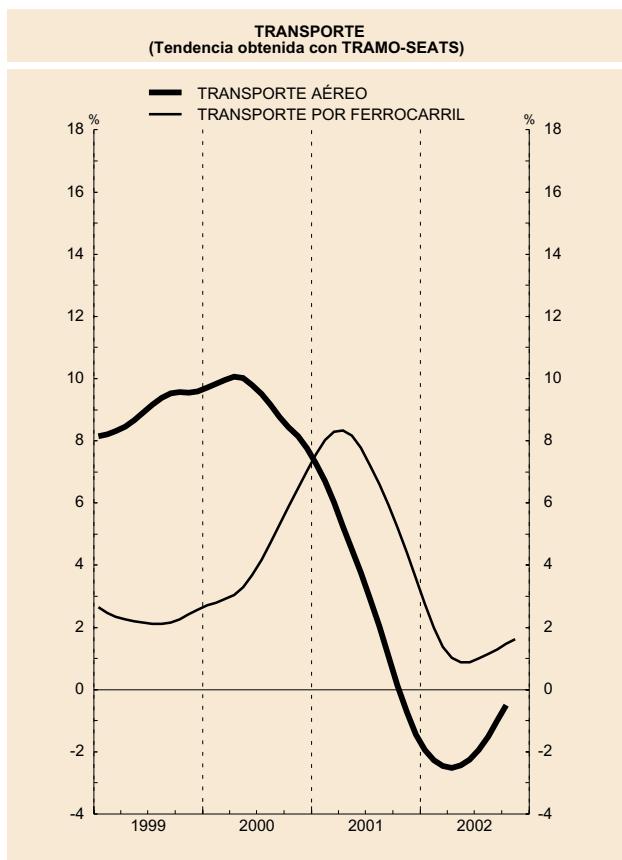
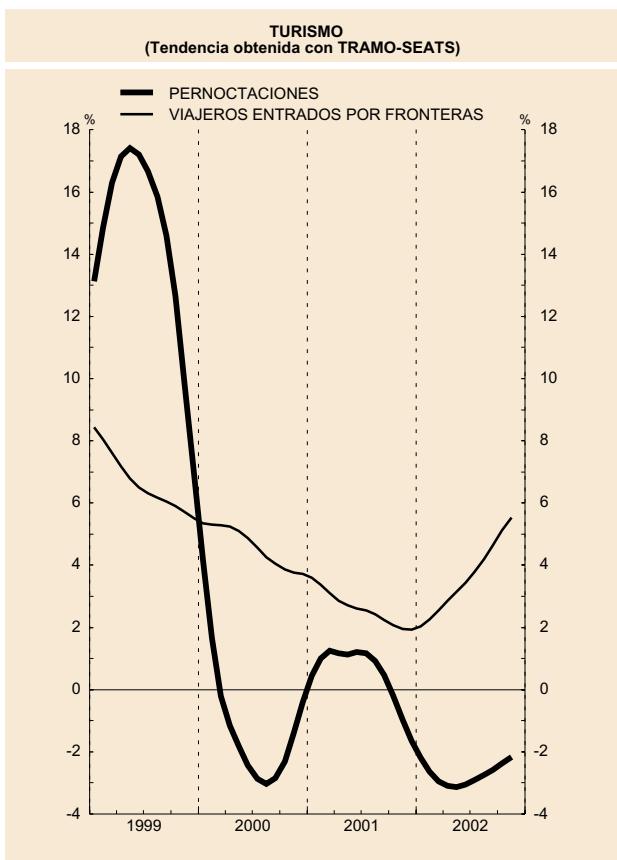
Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

3.7. Diversas estadísticas de turismo y transporte. España

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	13,0	20,4	14,9	21,5	6,3	7,8	3,8	9,0	7,0	10,3	6,8	7,9	5,2	2,3	-1,3	
00	1,2	1,3	-1,5	-3,5	3,3	2,4	5,1	9,4	12,8	7,1	4,2	7,2	6,8	4,5	1,8	
01	P	1,0	-0,5	0,7	-0,3	3,1	5,2	-0,6	3,0	0,8	4,5	-4,9	0,2	3,4	6,6	-0,6
01 E-N	P	1,3	-0,3	0,8	-0,2	3,3	5,5	-0,8	3,5	1,6	4,9	-4,3	0,3	3,4	7,2	-0,1
02 E-N	P	-0,1	-1,3	-2,8	-5,2	4,0	2,4	7,1	...	...	...	...	...	...	3,3	...
01 Ago	P	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		-0,3	-1,8	1,6	1,2	0,9	5,0	-8,0	3,2	1,7	4,1	-10,2	-1,6	8,9	1,4	17,2
Oct		-1,1	-4,7	-1,9	-2,3	-0,4	1,3	-4,1	4,0	-1,7	-5,4	-7,5	1,1	7,8	5,0	-8,2
Nov		-0,9	-6,1	0,4	-3,2	2,3	2,6	1,8	-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
Abri	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	-0,2	7,8	4,7	7,0
Ago	P	3,5	1,6	0,9	-2,4	8,6	10,9	4,4	0,8	-1,5	2,1	0,2	5,6	1,7	3,3	6,0
Sep	P	-1,1	-1,8	-4,1	-6,5	-0,3	-1,2	1,7	-2,6	-2,7	-2,5	5,3	3,1	1,2	5,6	-0,0
Oct	P	1,4	3,1	-2,5	-3,4	7,5	5,0	13,3	2,1	-2,2	4,9	3,2	9,9	6,0	7,3	...
Nov	P	1,7	2,5	-3,0	-5,4	10,6	7,2	15,9	...	...	...	...	...	-3,5	...	...



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

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

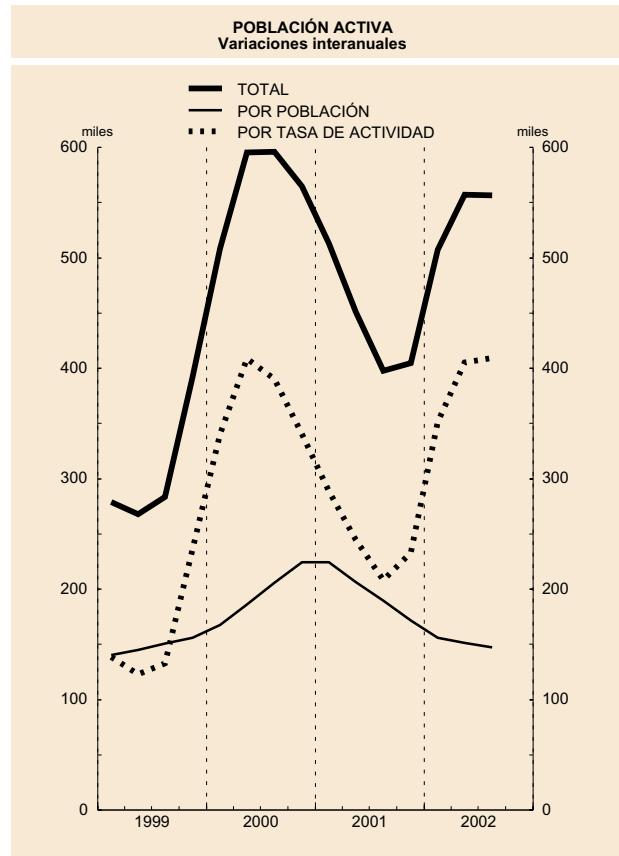
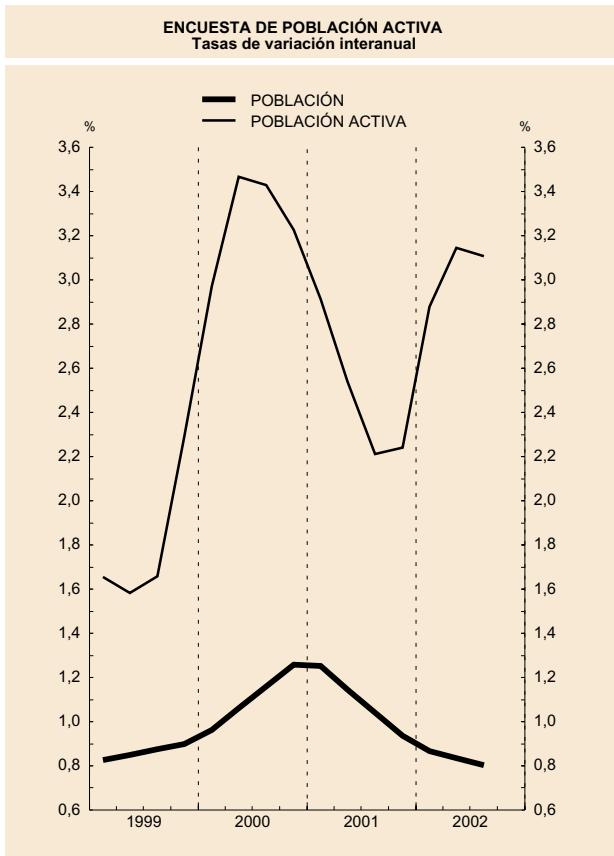
(a) A partir de enero de 1999 la encuesta incluye aquellos establecimientos con categoría una estrella de plata y similares. Para el cálculo de la tasa de variación interanual se han elevado los datos correspondientes a 1998 de acuerdo al nuevo directorio.

4.1. Población activa. España

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 4	Miles de personas (a)		Variación interanual (b) (c)			1 4 (b)	
					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-III M	33 652	381	1,1	52,74	17 749	1 362	620	741	2,6
02 I-III M	33 933	281	0,8	53,90	18 289	1 621	455	1 166	3,0
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
III	33 997	271	0,8	54,31	18 463	556	147	409	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.

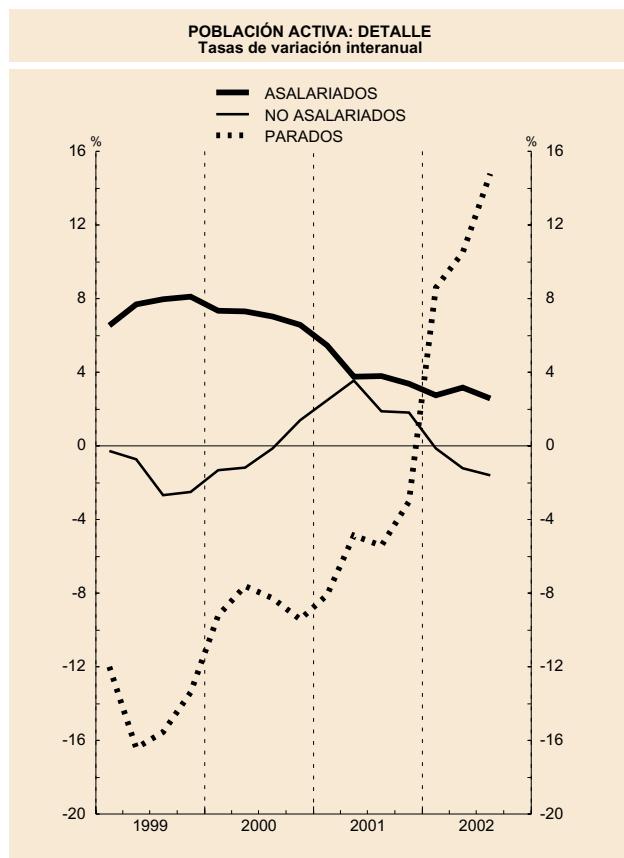
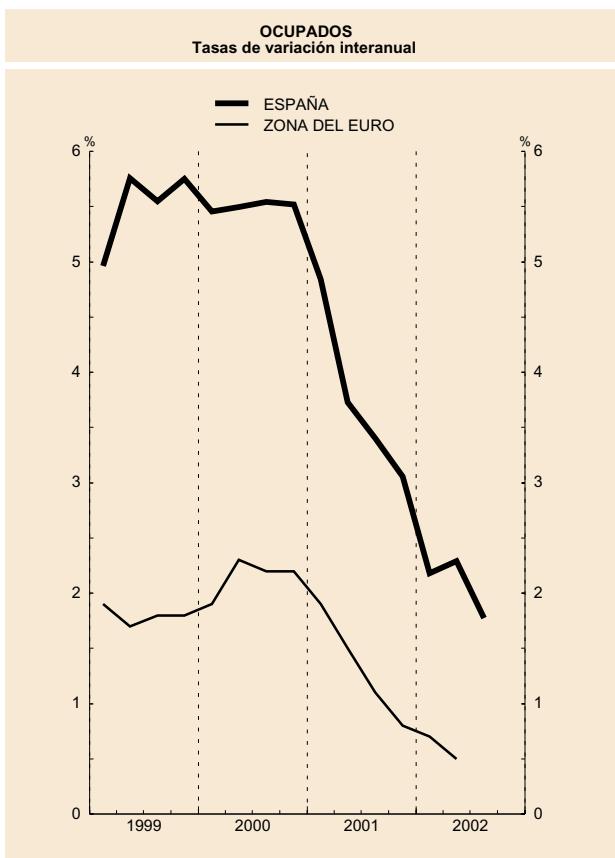
Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

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)	1 T 4	Tasa de paro (%)	
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	(b)	(b)	1 T 4	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
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	8,39
01	M	15 946	576	3,7	12 787	501	4,1	3 159	75	2,4	1 869	-134	-5,4	10,49	1,3	8,01
01 I-III	M	15 887	608	4,0	12 728	527	4,3	3 160	81	2,6	1 861	-155	-6,2	10,49	1,5	8,00
02 I-III	M	16 218	331	2,1	13 089	361	2,8	3 129	-31	-1,0	2 071	210	11,3	11,32	...	8,22
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
II		15 306	798	5,5	12 231	834	7,3	3 075	-36	-1,2	2 457	-202	-7,6	13,83	2,3	8,47
III		15 542	816	5,5	12 456	820	7,0	3 086	-4	-0,1	2 439	-220	-8,3	13,57	2,2	8,28
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	8,08
01 I		15 713	725	4,8	12 563	649	5,4	3 150	76	2,5	1 916	-212	-8,1	10,87	1,9	8,04
II		15 877	571	3,7	12 692	461	3,8	3 184	109	3,6	1 833	-120	-4,9	10,35	1,5	7,98
III		16 072	529	3,4	12 928	472	3,8	3 144	58	1,9	1 835	-132	-5,4	10,25	1,1	7,98
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	8,04
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	8,13
II		16 241	364	2,3	13 095	403	3,2	3 146	-39	-1,2	2 026	193	10,5	11,09	0,5	8,22
III		16 357	285	1,8	13 263	335	2,6	3 094	-50	-1,6	2 106	271	14,8	11,41	...	8,32



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).

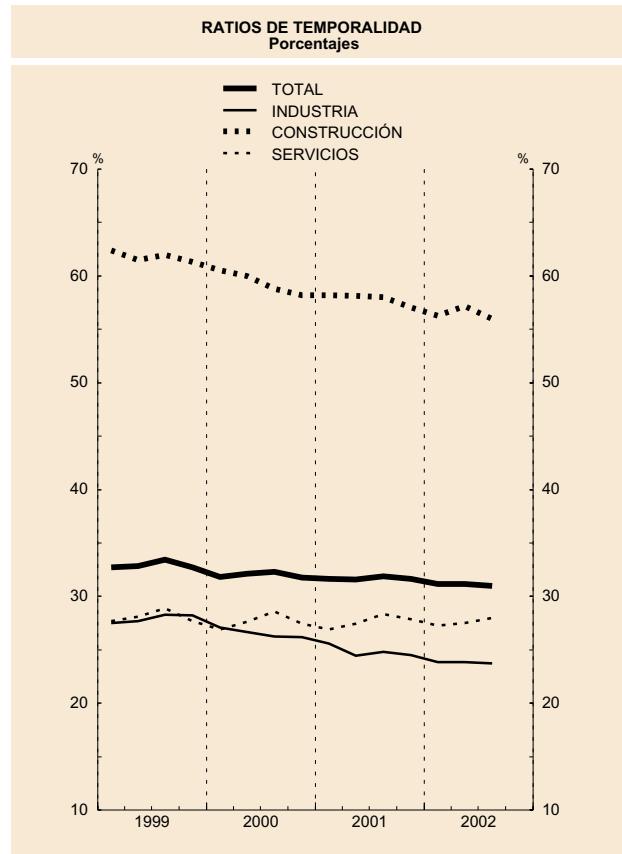
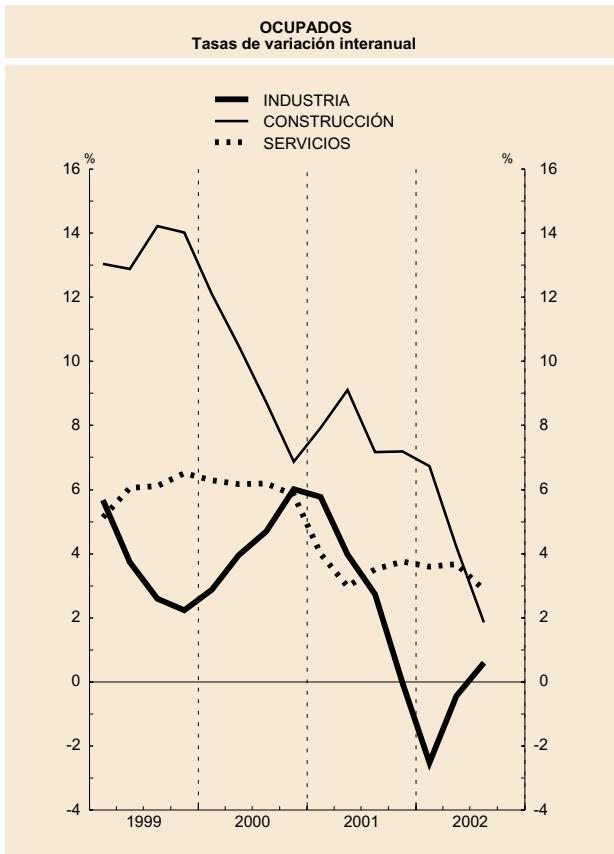
(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie de la columna 10. Por esta razón las tasas y variaciones interanuales del 2001 no se pueden reconstruir con la serie de la columna 10. Las notas metodológicas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

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
99	M	5,5	7,6	32,9	-3,2	0,5	61,1	3,5	4,3	27,9	13,6	15,7	61,8	6,0	8,0	28,1	6,2	7,0	7,1
00	M	5,5	7,1	32,0	-2,6	-1,6	59,0	4,4	5,0	26,5	9,5	10,0	59,4	6,1	7,8	27,6	6,1	6,5	6,7
01	M	3,7	4,1	31,7	0,7	5,0	61,6	3,1	2,8	24,8	7,8	8,3	57,8	3,6	3,7	27,6	4,0	3,8	3,1
01 I-III	M	4,0	4,3	-1,2	1,3	6,3	5,3	4,1	3,9	-6,4	8,1	8,3	-2,8	3,5	3,6	-0,5	3,8	3,4	2,8
02 I-III	M	2,1	2,8	-1,8	-5,4	-5,3	-6,5	-0,8	-0,5	-4,6	4,2	4,1	-2,8	3,4	4,2	0,1	2,3	2,1	2,8
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
III		1,8	2,6	31,0	-5,9	-4,7	53,1	0,6	0,7	23,7	1,9	2,0	56,0	2,9	3,7	28,0	2,3	2,1	2,8



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

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

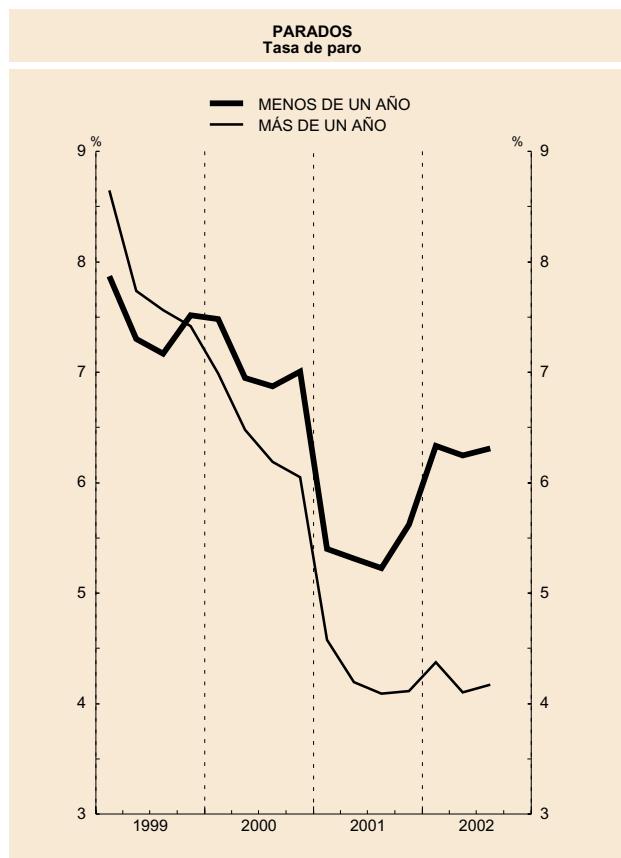
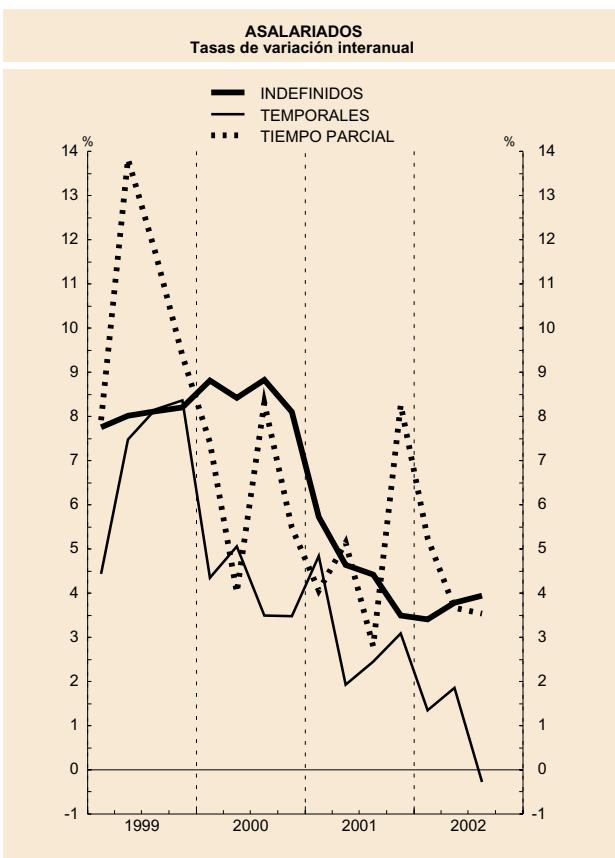
(a) Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

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

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Asalariados															Parados				
Por tipo de contrato							Por duración de jornada							Por duración			% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)		
Indefinido		Temporal		Tiempo completo			Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año							
Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	T 4 (b)	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría			
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-III	M	408	4,9	119	3,0	31,69	444	3,9	40	4,0	8,09	5,31	-7,0	4,29	-13,2	21,00	45,39	50,50	
02 I-III	M	323	3,7	39	1,0	31,11	299	2,5	43	4,1	8,19	6,30	22,1	4,22	1,4	20,38	43,21	49,08	
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	
III		347	3,9	-12	-0,3	31,00	299	2,5	36	3,5	7,89	6,31	24,5	4,17	5,2	20,56	41,30	47,13	



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).

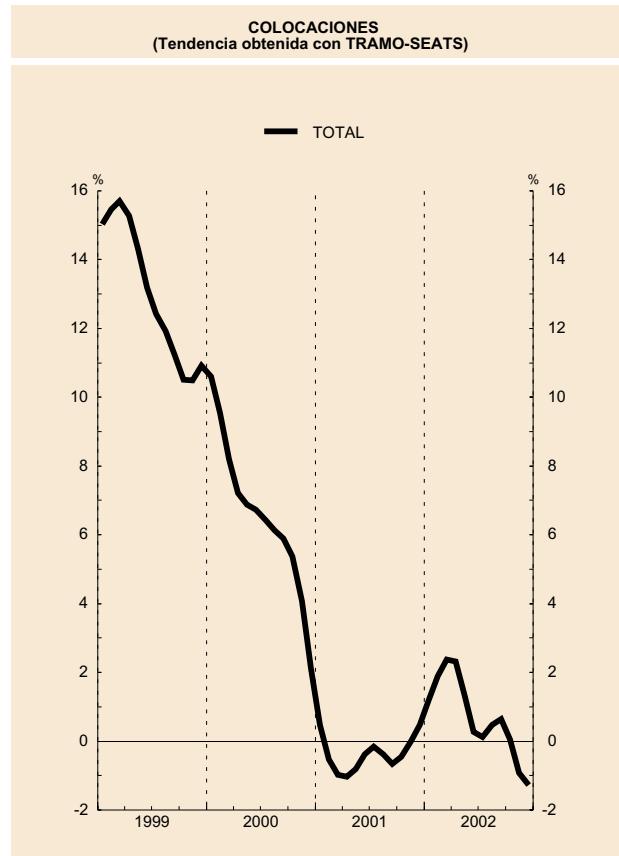
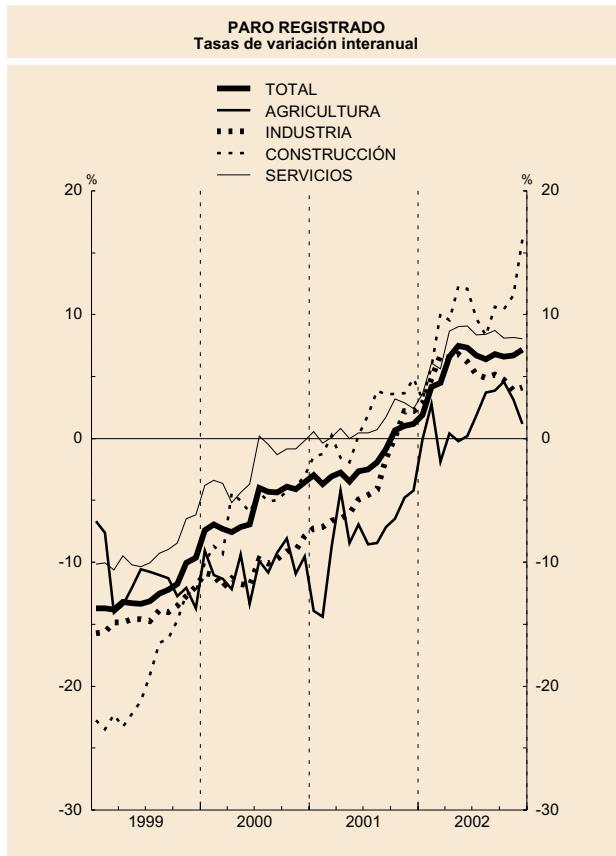
(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie con la nueva definición de parado. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red(www.ine.es).

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	Agro-cultura	Total	Industria	Construc-ción	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-D	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
02 E-D	M P	1 621	92	6,0	-0,7	7,2	1,6	7,4	5,1	9,9	7,6	1 182	0,9	9,05	19,47	90,95	1 145	1,0
01 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		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		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		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	1 153	4,8
Oct		1 642	102	6,6	1,0	7,6	4,6	7,7	4,7	10,4	8,1	1 545	4,6	9,17	22,32	90,83	1 497	5,4
Nov		1 678	105	6,7	1,6	7,6	3,1	7,7	3,8	11,6	8,2	1 182	-10,8	9,01	21,37	90,99	1 152	-9,4
Dic	P	1 688	113	7,2	1,7	8,1	1,2	8,3	4,1	16,1	8,1	958	-0,1	8,48	20,91	91,52	936	1,6



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

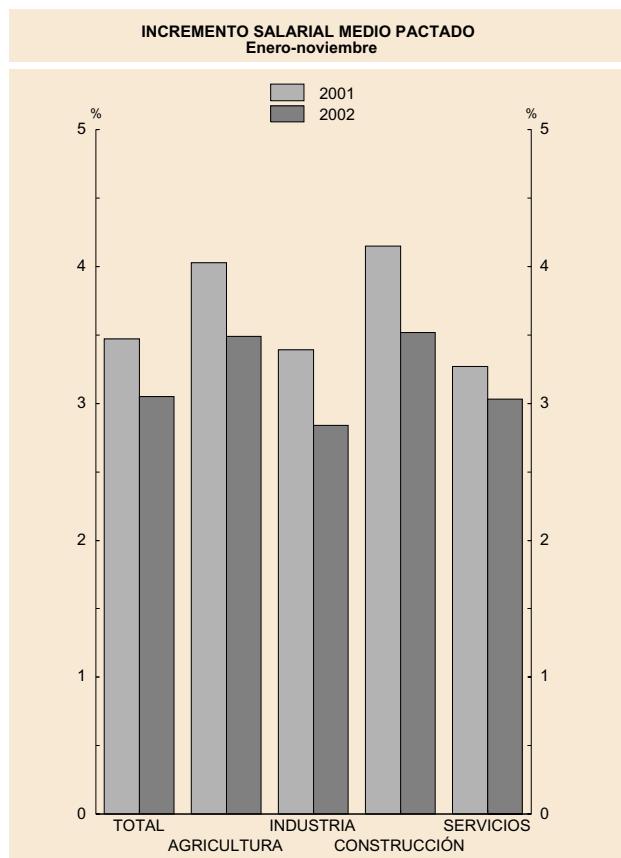
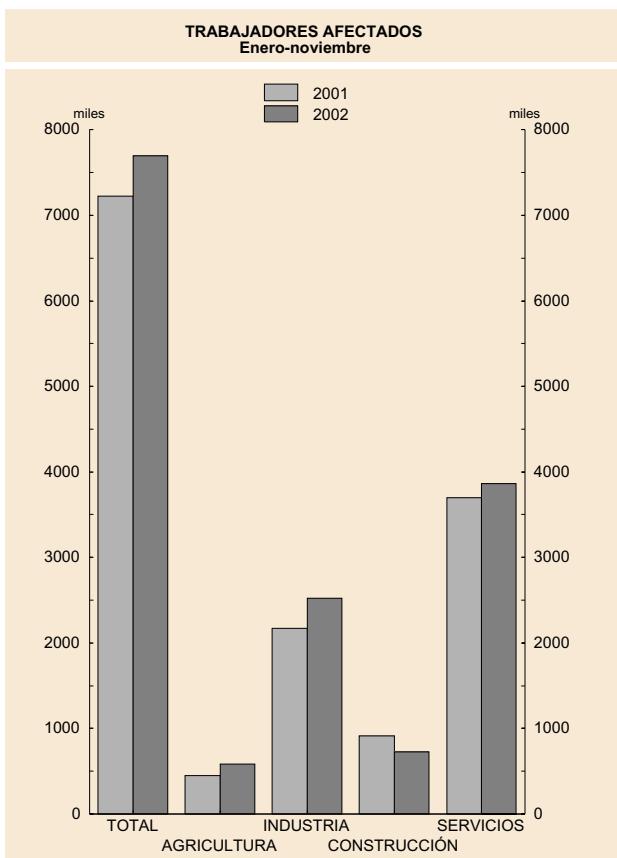
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

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	9 150	3,67	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 Jun	9 033	3,67	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	9 056	3,67	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	9 057	3,67	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	9 124	3,67	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	9 136	3,67	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	9 137	3,67	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	9 150	3,67	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	7 021	3,00	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	7 062	3,00	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	7 125	3,00	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	7 432	3,02	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	7 599	3,03	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	7 605	3,03	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	7 621	3,03	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	7 622	3,03	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
Sep	7 688	3,04	5 354	1 361	6 715	336	504	2 362	383	3 466	2,79	3,85	3,00	3,43	2,83	3,47	3,01
Oct	7 689	3,04	5 425	1 707	7 132	340	515	2 485	504	3 629	2,79	3,72	3,01	3,45	2,83	3,50	3,01
Nov	7 689	3,04	5 516	2 176	7 692	465	587	2 520	726	3 859	2,82	3,63	3,05	3,49	2,84	3,52	3,03



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

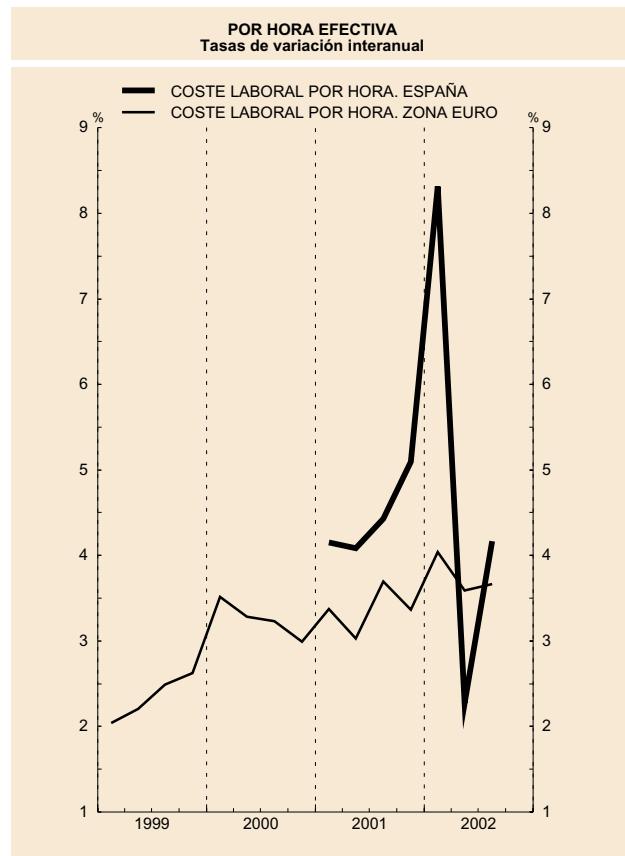
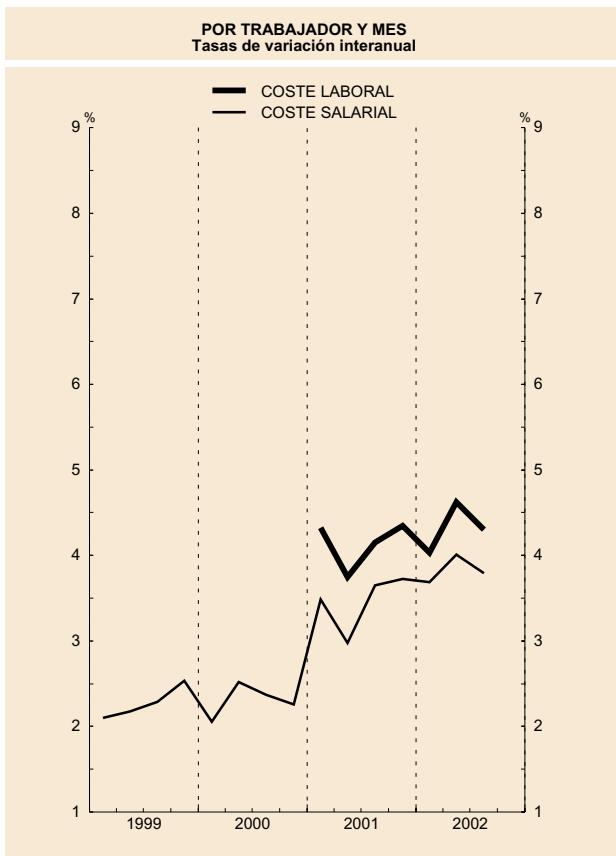
(a) Datos acumulados.

4.7. Índice de costes laborales

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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



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.

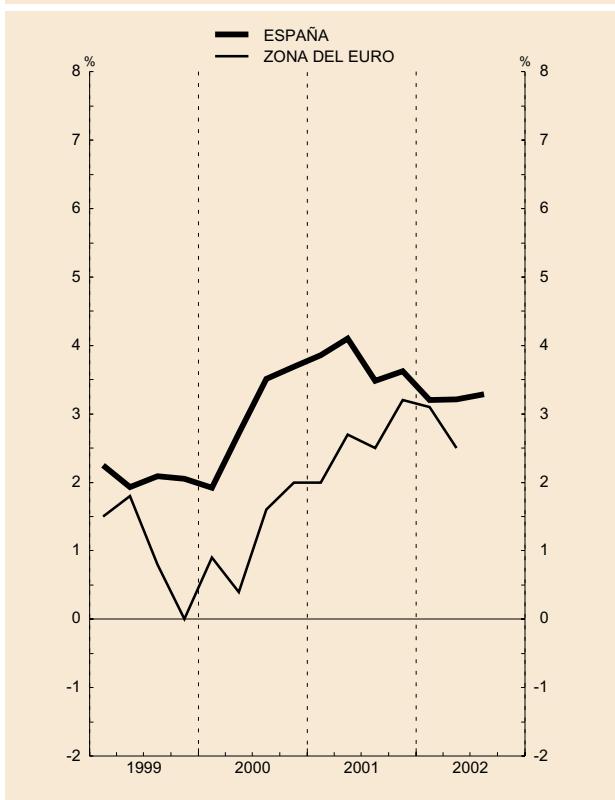
4.8. Costes laborales unitarios. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

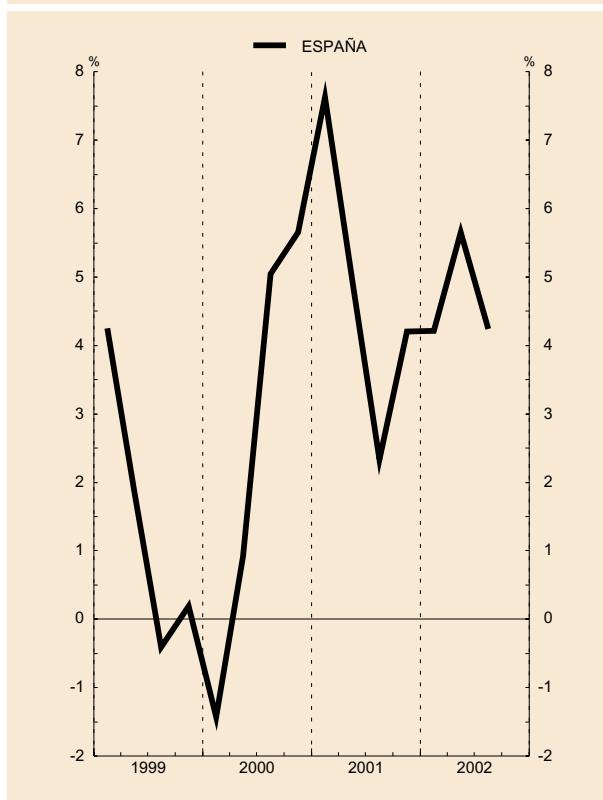
Tasas de variación interanual

	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	Zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
99	2,1	1,0	2,7	2,0	0,6	1,0	4,2	2,8	3,6	1,8	1,4	...
00	3,0	1,2	3,7	2,6	0,7	1,3	4,2	3,5	3,4	2,2	2,5	...
01	3,8	2,6	4,1	2,7	0,3	0,1	2,7	1,4	2,4	1,3	4,7	...
99 //	2,1	0,8	2,8	2,0	0,7	1,2	4,2	3,0	3,4	1,8	-0,4	...
IV	2,1	-	3,4	2,0	1,3	2,0	4,4	3,8	3,0	1,8	0,2	...
00 /	1,9	0,9	4,1	2,8	2,2	1,9	5,1	3,9	2,9	1,9	-1,4	...
//	2,7	0,4	3,7	2,3	0,9	1,8	4,5	4,1	3,5	2,3	0,9	...
///	3,5	1,6	3,6	2,6	0,1	1,0	3,8	3,2	3,6	2,2	5,0	...
IV	3,7	2,0	3,5	2,5	-0,2	0,4	3,4	2,7	3,6	2,2	5,7	...
01 /	3,9	2,0	3,4	2,5	-0,5	0,4	3,0	2,4	3,5	1,9	7,6	...
//	4,1	2,7	4,1	2,8	0,0	0,1	2,4	1,5	2,3	1,5	5,0	...
///	3,5	2,5	4,6	2,7	1,1	0,2	3,0	1,3	1,9	1,1	2,3	...
IV	3,6	3,2	4,2	2,8	0,6	-0,4	2,3	0,5	1,8	0,8	4,2	...
02 /	3,2	3,1	4,0	2,8	0,7	-0,4	2,0	0,3	1,3	0,7	4,2	...
//	3,2	2,5	3,8	2,6	0,6	0,1	2,0	0,7	1,5	0,5	5,7	...
///	3,3	...	3,7	...	0,4	...	1,8	0,8	1,4	...	4,2	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

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

(b) Empleo equivalente a tiempo completo.

(c) Ramas industriales.

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

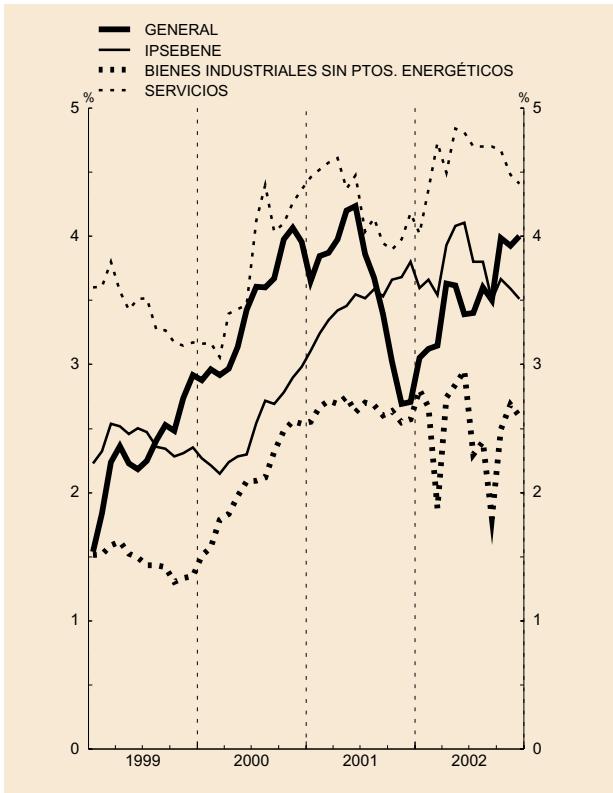
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100 %)				Tasa de variación interanual ($\frac{T_1}{T_{12}}$)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 1995)	
		Serie original	m^1	T^1	T^s/dic	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T^1	
		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-D	M	100,5	0,2	3,6	1,7	8,7	3,4	2,6	-0,8	4,3	3,5	104,4	5,1
02	E-D	M	103,5	0,3	3,5	2,1	5,8	4,3	2,5	-0,1	4,6	3,7	...	...
01	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	100,4	-8,4
Jul			103,2	-0,7	3,4	1,8	5,3	4,8	2,3	-1,6	4,7	3,8	94,9	-6,6
Ago			103,5	0,3	3,6	2,1	5,6	4,6	2,4	0,2	4,7	3,8	91,0	-5,6
Sep			103,9	0,4	3,5	2,5	6,2	4,3	1,8	0,9	4,7	3,5	91,3	-5,4
Oct			104,9	1,0	4,0	3,5	7,5	3,8	2,5	3,7	4,7	3,7	97,6	0,9
Nov			105,1	0,2	3,9	3,7	7,8	3,5	2,7	3,5	4,5	3,6	...	...
Dic			105,5	0,3	4,0	4,0	7,0	3,4	2,6	5,7	4,4	3,5	...	...

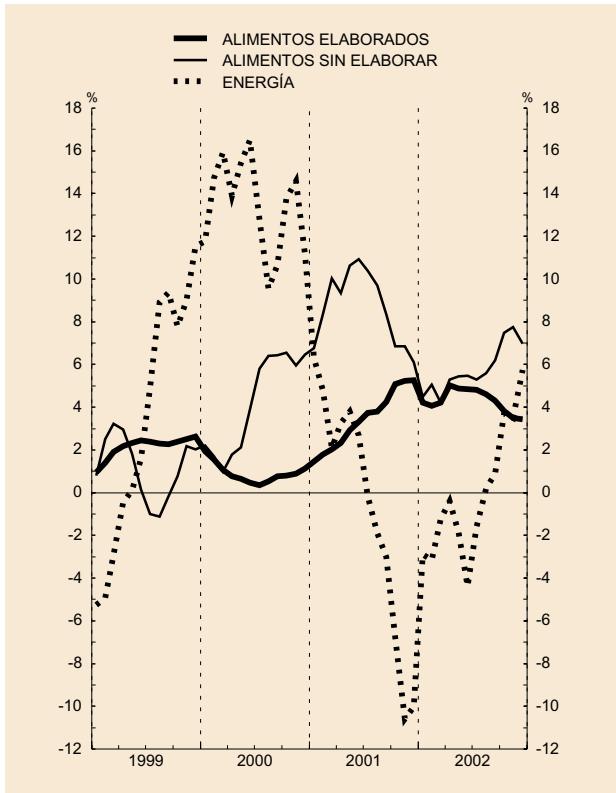
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

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.

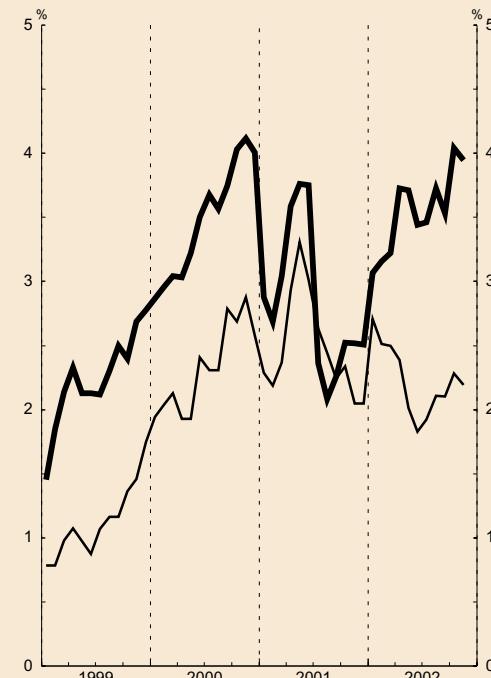
Tasas de variación interanual

		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	2,2	1,1	1,8	0,9	1,8	0,6	2,6	0,9	1,1	0,0	1,8	1,0	1,5	0,7	3,2	2,4	3,3	1,5		
00	M	3,5	2,3	3,4	2,7	2,4	1,4	0,9	1,1	3,8	1,7	4,1	3,4	2,0	0,7	13,4	13,3	3,6	1,7		
01	M	2,8	2,5	2,3	2,5	5,1	4,5	2,7	2,8	7,2	7,0	0,6	1,5	1,0	1,1	-0,7	2,7	3,9	2,5		
01	E-N	2,9	2,5	2,3	2,5	5,1	4,5	2,5	2,8	7,4	7,1	0,6	1,6	0,9	1,1	0,1	3,4	3,9	2,4		
02	E-N	3,6	2,2	3,0	1,7	4,8	3,1	5,0	3,0	4,6	3,2	1,8	0,9	2,6	1,6	-0,7	-1,1	4,6	3,2		
01	Ago	2,1	2,4	1,3	2,3	5,6	5,0	3,0	3,4	7,9	7,6	-1,2	1,0	-1,0	0,7	-1,7	2,0	3,5	2,4		
	Sep	2,3	2,2	1,6	2,0	5,3	5,0	3,3	3,4	7,2	7,6	-0,6	0,6	0,1	1,2	-2,8	-1,4	3,4	2,6		
	Oct	2,5	2,3	1,9	2,0	5,1	5,0	4,1	3,5	5,9	7,5	-	0,5	2,0	1,5	-6,4	-2,7	3,6	2,8		
	Nov	2,5	2,1	2,0	1,5	5,2	4,5	4,4	3,4	5,8	6,2	-	-	3,0	1,6	-9,9	-5,0	3,6	2,7		
	Dic	2,5	2,0	1,8	1,6	4,8	4,6	4,6	3,5	5,0	6,3	-	0,2	2,9	1,6	-9,2	-4,6	3,6	2,8		
02	Ene	3,1	2,7	2,6	2,4	4,3	5,6	4,2	3,8	4,4	8,4	1,5	0,9	2,8	1,7	-2,9	-1,9	3,9	3,0		
	Feb	3,2	2,5	2,5	2,1	4,4	4,8	4,2	3,3	4,6	7,1	1,3	0,7	2,7	1,9	-3,1	-2,9	4,3	3,0		
	Mar	3,2	2,5	2,3	2,0	4,2	4,2	4,4	3,3	4,0	5,5	1,2	1,0	1,9	1,8	-1,2	-1,6	4,8	3,2		
	Abr	3,7	2,4	3,2	2,0	5,1	3,6	5,8	3,2	4,4	4,1	2,0	1,2	2,7	1,8	-0,4	-0,5	4,5	3,0		
	May	3,7	2,0	3,0	1,3	5,1	2,7	5,7	3,1	4,4	2,1	1,8	0,6	2,9	1,7	-1,8	-2,9	4,9	3,3		
	Jun	3,4	1,8	2,6	1,0	5,0	2,3	5,7	3,1	4,3	1,1	1,2	0,3	2,9	1,6	-4,4	-3,6	4,9	3,2		
	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		
	Oct	4,0	2,3	3,7	1,7	5,0	2,2	4,5	2,6	5,6	1,6	2,9	1,5	2,6	1,3	3,7	2,3	4,8	3,2		
	Nov	3,9	2,2	3,7	1,8	4,9	2,3	4,0	2,5	5,8	1,9	3,0	1,5	2,8	1,3	3,5	2,1	4,6	3,1		

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual

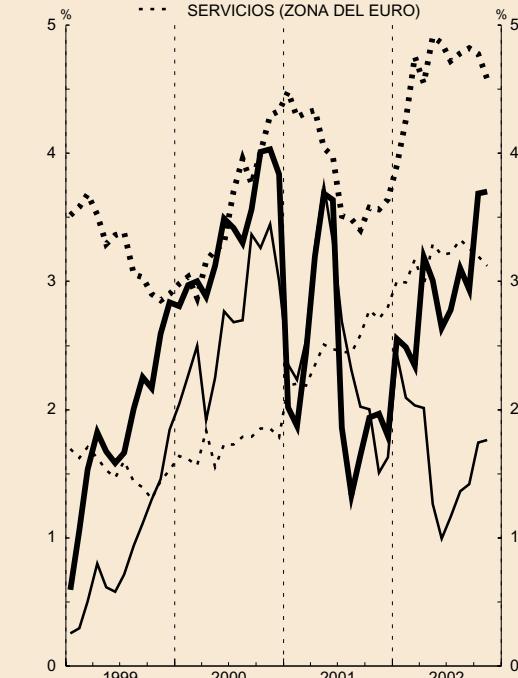
— GENERAL (ESPAÑA)
— GENERAL (ZONA DEL EURO)



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)

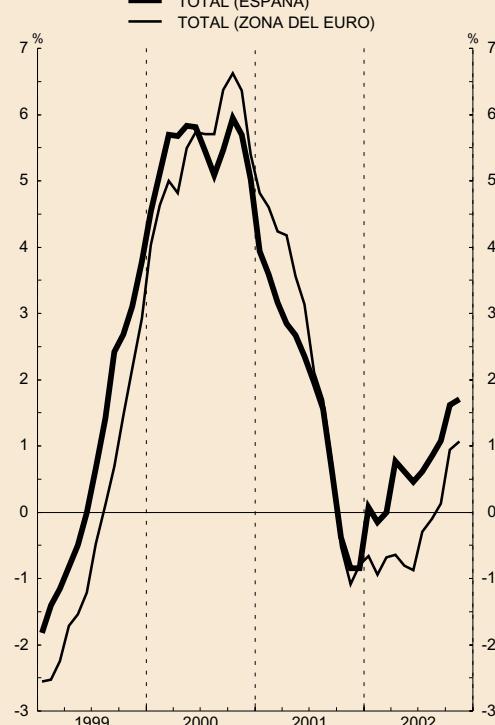
5.3. Índice de precios industriales. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

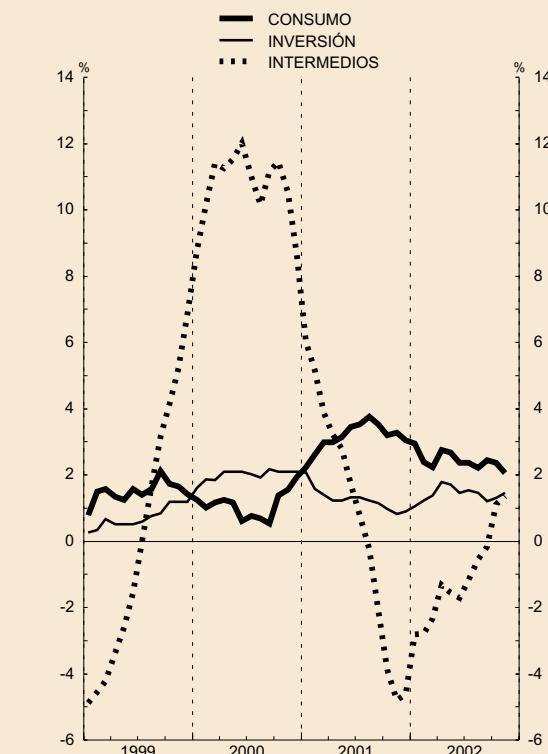
Tasas de variación interanual

	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 ener-géticos	Energía	Total	Consumo	Inversión	Intermedios no ener-géticos	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T ₁₂	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	1,3	3,2	
01 E-N	MP	129,9	—	1,9	—	3,2	—	1,3	—	1,1	-1,5	-1,1	2,5	3,0	1,0	1,5	4,1	
02 E-N	MP	130,8	—	0,7	—	2,4	—	1,4	—	-1,1	0,7	-1,9	-0,3	1,1	1,0	-0,5	-2,9	
01 Ago	P	130,0	-0,2	1,6	0,3	3,8	-	1,2	-0,5	-0,2	0,6	-2,4	1,7	3,0	1,2	0,3	1,5	
Sep	P	130,1	0,1	0,6	-	3,5	0,2	1,1	0,1	-2,1	-0,2	-7,0	0,7	2,8	1,1	-0,3	-2,0	
Oct	P	129,5	-0,5	-0,4	0,1	3,2	-	1,0	-1,1	-3,9	-1,0	-11,5	-0,5	2,5	1,1	-0,9	-6,9	
Nov	P	128,8	-0,5	-0,8	0,1	3,3	-0,2	0,8	-1,1	-4,8	-1,5	-13,5	-1,1	2,2	1,0	-1,3	-9,0	
Dic	P	128,5	-0,2	-0,8	0,1	3,0	0,1	0,9	-0,7	-4,6	-1,9	-11,9	-0,8	1,9	1,0	-1,4	-6,8	
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	-0,7	1,9	1,2	-1,6	-5,1	
Feb	P	129,6	0,2	-0,2	0,3	2,4	0,2	1,2	0,2	-2,8	-2,1	-4,9	-0,9	1,4	1,2	-1,8	-5,4	
Mar	P	130,2	0,5	-	0,4	2,2	0,4	1,4	0,6	-2,3	-2,0	-3,3	-0,7	1,1	1,2	-1,5	-3,7	
Abr	P	131,1	0,7	0,8	0,5	2,8	0,3	1,8	0,9	-1,3	-1,3	-1,4	-0,6	1,0	1,0	-1,1	-3,8	
May	P	131,2	0,1	0,6	-	2,7	-	1,7	0,2	-1,5	-1,3	-2,4	-0,8	0,8	1,1	-0,9	-4,9	
Jun	P	131,0	-0,2	0,5	-0,2	2,4	-0,2	1,5	-0,2	-1,7	-0,6	-4,7	-0,9	0,7	1,0	-0,6	-5,6	
Jul	P	131,0	-	0,6	0,2	2,4	0,1	1,5	-0,1	-1,2	-0,3	-3,7	-0,3	0,9	0,9	-0,0	-3,6	
Ago	P	131,1	0,1	0,8	0,1	2,2	-0,1	1,5	0,1	-0,5	-0,2	-1,7	-0,1	0,8	0,9	0,2	-2,6	
Sep	P	131,5	0,3	1,1	0,2	2,4	-0,1	1,2	0,5	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	1,0	0,9	0,3	-2,0	
Oct	P	131,6	0,1	1,6	-	2,4	0,1	1,3	0,2	1,1	0,2	3,6	0,9	1,0	0,9	0,6	1,9	
Nov	P	131,0	-0,5	1,7	-0,2	2,1	-	1,5	-0,9	1,4	0,7	3,2	1,1	1,1	0,9	0,8	2,4	

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.

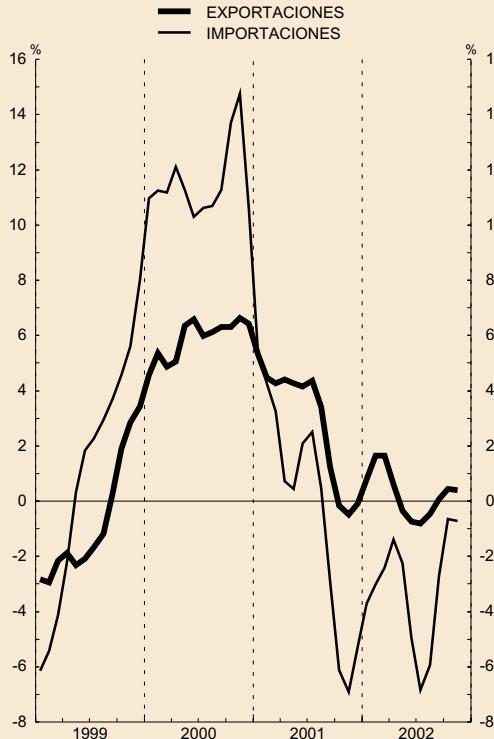
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España

■ Serie representada gráficamente.

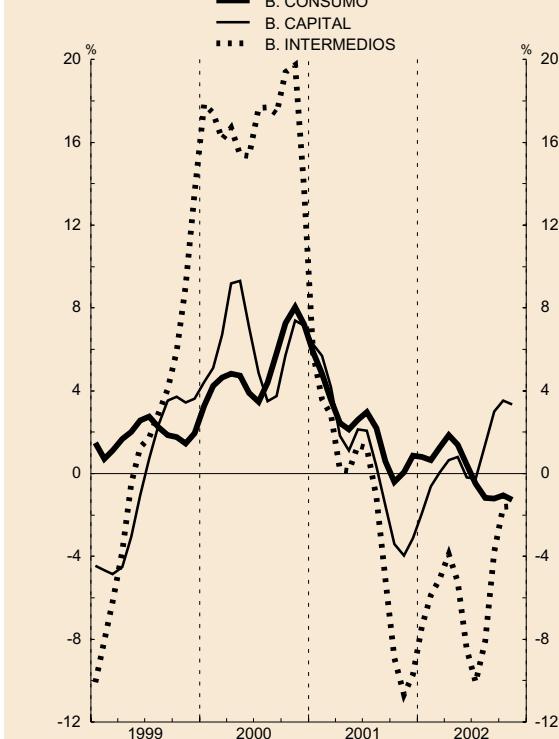
Tasas de variación interanual

	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-N	3,0	4,2	5,2	0,6	5,7	1,6	-0,1	1,5	0,8	-1,2	-5,4	0,3
02 E-N	0,4	-0,4	13,4	-2,6	-9,1	-1,9	-3,1	-0,1	1,1	-5,5	-7,0	-4,2
01 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	-5,5	-1,7	1,4	7,3	-5,7	-4,5	-5,3
Jun	-0,1	-3,3	11,1	-0,4	-6,7	-0,2	-5,4	-0,1	-3,9	-8,3	-18,8	-6,5
Jul	-2,1	-3,1	4,0	-3,3	-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
Sep	-0,4	1,1	-2,1	-1,6	-2,3	-1,2	-0,8	-1,1	5,5	-2,3	-1,4	-0,2
Oct	1,2	-1,0	9,5	0,2	4,0	0,1	-0,0	-0,2	4,2	-1,1	14,3	-2,6
Nov	0,6	-0,6	4,6	1,1	4,5	1,3	-0,5	-1,2	5,2	-1,9	12,0	-3,6

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

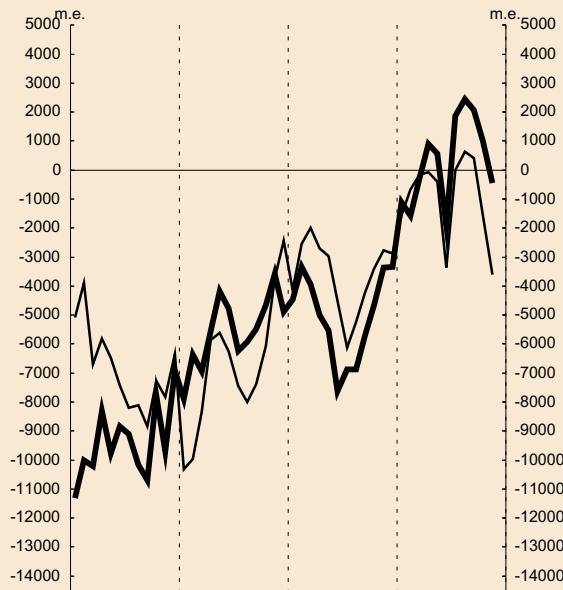
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital							Empleos corrientes y de capital							Pro memoria: Déficit de caja		
	Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos		
	1=2-8	2=3 a 7	3	4	5	6	7	8=9 a 13	9	10	11	12	13	14=15-16	15	16	
99	P -6 916	111 009	28 574	16 408	5 877	46 887	13 263	117 925	17 363	16 912	57 722	5 412	20 516	-6 354	110 370	116 724	
00	P -4 888	119 346	31 262	17 171	5 210	52 526	13 177	124 234	15 806	16 726	65 636	5 001	21 065	-2 431	118 693	121 124	
01	P -3 334	126 611	32 437	17 836	6 712	56 268	13 358	129 945	16 082	16 940	69 982	4 742	22 199	-2 884	125 187	128 071	
01 E-N	P 3 976	117 339	31 259	16 327	5 519	53 153	11 081	113 363	14 069	15 526	64 834	2 301	16 633	393	115 848	115 456	
02 E-N	A 6 861	102 643	23 829	10 576	4 866	52 744	10 628	95 782	14 736	15 182	44 210	3 161	18 493	-332	99 585	99 917	
01 Dic	P -7 310	9 272	1 178	1 509	1 193	3 115	2 277	16 582	2 013	1 414	5 148	2 441	5 566	-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	
Sep	A -739	7 570	2 342	981	148	2 999	1 100	8 309	1 314	1 350	3 532	403	1 710	481	7 046	6 566	
Oct	A 7 282	16 697	4 152	874	234	10 471	966	9 415	1 275	1 395	4 360	498	1 887	6 693	16 467	9 774	
Nov	A -1 734	7 947	672	958	1 046	4 058	1 213	9 681	1 327	1 376	4 320	373	2 285	-418	7 761	8 178	

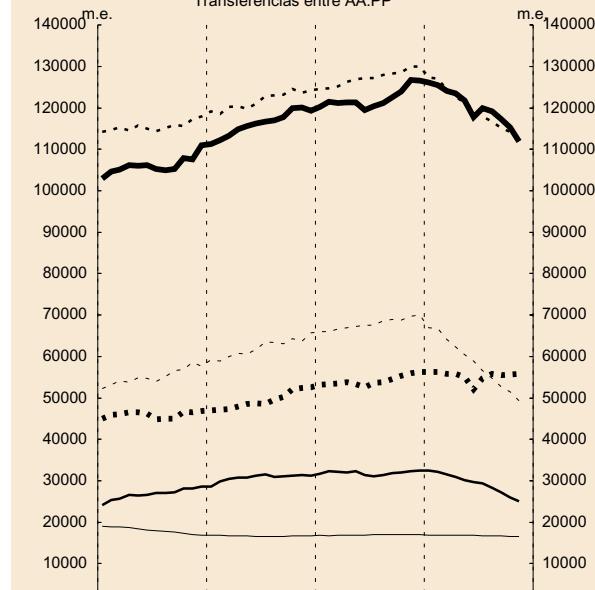
ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)

■ Capacidad/necesidad definiciación
— 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).

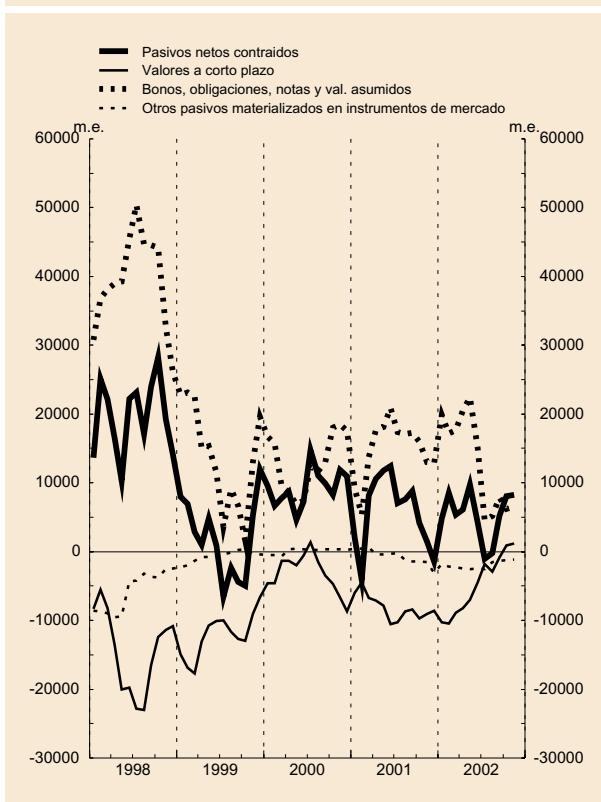
6.2. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España

■ Serie representada gráficamente.

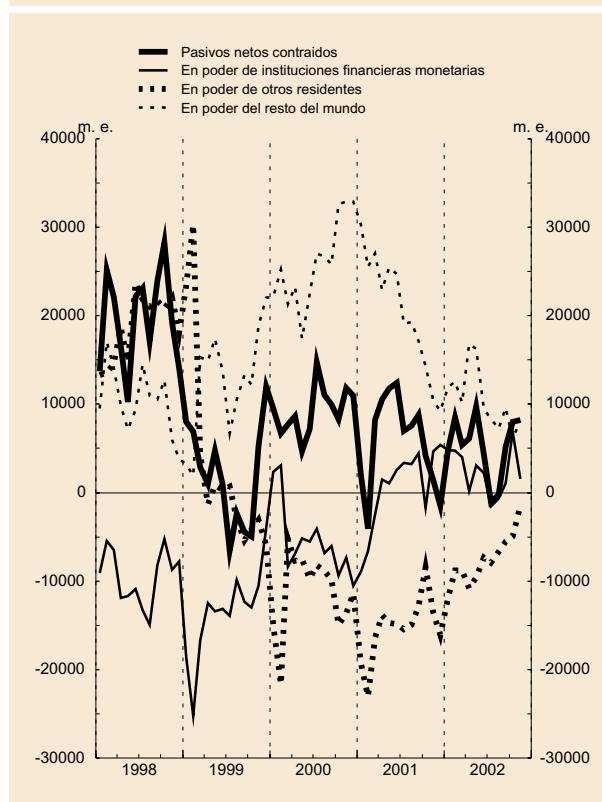
Millones de euros

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	11	12	13	14	15
1	2	3														
99	P	-6 916	5 077	4 574	11 993	-577	-6 629	19 581	-499	-446	-15	-10 033	-4 030	-6 002	22 026	12 008
00	P	-4 888	6 062	5 690	10 950	645	-8 683	17 506	-499	283	2 343	-21 973	-10 554	-11 419	32 923	8 607
01	P	-3 334	-4 811	-20 141	-1 477	452	-8 616	12 762	-499	-3 101	-2 023	-10 683	5 386	-16 069	9 206	547
01 E-N	P	3 976	1 352	-20 236	-2 624	645	-9 026	10 244	-	-1 352	-2 490	-9 163	5 032	-14 195	6 539	-134
02 E-N	A	6 861	13 936	-96	7 075	-1 113	785	4 096	-	612	1 582	1 634	1 214	420	5 441	5 493
01 Dic	P	-7 310	-6 163	95	1 147	-193	410	2 518	-499	-1 749	466	-1 520	354	-1 874	2 667	681
02 Ene	A	1 003	-3 234	64	-4 237	-36	-208	-3 468	-	1 256	-1 816	-3 996	1	-3 997	-241	-2 420
Feb	A	6 563	2 935	-163	-3 628	-19	343	-4 926	-	-377	1 332	-2 047	87	-2 134	-1 581	-4 960
Mar	A	-3 900	2 353	14	6 253	-1 138	-305	6 207	-	-182	533	2 973	-151	3 124	3 280	5 720
Abr	A	6 721	8 056	-10	1 335	36	147	2 672	-	-110	-1 374	-659	534	-1 194	1 995	2 709
May	A	-4 534	1 917	0	6 451	37	-52	5 515	-	-7	996	5 144	3 054	2 089	1 308	5 456
Jun	A	-8 309	-8 676	15	-367	7	-18	-1 123	-	-0	774	2 124	410	1 715	-2 491	-1 141
Jul	A	5 435	-3 561	-12	-8 996	-84	1 926	-10 858	-	26	-90	-7 060	-5 073	-1 987	-1 936	-8 906
Ago	A	-927	-1 130	-3	-203	39	-2 439	2 461	-	-13	-212	-989	-998	9	786	10
Sep	A	-739	7 843	5	8 582	-21	1 133	6 080	-	-11	1 380	3 741	3 080	661	4 841	7 202
Oct	A	7 282	8 107	-5	825	34	171	0	-	27	626	1 317	-903	2 220	-492	199
Nov	A	-1 734	-676	-1	1 058	33	88	1 536	-	3	-569	1 086	1 172	-86	-28	1 627

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



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



Fuente: BE.

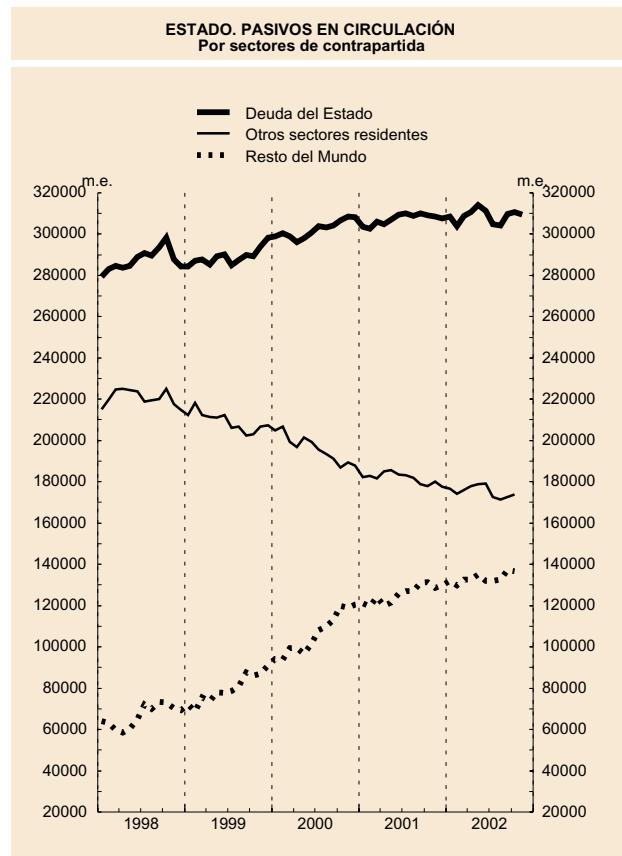
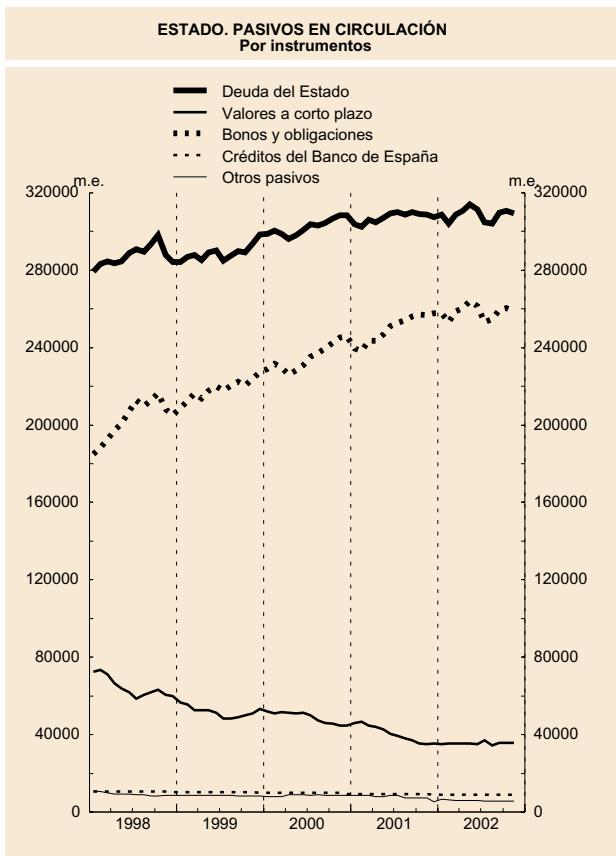
(a) Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

6.3. Estado. Pasivos en circulación. España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

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	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	P 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 P 308 553	7 678	35 190	257 821	8 845	6 696	178 116	1 474	176 641	131 912	459	5 500
Feb	P 303 943	7 607	35 538	253 246	8 845	6 314	175 581	1 474	174 106	129 837	296	5 639
Mar	P 308 823	6 506	35 271	258 629	8 845	6 078	177 562	1 474	176 088	132 735	310	6 100
Abr	P 310 676	6 431	35 423	260 449	8 845	5 958	179 451	1 474	177 976	132 699	300	6 057
May	P 314 034	6 309	35 270	264 047	8 845	5 872	181 653	2 788	178 865	135 169	300	5 984
Jun	P 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	7 099
Ago	A 304 007	6 206	34 546	254 851	8 845	5 765	175 421	3 970	171 451	132 556	300	7 092
Sep	A 309 802	6 089	35 666	259 554	8 845	5 737	176 486	3 970	172 516	137 286	305	7 063
Oct	A 310 732	6 044	35 795	260 332	8 845	5 760	177 940	3 970	173 971	136 761	300	7 046
Nov	A 309 294	6 011	35 847	258 843	8 845	5 759	...	5 713	...	...	299	6 918



Fuente: BE.

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

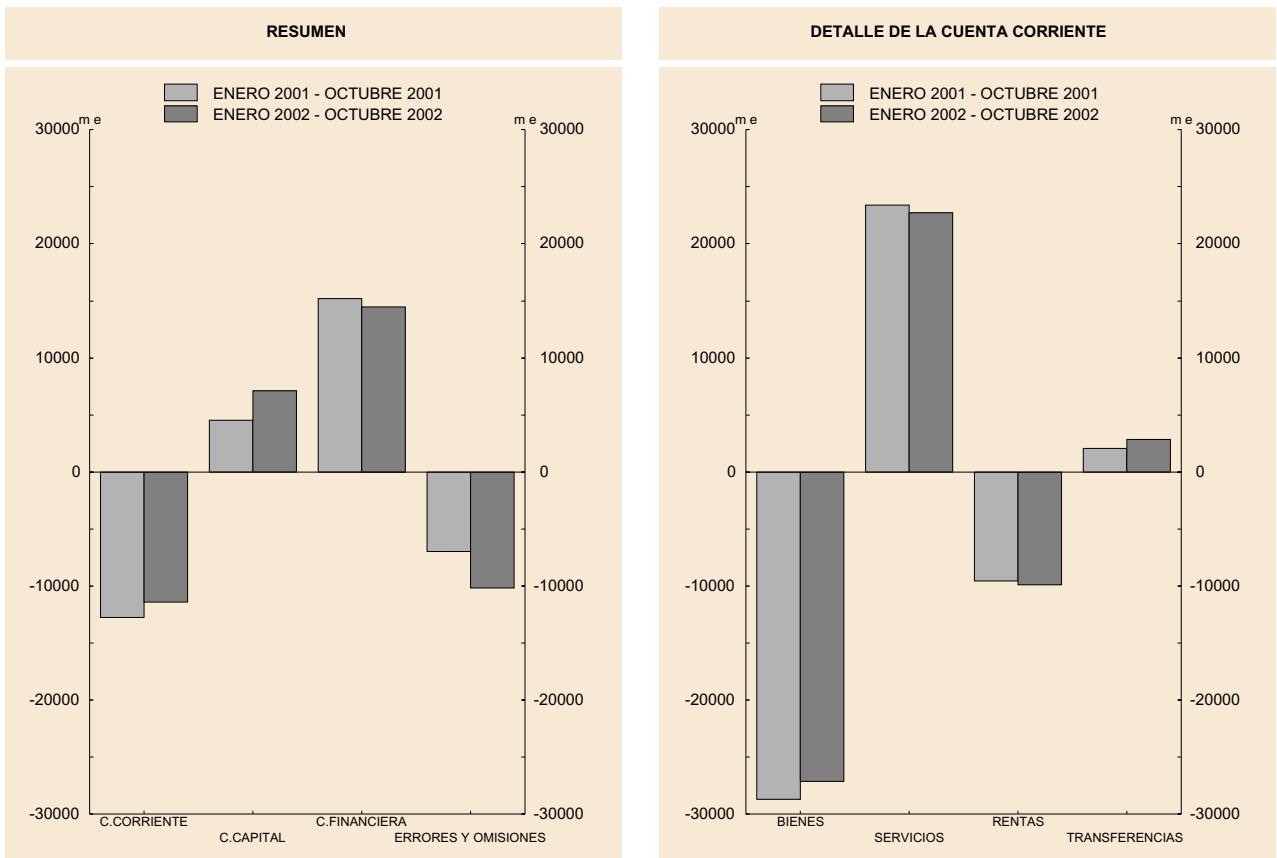
7.1. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Resumen y detalle de la cuenta corriente

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta corriente (a)																	
Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transfe- rencias corrien- tes (saldo)	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								
					Del cual	Del cual											
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	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-O	-12 791	-28 726	109 862	138 588	23 407	54 799	31 649	31 392	5 628	-9 547	18 234	27 781	2 075	4 549	-8 242	15 219	-6 976
02 E-O	A-11 425	-27 128	109 753	136 881	22 734	55 485	30 540	32 750	5 954	-9 884	16 607	26 491	2 853	7 119	-4 306	14 475	-10 168
01 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
Apr	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	P -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
Ago	P 276	-2 625	8 921	11 546	3 393	6 446	4 044	3 053	736	-716	1 025	1 741	224	766	1 042	-62	-980
Sep	P -2 433	-3 775	10 616	14 391	2 206	5 645	3 140	3 439	655	-1 401	1 441	2 842	538	785	-1 648	1 934	-286
Oct	A -1 176	-3 620	12 746	16 366	2 575	6 329	3 541	3 754	707	-49	2 403	2 452	-83	1 225	49	1 318	-1 367



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

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

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

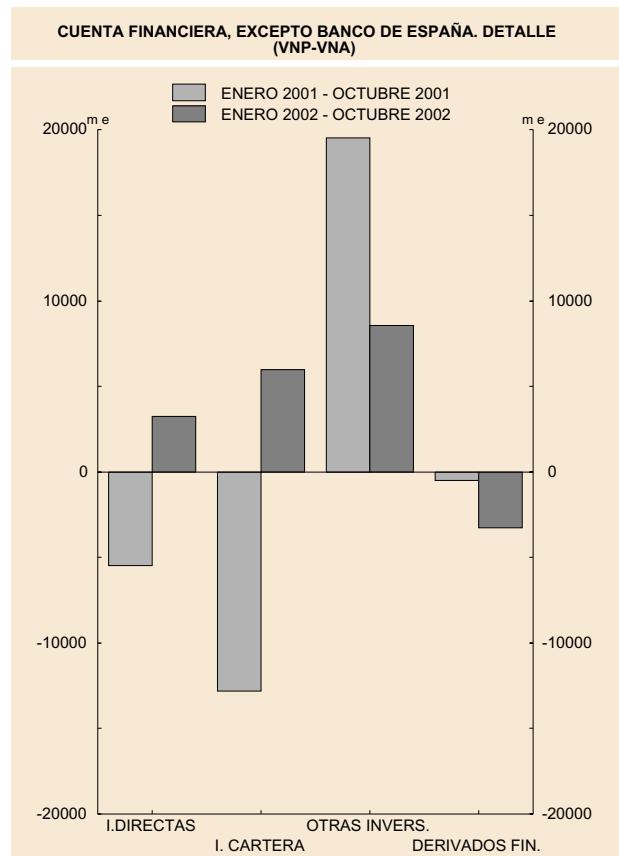
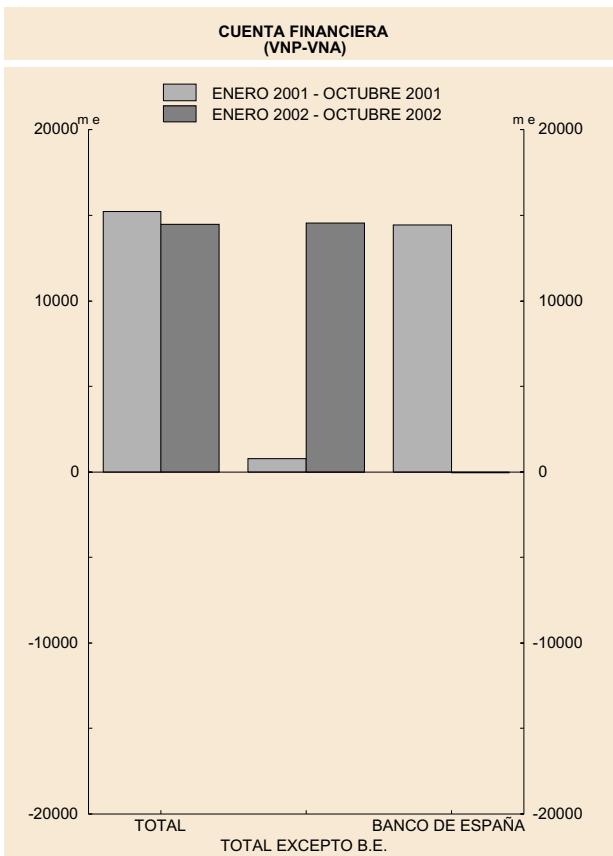
7.2. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Detalle de la cuenta financiera (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España												Banco de España				Pro memoria	
	Total	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	Otras inversiones incluido Banco de España (d)			
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)					De España en el exterior	Del exterior en España		
1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+15+16	14	15	16	17	18	
99	11 242	26 311	-24 709	39 501	14 791	-1 402	44 090	42 688	52 148	-14 008	38 140	274	-15 068	20 970	-35 978	-61	22 021 38 130	
00	21 300	27 444	-18 616	59 344	40 728	-1 385	65 030	63 644	45 441	11 419	56 860	2 004	-6 144	3 302	-9 250	-196	20 665 56 659	
01	18 827	1 352	-6 732	31 072	24 340	-17 758	48 596	30 838	26 431	4 235	30 666	-589	17 475	1 581	16 122	-228	11 936 30 389	
01 E-O	15 219	790	-5 459	26 184	20 725	-12 804	38 018	25 214	19 537	10 481	30 018	-484	14 429	546	13 185	697	-2 735 30 685	
02 E-O	A 14 475	14 541	3 261	15 673	18 934	5 979	24 412	30 391	8 558	25 988	34 546	-3 257	-67	-1 504	985	452	25 019 35 015	
01 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	P 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
Ago	P -62	-1 093	-2 065	1 061	-1 004	2 036	-378	1 659	-1 297	-2 897	-4 194	232	1 031	47	1 081	-96	-3 958	-4 269
Sep	P 1 934	6 545	-715	2 862	2 146	9 891	-1 208	8 683	-1 952	8 858	6 906	-678	-4 611	-593	-4 042	24	12 893	6 923
Oct	A 1 318	1 982	2 463	2 613	5 076	4 468	-875	3 593	-5 494	9 563	4 069	545	-664	1	-514	-151	10 092	3 933



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

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

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

Exportaciones y expediciones

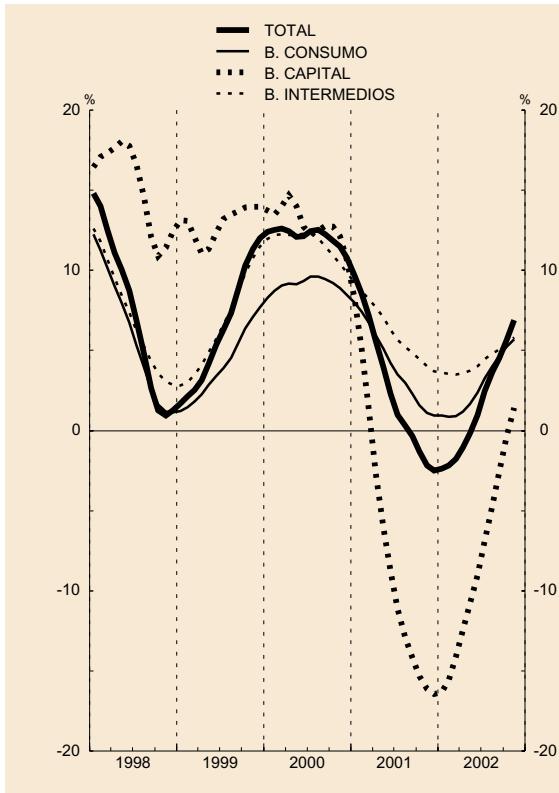
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas)(a)						Por áreas geográficas (series nominales)											
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros				
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del cual	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 Oct	11 828	-1,1	-0,6	-0,0	-19,1	7,3	-11,1	7,9	-1,8	-7,7	-2,5	-5,3	0,6	23,4	-23,0	-1,9	9,2				
Nov	11 496	-5,8	-4,4	-4,1	-25,7	4,4	-34,1	5,8	-4,8	-0,3	-1,0	-22,3	-4,6	-6,8	-18,0	-31,1	-5,5				
Dic	9 655	-9,1	-8,7	-6,6	-13,2	-8,6	-34,9	-7,6	-9,6	-10,1	-8,6	-21,0	-8,4	-2,2	-22,8	-2,8	-1,6				
02 Ene	10 139	2,5	1,8	11,9	-30,6	8,9	-21,2	7,9	3,3	0,9	3,9	-16,5	5,7	7,1	-13,5	2,5					
Feb	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				
Mar	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				
Abr	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				
May	11 151	-5,5	-4,2	-3,0	-19,0	-0,3	-18,0	0,2	-7,0	-11,7	-9,5	4,4	-6,2	13,0	-11,8	-1,9	4,5				
Jun	10 700	-6,7	-6,6	-5,1	-14,3	-5,6	-7,6	-5,5	-5,7	-6,4	-8,6	-14,6	-4,8	7,6	-42,3	-21,2	0,4				
Jul	11 160	7,0	9,3	10,6	-6,3	13,1	11,3	13,2	7,8	9,9	9,5	-7,3	8,6	23,4	-20,8	1,8	9,5				
Ago	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				
Sep	10 521	3,1	3,5	6,1	0,6	2,6	-3,4	2,9	1,7	-5,8	1,7	8,6	4,0	15,8	-8,1	-4,0	16,3				
Oct	12 610	6,6	5,4	9,1	2,2	3,9	-2,9	4,1	6,5	9,3	6,4	6,0	5,6	-2,7	-12,4	55,3	11,0				
Nov	11 864	3,2	2,5	2,9	11,3	-0,3	21,5	-0,8	3,4	-3,3	1,1	13,6	5,0	7,6	-19,9	8,4	8,5				

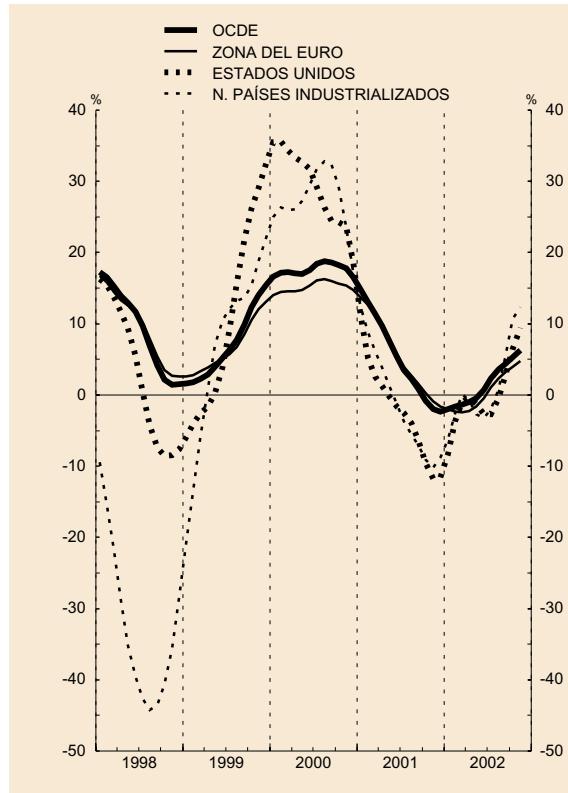
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



Fuentes: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 4 y 5.

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

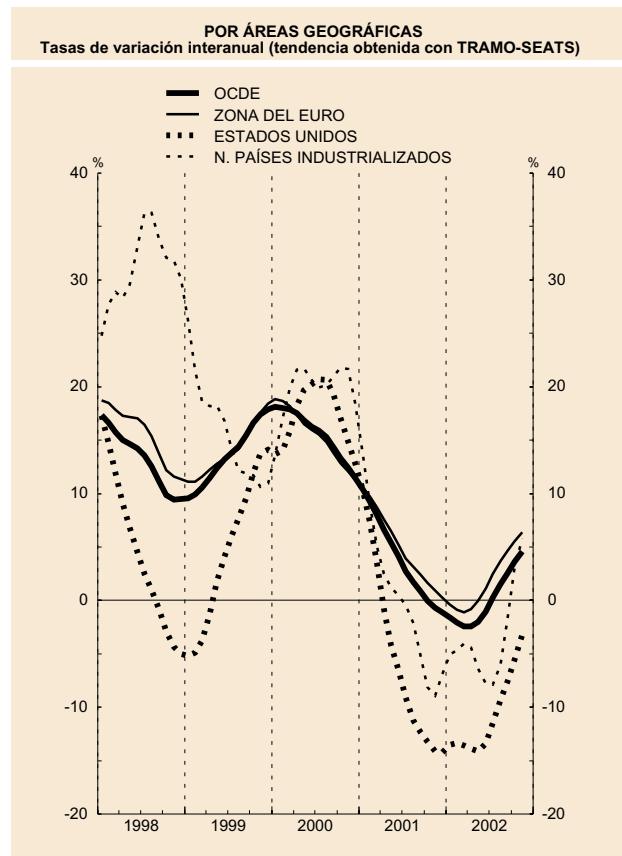
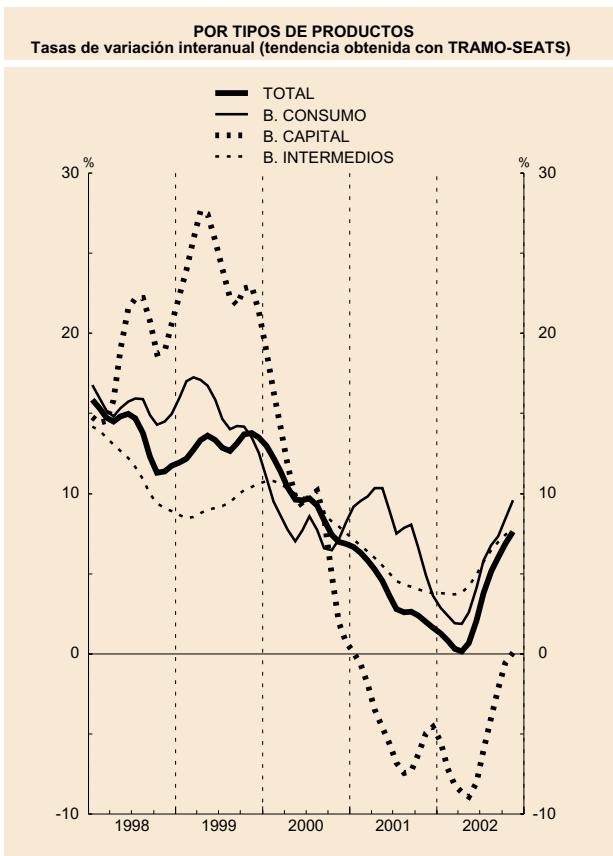
7.4. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

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	17,5	2,6	15,2	-15,2	3,6	30,6	10,3	
99	139 094	13,2	13,2	14,8	22,6	9,7	-0,6	11,0	12,4	10,3	11,7	8,9	13,5	15,8	12,6	16,4	18,1	
00	169 468	21,8	7,9	6,3	7,1	8,8	9,5	8,9	15,7	16,5	15,6	14,4	15,5	95,1	14,6	19,6	36,1	
01	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 Oct	15 504	-2,4	5,5	9,5	-6,4	7,7	16,5	6,7	-1,7	2,0	-0,4	-4,4	-2,6	-19,3	14,6	-8,7	3,4	
Nov	14 928	-5,0	4,1	2,1	4,8	4,7	5,7	4,5	-0,2	7,0	4,0	-24,9	0,1	-35,3	-5,5	-24,7	-7,6	
Dic	14 001	-6,0	-2,3	2,0	-1,1	-4,6	4,9	-5,7	-3,0	2,1	-0,3	-32,3	-1,6	-29,4	-29,1	-3,9	-1,8	
02 Ene	13 088	1,8	6,8	0,6	7,0	13,8	21,5	7,5	2,1	0,1	-0,4	6,4	2,2	-16,7	31,3	12,3	5,7	
Feb	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	
Mar	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	
Abr	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	
May	14 597	-4,3	-2,7	-0,4	-20,2	2,1	3,4	2,0	-5,6	-8,0	-3,8	-28,7	-2,8	-20,6	10,0	-11,2	10,4	
Jun	14 056	-11,3	-6,2	-2,1	-15,3	-5,2	5,7	-6,4	-10,1	2,4	-4,6	-35,8	-11,2	-30,4	-6,4	-15,8	-6,9	
Jul	14 455	4,0	12,5	14,8	-4,4	16,2	10,8	16,9	6,3	8,0	7,4	5,2	6,7	-13,8	5,5	-7,4	3,2	
Ago	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	
Sep	14 835	4,2	5,1	4,7	-5,8	8,4	-0,0	9,3	3,3	3,3	-3,5	4,3	-12,7	6,8	-3,4	-4,7	7,3	16,3
Oct	16 891	8,9	9,0	9,3	12,0	8,0	-1,6	9,2	5,8	-0,6	8,4	-12,4	9,6	0,4	11,8	58,6	25,2	
Nov	15 827	6,0	6,6	9,4	-2,7	8,3	-2,4	9,7	3,3	-9,5	4,5	4,7	7,4	8,0	-6,3	20,0	25,2	



Fuentes: ME y BE.

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

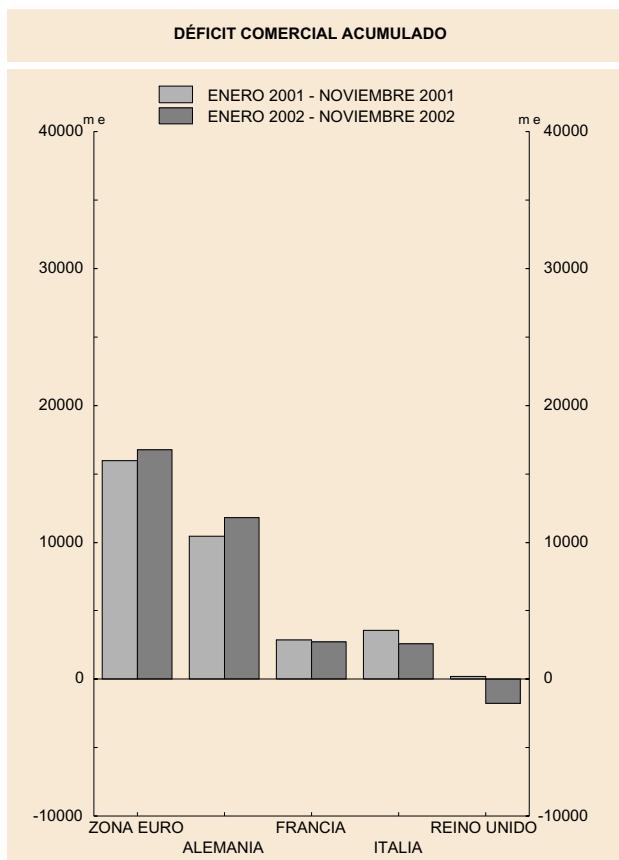
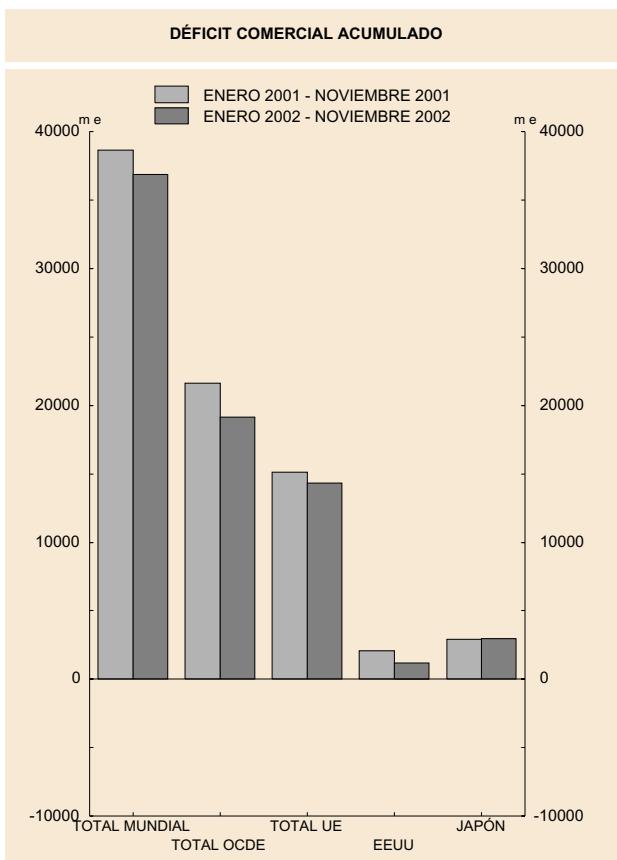
(a) Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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								Reino Unido	Resto UE	Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE					
			Zona del euro			Del cual		Alemania	Francia	Italia										
			Total																	
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-N	-38 673	-21 616	-15 120	-15 957	-10 468	-2 867	-3 583	-203	1 040	-2 084	-2 920	-1 492	-8 686	339	-1 981	-6 729				
02 E-N	-36 868	-19 140	-14 334	-16 760	-11 808	-2 736	-2 576	1 743	683	-1 188	-2 943	-677	-6 950	-870	-2 000	-7 907				
01 Nov Dic	-3 431	-2 216	-1 617	-1 660	-1 087	-475	-404	-18	61	-162	-293	-145	-639	40	-162	-454				
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				
Apr	-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				
Sep	-4 314	-2 438	-1 941	-1 993	-1 232	-386	-267	4	56	-92	-256	-149	-762	-125	-173	-815				
Oct	-4 281	-2 208	-1 717	-1 885	-1 354	-263	-286	82	87	-86	-314	-91	-786	-171	-262	-855				
Nov	-3 963	-2 276	-1 796	-1 969	-1 633	-290	-165	95	78	-127	-289	-65	-691	-22	-208	-766				



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.

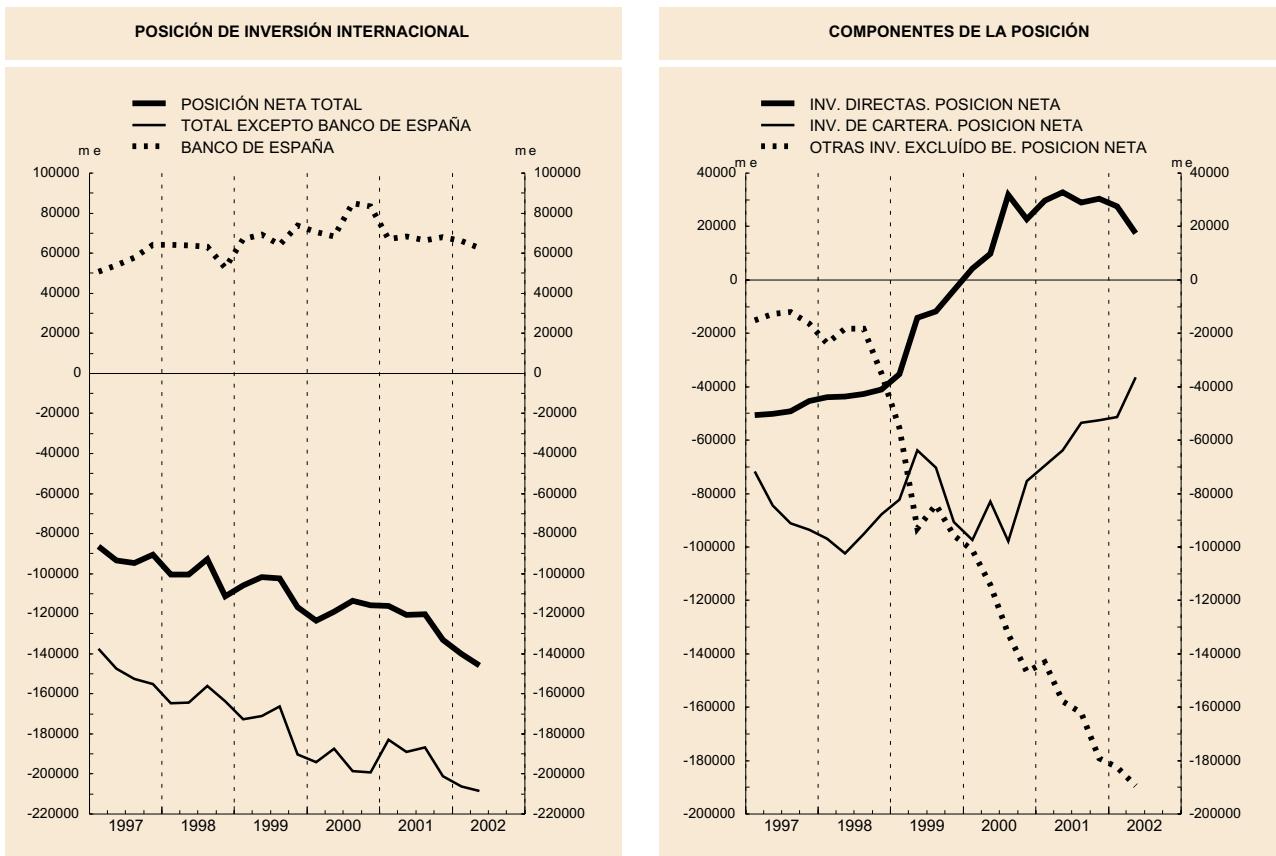
7.6. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

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	-84 053	-118 826	-57 055	19 200	76 255	-52 633	13 688	66 321	-9 138	103 351	112 489	34 773	34 708	-	65
95	P	-83 671	-111 037	-53 237	26 434	79 671	-73 105	13 310	86 415	15 305	128 920	113 615	27 366	27 263	-	102
96	P	-87 140	-134 542	-53 130	31 988	85 117	-83 314	16 650	99 963	1 901	132 145	130 244	47 403	47 658	-	-256
97	P	-90 674	-154 986	-45 317	45 879	91 195	-93 429	31 775	125 204	-16 240	141 760	158 000	64 311	64 174	-	137
98	P	-111 243	-163 786	-41 130	60 112	101 242	-87 709	69 993	157 702	-34 946	158 776	193 722	52 542	52 095	-	447
99 //	P	-101 566	-170 965	-14 105	91 409	105 513	-63 814	109 534	173 348	-93 046	144 989	238 035	69 399	38 153	30 838	408
///	P	-102 267	-166 404	-11 831	97 278	109 109	-70 267	112 639	182 905	-84 306	147 061	231 367	64 137	35 903	28 090	143
IV	P	-116 599	-190 342	-3 932	112 231	116 163	-90 704	118 045	208 749	-95 706	148 072	243 777	73 743	37 288	36 028	427
00 I	P	-123 541	-194 223	4 389	122 658	118 269	-97 363	131 926	229 289	-101 249	156 577	257 826	70 682	39 763	31 776	-858
II	P	-119 054	-187 443	9 679	139 768	130 089	-83 023	144 202	227 225	-114 098	155 046	269 144	68 389	39 354	29 092	-57
III	P	-113 453	-198 554	31 763	168 485	136 722	-97 787	158 642	256 428	-132 530	162 480	295 011	85 101	42 750	42 610	-259
IV	P	-115 825	-199 342	22 697	178 295	155 598	-75 226	186 091	261 316	-146 813	159 490	306 303	83 516	38 234	45 278	4
01 I	P	-115 987	-182 989	29 673	190 407	160 735	-69 505	200 208	269 713	-143 157	188 307	331 464	67 002	41 380	27 355	-1 732
II	P	-120 595	-188 996	32 754	210 657	177 903	-63 914	216 737	280 651	-157 836	178 135	335 971	68 402	40 776	28 376	-751
III	P	-120 224	-186 662	28 938	208 951	180 012	-53 453	216 744	270 197	-162 147	170 343	332 490	66 438	39 971	27 762	-1 296
IV	P	-133 128	-201 273	30 432	216 423	185 992	-52 478	233 508	285 986	-179 227	162 931	342 158	68 144	38 865	29 156	123
02 I	P	-140 130	-206 180	27 635	220 373	192 738	-51 408	243 932	295 340	-182 407	166 748	349 155	66 049	41 015	26 173	-1 139
II	P	-145 890	-208 379	17 517	212 808	195 292	-36 506	252 423	288 929	-189 389	170 837	360 226	62 489	36 400	26 005	83



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

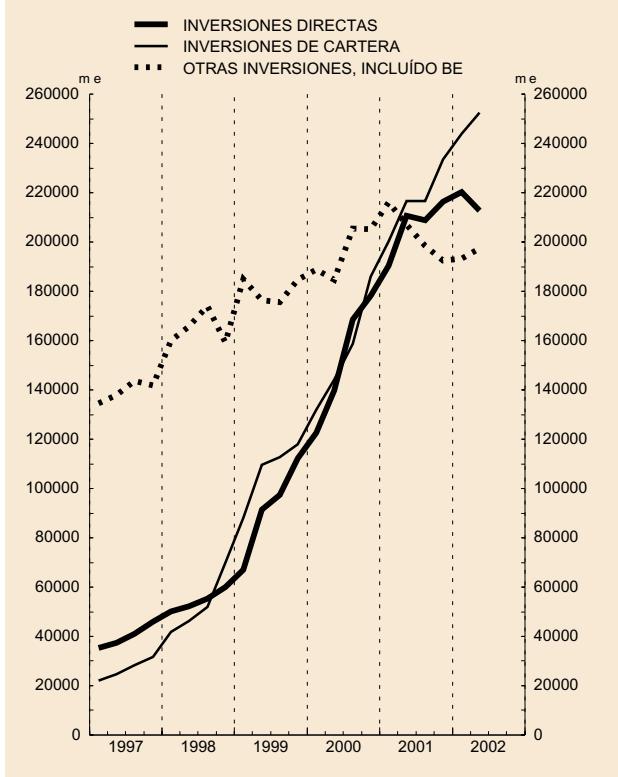
Detalle de inversiones

■ Serie representada gráficamente.

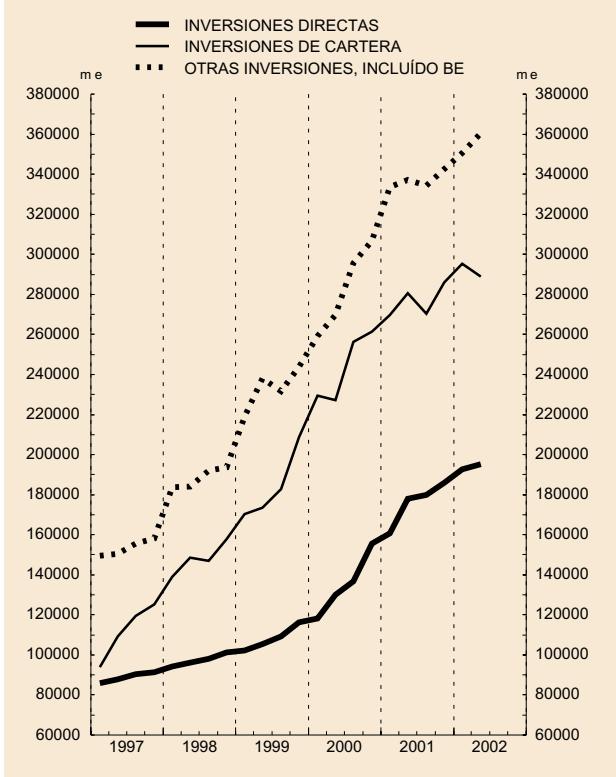
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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		
94	P	17 652	1 548	63 913	12 342	2 735	10 953	19 115	47 206	103 479	112 551
95	P	24 520	1 913	66 930	12 741	2 748	10 562	23 682	62 733	129 101	113 693
96	P	29 633	2 354	71 683	13 434	3 501	13 149	30 895	69 069	132 327	130 681
97	P	42 705	3 174	78 261	12 935	8 421	23 354	42 827	82 377	141 943	158 047
98	P	54 370	5 742	83 996	17 247	17 122	52 871	64 947	92 755	159 274	193 774
99 //	P	86 013	5 395	88 045	17 468	24 833	84 700	69 786	103 562	176 275	238 076
//	P	90 362	6 916	90 335	18 774	28 317	84 321	67 560	115 345	175 469	231 542
/IV	P	104 807	7 424	97 420	18 743	32 910	85 135	86 422	122 328	184 561	243 811
00 I	P	114 724	7 934	98 332	19 937	45 428	86 498	95 768	133 521	188 819	259 149
II	P	131 456	8 312	108 770	21 320	51 679	92 523	90 505	136 720	184 598	269 662
III	P	154 514	13 972	111 965	24 757	58 411	100 230	104 888	151 541	205 531	295 710
IV	P	164 129	14 165	129 928	25 670	76 253	109 838	97 709	163 608	205 226	306 757
01 I	P	172 405	18 002	132 478	28 257	78 685	121 522	99 517	170 195	216 086	333 620
II	P	190 775	19 882	144 504	33 399	77 861	138 876	103 951	176 701	206 945	337 156
III	P	187 254	21 697	146 768	33 244	75 136	141 608	88 212	181 985	198 548	334 228
IV	P	194 708	21 715	149 997	35 995	77 122	156 386	100 065	185 921	192 509	342 456
02 I	P	198 297	22 076	154 149	38 589	76 827	167 105	103 458	191 882	193 369	350 742
II	P	194 627	18 181	157 010	38 282	74 329	178 094	92 040	196 889	197 290	360 591

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



Fuente: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6

7.8. Activos de reserva de España

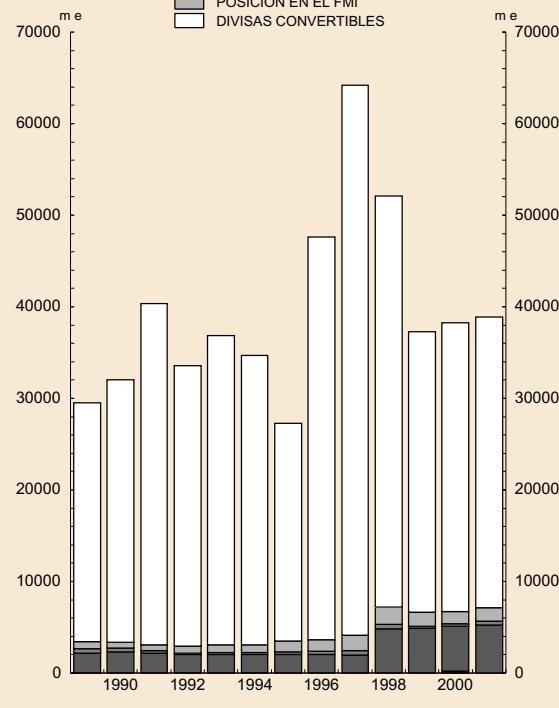
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	1	Activos de reserva						Pro memoria: Oro		
		2	Divisas convertibles	3	Posición de reserva en el FMI	4	5	Oro monetario	6	Derivados financieros	7
98	R	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	Jul	40 200	33 310	1 436	383	5 105	-34			16,8
	Ago	39 147	32 237	1 346	384	5 037	143			16,8
	Sep	39 971	32 735	1 348	385	5 361	143			16,8
	Oct	39 608	32 639	1 273	386	5 209	100			16,8
	Nov	40 895	34 083	1 253	397	5 177	-15			16,8
	Dic	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63			16,8
02	Ene	41 532	34 272	1 517	401	5 513	-172			16,8
	Feb	41 301	33 758	1 514	401	5 785	-157			16,8
	Mar	41 015	33 354	1 508	406	5 845	-98			16,8
	Abr	39 627	31 913	1 491	400	5 749	74			16,8
	May	38 454	30 469	1 423	390	5 875	297			16,8
	Jun	36 400	28 418	1 620	385	5 382	594			16,8
	Jul	37 479	29 698	1 642	391	5 242	506			16,8
	Ago	37 596	29 652	1 645	399	5 361	538			16,8
	Sep	38 425	30 351	1 611	397	5 502	563			16,8
	Oct	38 268	30 317	1 575	396	5 401	580			16,8
	Nov	39 125	31 730	1 568	394	5 401	32			16,8
	Dic	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382			16,8

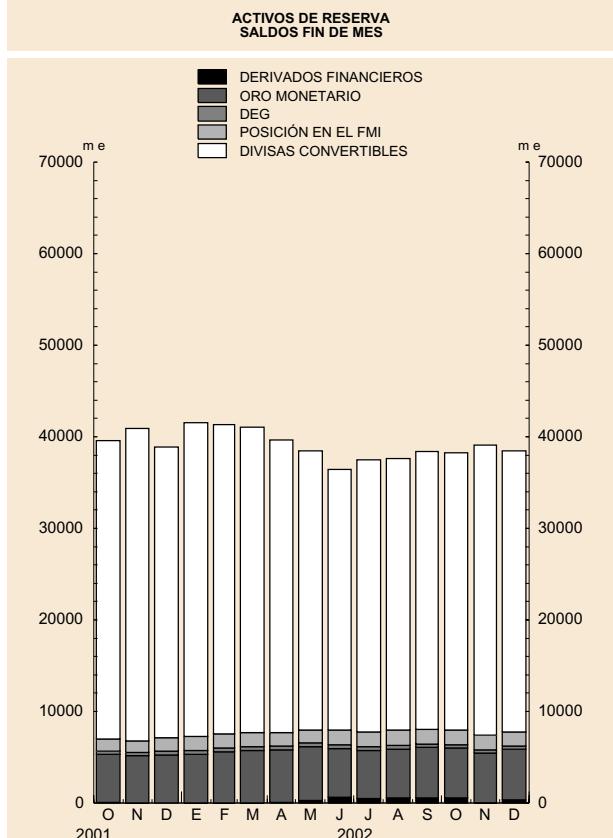
ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO

■ DERIVADOS FINANCIEROS
■ ORO MONETARIO
■ DEG
■ POSICIÓN EN EL FMI
■ DIVISAS CONVERTIBLES



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES

■ DERIVADOS FINANCIEROS
■ ORO MONETARIO
■ DEG
■ POSICIÓN EN EL FMI
■ DIVISAS CONVERTIBLES



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 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
Abr	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
Oct	193 872	148 869	44 998	-	56	75	127	58 134	330 432	-20 587	371 942	120 232	4 177	128 621	2 939
Nov	191 584	146 571	44 999	-	15	112	112	56 627	335 335	-25 028	372 012	118 331	4 581	128 304	2 072
Dic	224 798	176 656	45 000	1 818	22	1 503	201	85 045	359 811	-16 141	371 043	112 418	4 779	132 945	2 029

8.1.b Balance del Banco de España. Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas										
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España	
	Oper. principales de finan- c. (inyección)	Oper. de finan- c. a l/p (inyección)	Oper. de ajus- te 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 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	-
Abr	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	-
Oct	14 989	13 132	1 853	-	4	-	0	27 892	51 039	6 659	40 885	11 079	-24 071	-24 127	55	11 168	-
Nov	15 012	13 603	1 408	-	1	-	-	26 708	51 322	6 683	41 878	10 581	-23 566	-23 634	67	11 870	-
Dic	14 968	13 660	1 106	185	5	21	10	26 241	54 148	3 756	42 188	10 525	-22 641	-22 533	-108	11 368	-

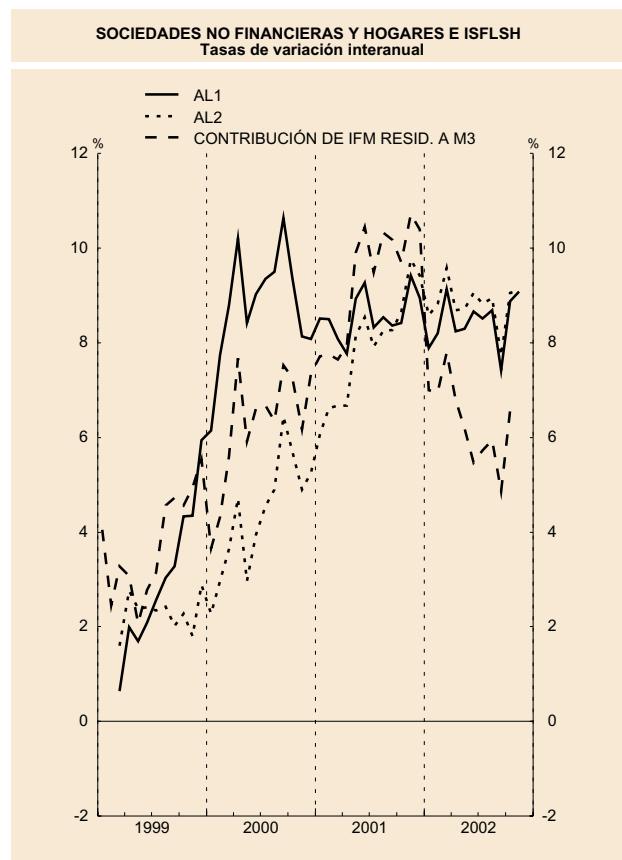
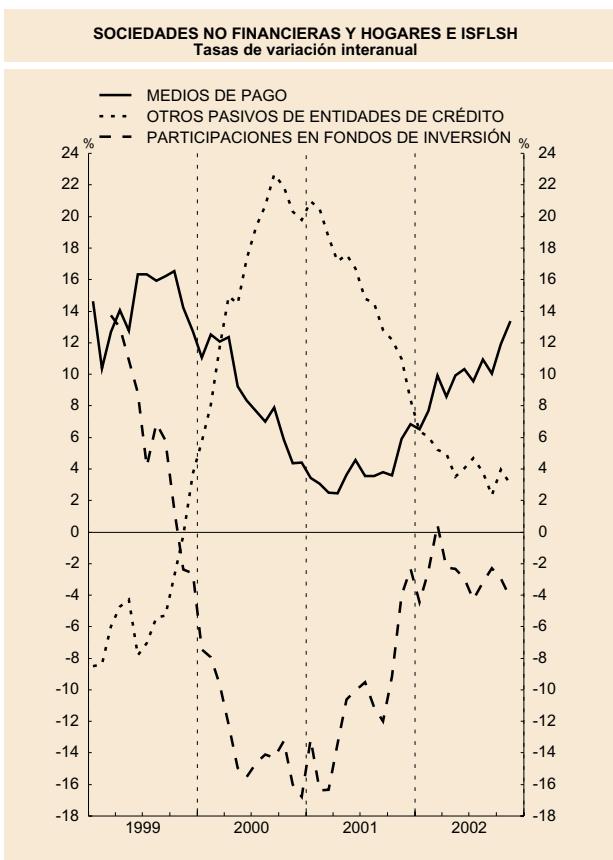
Fuentes: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

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		T 1/12	
			Efectivo	Depó- sitos a la vista	Depó- sitos de ahor- ro (b)			Depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exte- rior			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM			AL1 (d)	AL2 (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18				
99	261 185	12,7	8,3	14,1	13,8	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	239 834	8,4	13,0	-0,3	-20,5	153 804	-2,4	31,2	19,7	-18,0	8,9	9,4	10,4				
01 Ago	273 853	3,6	-6,4	7,2	5,1	240 910	14,5	21,6	0,0	-15,9	149 966	-11,1	10,3	2,6	-20,7	8,5	8,3	10,3				
Sep	281 194	3,8	-8,5	7,1	6,6	241 769	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	241 332	12,2	17,9	1,8	-15,4	149 392	-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	242 489	11,0	17,2	1,8	-23,2	152 770	-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	239 834	8,4	13,0	-0,3	-20,5	153 804	-2,4	31,2	19,7	-18,0	8,9	9,4	10,4				
02 Ene	280 964	6,5	-21,0	13,9	12,6	243 392	6,4	12,0	-0,8	-26,3	151 339	-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	243 322	6,0	10,2	4,1	-26,3	149 960	-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	245 030	5,2	8,2	4,7	-21,2	152 652	0,5	30,2	19,6	-14,9	9,1	9,6	7,8				
Abri	291 056	8,6	-13,8	14,3	13,5	246 094	5,0	6,9	4,7	-13,2	150 794	-2,3	28,4	18,4	-18,4	8,2	8,7	6,8				
May	294 089	9,9	-9,9	16,0	13,1	245 001	3,5	6,2	1,5	-18,6	150 161	-2,3	28,5	17,7	-18,8	8,3	8,7	6,2				
Jun	309 639	10,3	-8,3	16,3	12,7	247 048	4,0	6,2	-1,2	-8,4	147 672	-2,9	27,0	17,8	-19,8	8,7	9,1	5,5				
Jul	305 352	9,6	-6,1	15,1	11,1	247 862	4,7	7,1	-0,5	-11,3	144 771	-4,3	25,8	15,4	-21,7	8,5	8,8	5,7				
Ago	303 785	10,9	-4,6	17,0	11,9	250 035	3,8	6,0	-3,0	-7,4	145 199	-3,2	24,3	14,3	-19,8	8,7	8,9	5,9				
Sep	309 454	10,0	-0,1	14,5	9,8	247 385	2,3	5,1	-7,6	-8,5	142 743	-2,3	20,3	14,5	-18,2	7,4	7,7	4,9				
Oct	P 306 374	11,9	4,6	17,1	9,8	250 850	3,9	7,1	-9,9	-2,7	144 990	-2,9	18,0	12,6	-18,0	8,9	9,1	6,6				
Nov	P 316 761	13,4	9,5	18,5	9,7	249 835	3,0	6,3	-11,2	-4,6	146 338	-4,2	15,8	9,7	-18,5	9,1	9,1	6,5				



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.

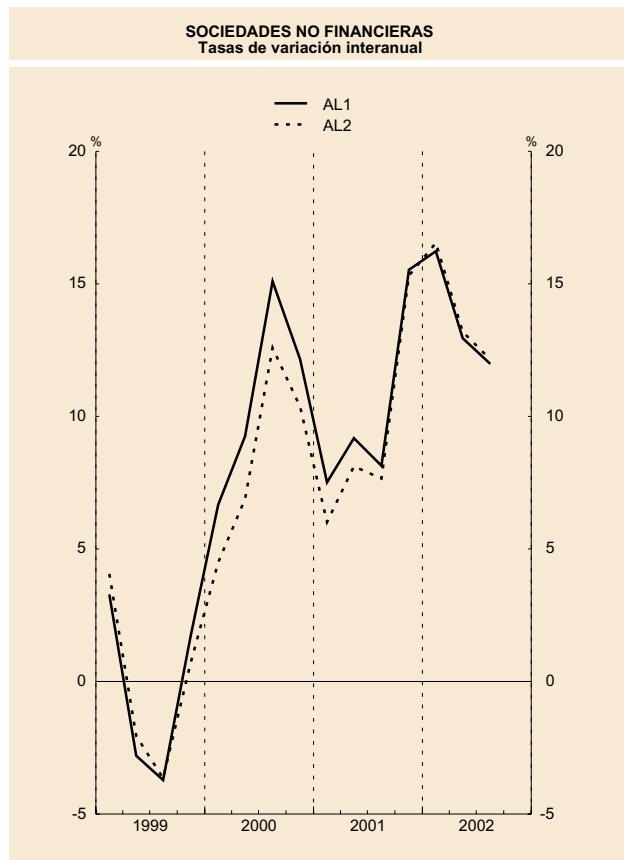
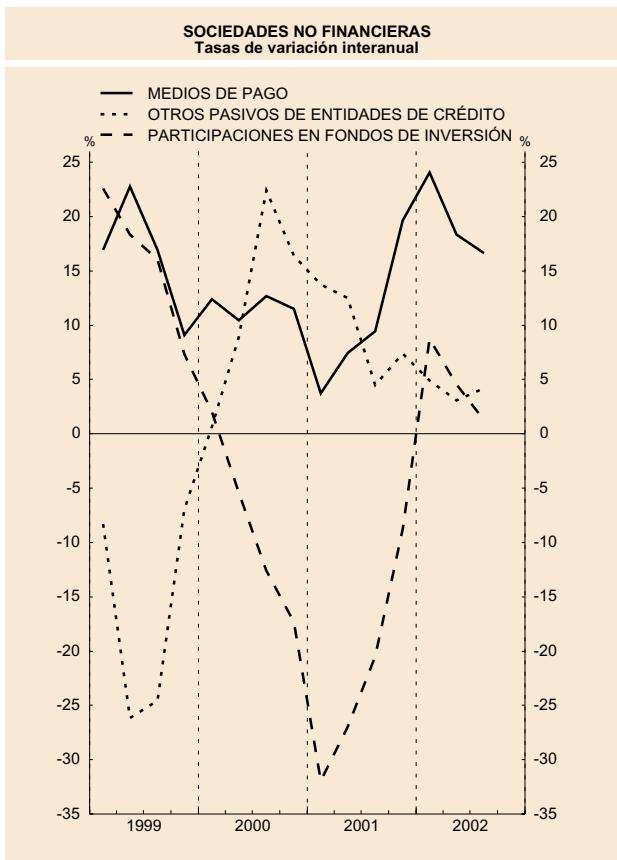
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

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	49 756	9,1	9,2	5,2	32 111	-7,0	30,8	-16,4	17 778	7,3	-7,6	-19,2	27,6	1,7	0,7	
00	55 494	11,5	11,5	13,1	37 381	16,4	45,5	5,1	14 701	-17,3	-17,0	-34,6	-11,9	12,2	10,4	
01	66 405	19,7	20,0	10,7	40 147	7,4	16,7	2,4	13 410	-8,8	40,8	5,2	-27,9	15,5	15,3	
99 /I /IV	49 052	16,9	18,3	-12,2	30 057	-24,6	30,4	-34,3	17 773	16,0	-12,3	-2,0	42,7	-3,7	-3,6	
	49 756	9,1	9,2	5,2	32 111	-7,0	30,8	-16,4	17 778	7,3	-7,6	-19,2	27,6	1,7	0,7	
00 /I /II /III /IV	50 689	12,4	12,6	6,3	33 940	0,7	37,8	-10,0	17 959	2,0	-7,9	-35,2	24,1	6,7	4,5	
	55 809	10,5	10,6	6,3	34 435	8,9	55,0	-5,5	16 980	-5,4	-4,6	-39,4	9,3	9,3	6,9	
	55 267	12,7	12,8	7,6	36 803	22,4	58,7	9,7	15 537	-12,6	-12,7	-40,7	-1,8	15,1	12,6	
	55 494	11,5	11,5	13,1	37 381	16,4	45,5	5,1	14 701	-17,3	-17,0	-34,6	-11,9	12,2	10,4	
01 /I /II /III /IV	52 582	3,7	3,5	10,6	38 614	13,8	38,7	2,8	12 227	-31,9	1,5	-38,9	-40,1	7,5	6,0	
	59 976	7,5	7,4	8,3	38 749	12,5	27,5	4,8	12 399	-27,0	3,3	-29,0	-36,2	9,2	8,1	
	60 504	9,5	9,4	12,1	38 447	4,5	22,9	-4,9	12 352	-20,5	27,4	-12,0	-37,8	8,1	7,7	
	66 405	19,7	20,0	10,7	40 147	7,4	16,7	2,4	13 410	-8,8	40,8	5,2	-27,9	15,5	15,3	
02 /I /II /III	65 242	24,1	24,5	13,3	40 519	4,9	13,7	-0,3	13 299	8,8	23,1	33,7	-4,9	16,2	16,6	
	70 995	18,4	18,3	19,6	39 952	3,1	10,1	-1,3	12 963	4,6	28,4	26,6	-13,8	12,9	13,2	
	70 580	16,7	16,2	28,3	40 072	4,2	10,8	-0,1	12 506	1,3	16,1	19,7	-14,5	12,0	12,1	



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.

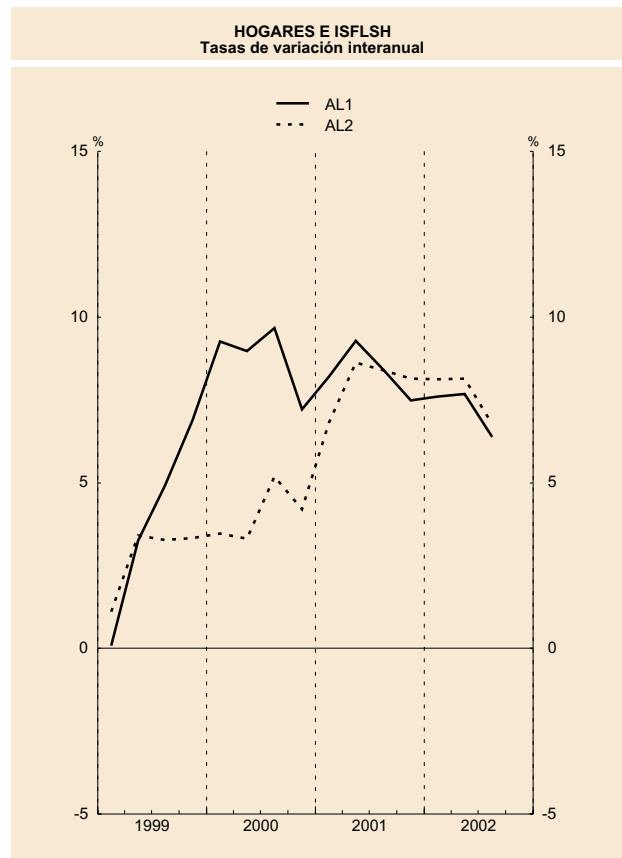
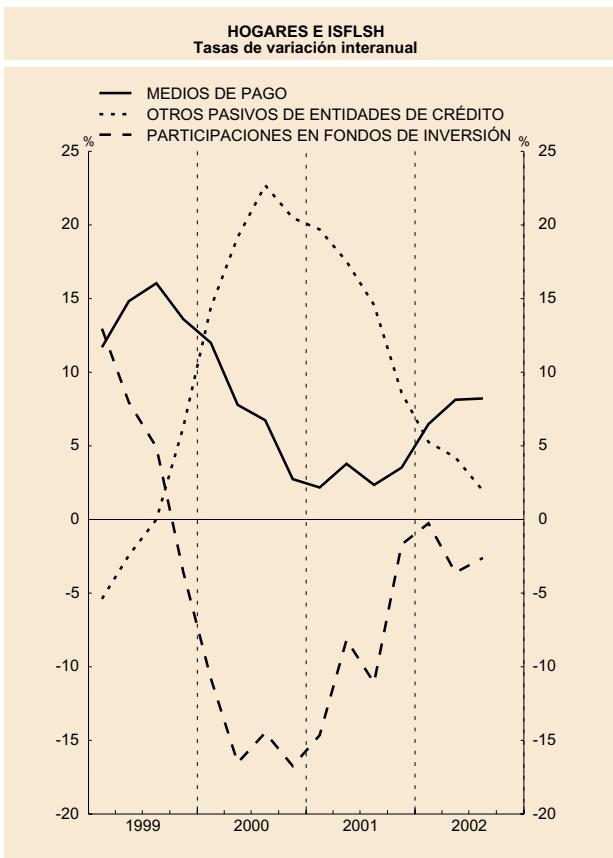
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

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	211 429	13,6	7,9	19,0	13,9	152 589	6,3	10,7	-9,8	171 474	-3,6	-18,8	-26,6	15,9	6,9	3,3	
00	217 206	2,7	-0,8	7,1	2,2	183 877	20,5	24,0	5,3	142 806	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,2	4,2	
01	224 905	3,5	-22,4	12,1	11,8	199 687	8,6	12,7	-12,9	140 394	-1,7	30,2	21,2	-16,9	7,5	8,1	
99 III	202 029	16,0	5,9	23,8	17,9	144 640	-0,0	4,0	-13,5	175 854	4,9	-20,5	-10,9	29,7	4,9	3,3	
IV	211 429	13,6	7,9	19,0	13,9	152 589	6,3	10,7	-9,8	171 474	-3,6	-18,8	-26,6	15,9	6,9	3,3	
00 I	209 985	12,0	5,6	17,1	12,7	162 294	14,4	18,7	-1,6	163 706	-10,8	-20,5	-43,0	9,1	9,3	3,5	
II	212 638	7,8	5,7	9,7	7,8	169 086	19,2	22,7	5,3	152 154	-16,5	-22,0	-45,5	-1,5	9,0	3,3	
III	215 641	6,7	3,8	11,4	5,8	177 491	22,7	25,1	12,9	150 416	-14,5	-24,1	-40,1	-0,9	9,7	5,2	
IV	217 206	2,7	-0,8	7,1	2,2	183 877	20,5	24,0	5,3	142 806	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,2	4,2	
01 I	214 555	2,2	-2,3	7,7	1,4	194 296	19,7	24,3	-0,8	139 728	-14,6	-10,1	-14,4	-16,1	8,2	6,8	
II	220 710	3,8	-5,3	10,1	5,0	198 741	17,5	22,4	-4,8	139 720	-8,2	1,9	-2,8	-12,6	9,3	8,6	
III	220 690	2,3	-9,5	5,4	6,5	203 322	14,6	20,1	-10,5	133 718	-11,1	16,0	8,2	-23,5	8,4	8,4	
IV	224 905	3,5	-22,4	12,1	11,8	199 687	8,6	12,7	-12,9	140 394	-1,7	30,2	21,2	-16,9	7,5	8,1	
02 I	228 421	6,5	-16,9	11,4	14,9	204 512	5,3	7,7	-8,4	139 353	-0,3	31,0	18,4	-15,7	7,6	8,1	
II	238 644	8,1	-9,0	14,1	12,5	207 096	4,2	5,9	-5,7	134 708	-3,6	26,8	17,1	-20,3	7,7	8,1	
III	238 874	8,2	-0,3	12,6	9,5	207 313	2,0	4,6	-14,2	130 237	-2,6	20,9	14,0	-18,5	6,4	6,8	



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.

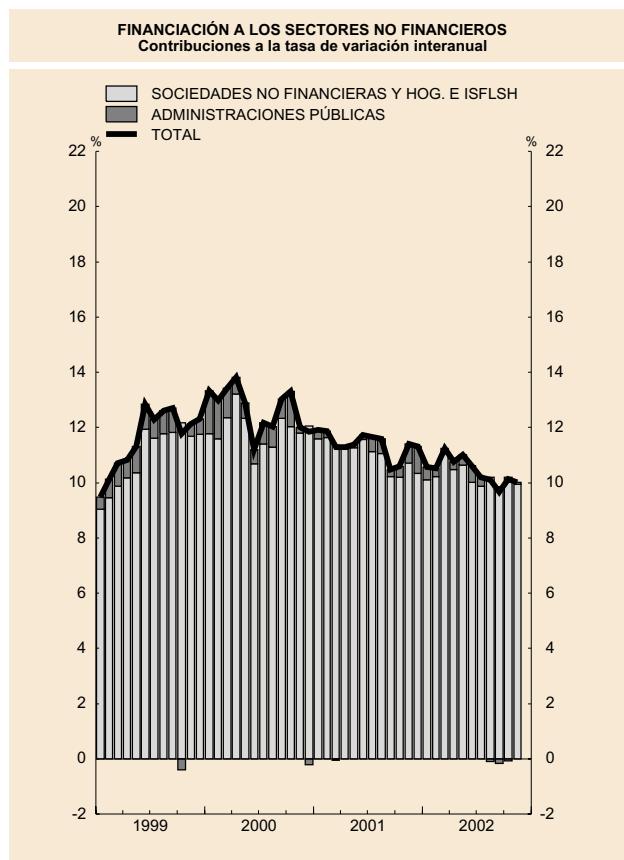
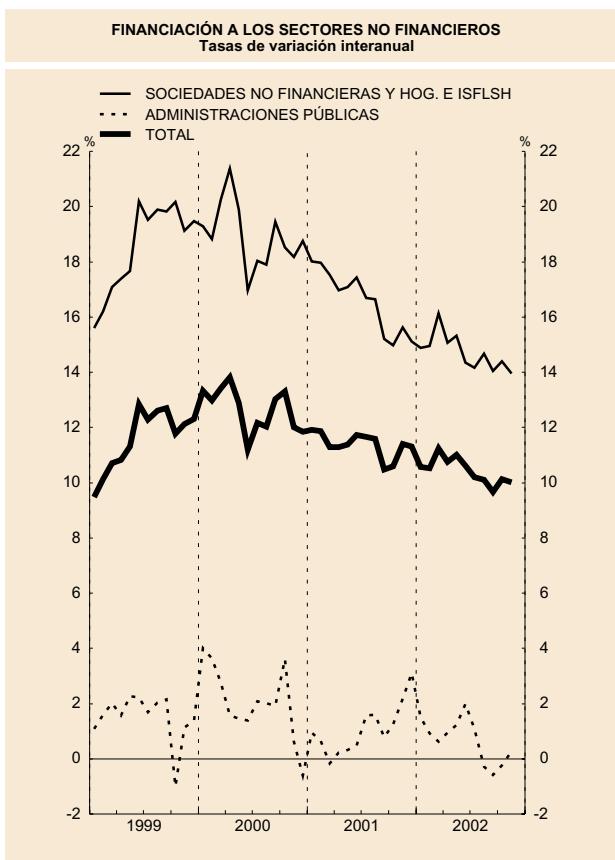
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

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 del exte-rior	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	876 458	17 177	12,3	1,4	19,5	16,4	66,4	18,8	36,8	0,6	11,8	8,4	0,8	0,4	2,2	
00	982 319	17 939	11,8	-0,6	18,8	18,0	34,3	-18,5	31,7	-0,2	12,1	9,4	0,6	-0,4	2,5	
01	1 095 585	19 117	11,3	3,1	15,1	13,4	21,7	8,1	25,2	1,0	10,3	7,4	0,4	0,1	2,4	
01 Ago	1 053 029	-2 735	11,6	1,6	16,7	14,0	15,4	8,1	35,5	0,5	11,1	7,5	0,4	0,1	3,1	
Sep	1 063 502	9 953	10,5	0,8	15,2	13,6	28,0	7,3	23,2	0,3	10,2	7,4	0,6	0,1	2,2	
Oct	1 063 954	774	10,6	1,2	15,0	13,3	28,7	6,8	22,7	0,4	10,2	7,3	0,6	0,1	2,2	
Nov	1 075 279	11 492	11,4	2,2	15,6	13,4	28,0	12,2	26,2	0,7	10,7	7,4	0,6	0,2	2,5	
Dic	1 095 585	19 117	11,3	3,1	15,1	13,4	21,7	8,1	25,2	1,0	10,3	7,4	0,4	0,1	2,4	
02 Ene	1 101 870	6 553	10,6	1,5	14,9	13,4	24,5	6,1	22,6	0,5	10,1	7,3	0,5	0,1	2,2	
Feb	1 100 008	-1 907	10,5	0,9	15,0	13,9	18,0	7,3	21,3	0,3	10,2	7,6	0,4	0,1	2,1	
Mar	1 122 529	21 620	11,2	0,6	16,1	14,7	23,6	7,3	23,7	0,2	11,0	8,0	0,5	0,1	2,4	
Apr	1 123 026	1 799	10,8	1,0	15,1	14,0	23,5	9,2	19,7	0,3	10,5	7,7	0,5	0,2	2,1	
May	1 133 275	10 826	11,0	1,2	15,3	14,5	22,5	3,3	20,0	0,4	10,6	8,0	0,5	0,1	2,1	
Jun	1 151 986	18 418	10,6	2,0	14,4	13,2	36,6	2,5	17,7	0,6	10,0	7,3	0,8	0,0	1,9	
Jul	1 163 330	11 704	10,2	1,1	14,2	14,2	20,0	-1,5	15,1	0,3	9,9	7,8	0,5	-0,0	1,6	
Ago	1 160 339	-3 934	10,1	-0,3	14,7	15,1	21,2	-3,8	14,1	-0,1	10,2	8,2	0,5	-0,1	1,5	
Sep	1 166 898	6 420	9,7	-0,6	14,0	13,6	26,2	-2,6	16,7	-0,2	9,8	7,5	0,6	-0,0	1,8	
Oct	P 1 172 439	5 617	10,1	-0,2	14,4	14,6	18,6	-3,6	15,1	-0,1	10,2	8,2	0,5	-0,1	1,6	
Nov	P 1 183 853	11 491	10,0	0,3	14,0	13,5	39,5	-10,1	14,7	0,1	9,9	7,6	0,9	-0,2	1,6	



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.

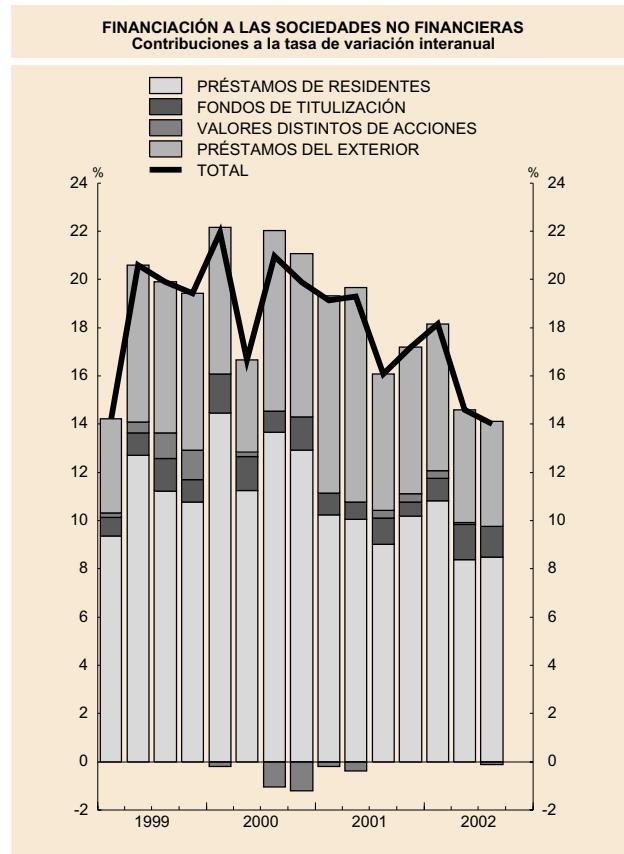
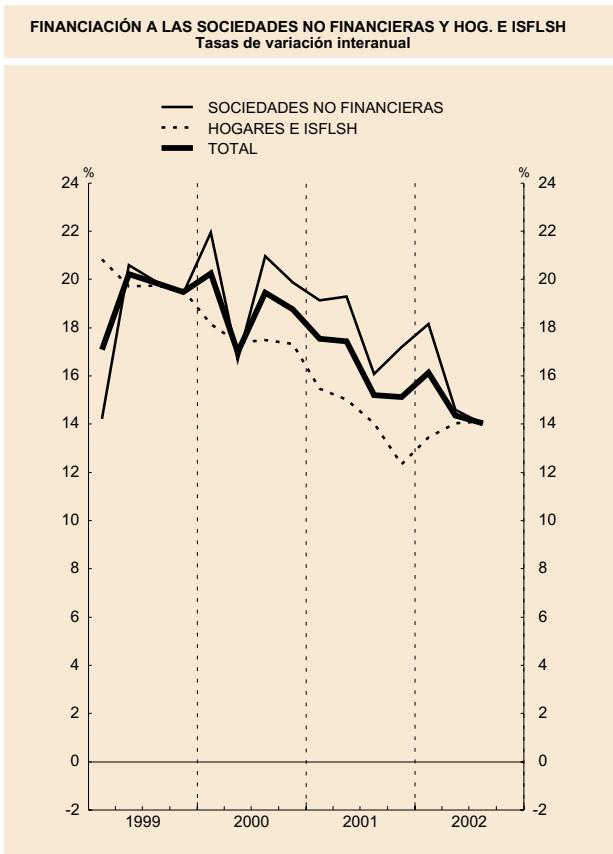
(b) Total de pasivos menos depósitos.

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	1 T 4	Contribución a la T 1/4 del total			
99	318 333	51 188	19,4	222 072	14,6	10,8	8 052	43,5	20 579	18,8	1,2	67 630	37,0	6,5	245 453	40 289	19,6			
00	384 131	63 228	19,9	262 564	18,5	12,9	12 419	54,2	16 780	-18,5	-1,2	92 368	31,8	6,8	287 430	42 525	17,3			
01	452 732	66 015	17,2	301 211	14,9	10,2	14 579	17,4	18 142	8,1	0,4	118 800	25,3	6,1	322 472	35 487	12,3			
99 III	303 409	6 443	19,9	213 400	15,1	11,2	8 206	71,4	20 032	15,3	1,1	61 771	36,5	6,3	234 204	6 208	19,8			
IV	318 333	13 008	19,4	222 072	14,6	10,8	8 052	43,5	20 579	18,8	1,2	67 630	37,0	6,5	245 453	11 521	19,6			
00 I	329 992	10 920	22,0	230 275	20,1	14,5	10 871	65,8	17 692	-3,0	-0,2	71 153	32,3	6,1	255 138	9 776	18,2			
II	349 494	19 216	16,7	243 878	15,8	11,2	11 417	59,0	18 727	3,2	0,2	75 471	18,6	3,8	267 121	12 168	17,4			
III	371 983	20 435	21,0	254 012	19,4	13,6	10 881	32,6	16 825	-16,0	-1,1	90 264	36,7	7,5	274 464	7 484	17,5			
IV	384 131	12 657	19,9	262 564	18,5	12,9	12 419	54,2	16 780	-18,5	-1,2	92 368	31,8	6,8	287 430	13 096	17,3			
01 I	395 554	10 795	19,1	263 422	14,7	10,2	13 893	27,8	17 037	-3,7	-0,2	101 202	37,9	8,2	294 072	6 703	15,5			
II	420 214	23 508	19,3	278 467	14,4	10,1	13 903	21,8	17 442	-6,9	-0,4	110 402	41,2	8,9	306 757	12 818	15,0			
III	432 997	12 828	16,1	287 023	13,2	9,0	14 932	37,2	18 045	7,3	0,3	112 996	23,3	5,6	312 564	5 907	14,0			
IV	452 732	18 884	17,2	301 211	14,9	10,2	14 579	17,4	18 142	8,1	0,4	118 800	25,3	6,1	322 472	10 059	12,3			
02 I	469 992	16 515	18,1	305 687	16,2	10,8	17 608	26,7	18 287	7,3	0,3	128 410	23,7	6,1	333 159	10 753	13,4			
II	481 578	13 074	14,6	313 141	12,6	8,4	20 041	44,1	17 879	2,5	0,1	130 517	17,7	4,7	349 389	16 329	14,0			
III	494 577	12 140	14,0	323 260	12,8	8,5	20 443	36,9	17 573	-2,6	-0,1	133 301	16,6	4,3	356 218	6 966	14,1			



Fuente: BE.

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

(a) Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del periodo / saldo al principio del periodo.

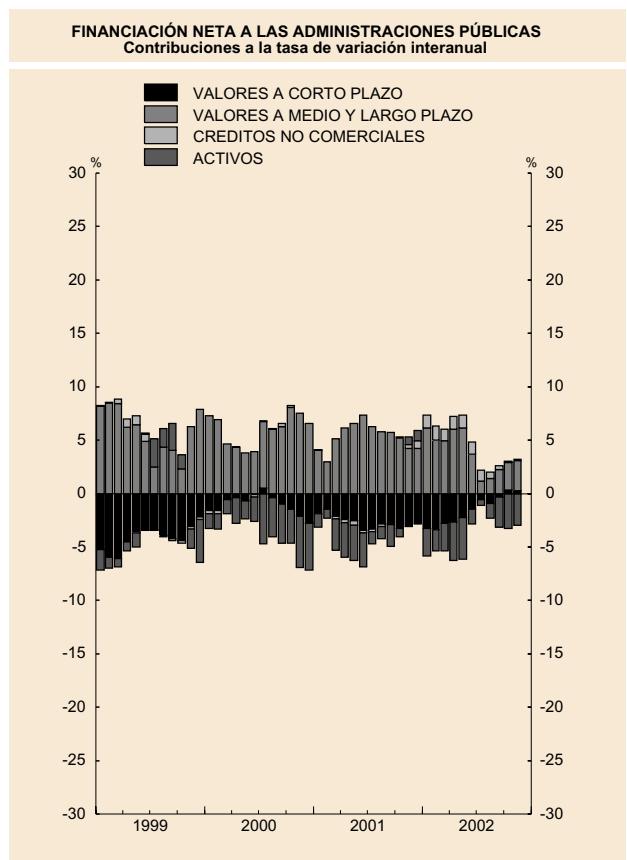
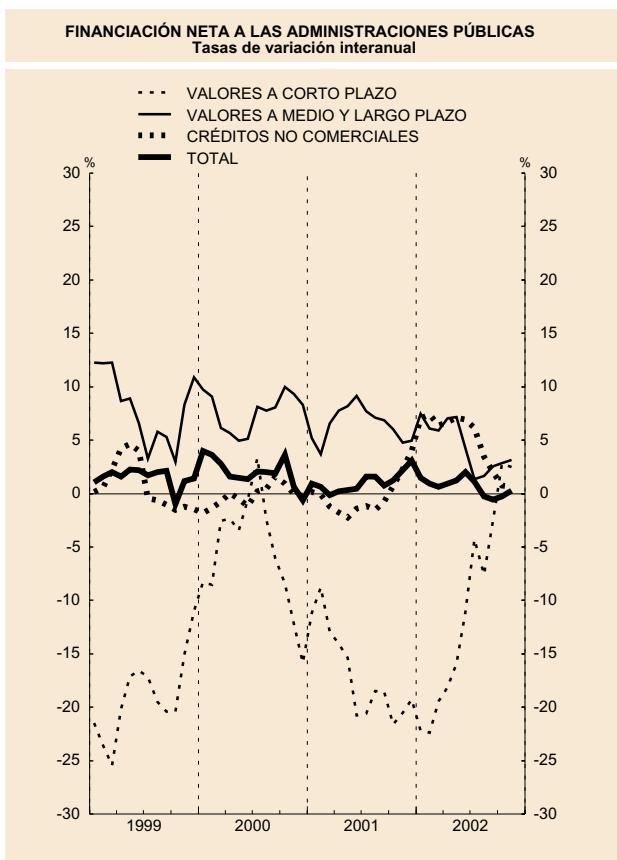
(b) Datos provisionales.

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		Contribución a T1/12 Total
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (b)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Activos
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
99	312 671	4 303	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	9 623	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	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	10 695	3,1	2 775	484	1 131	1 160	-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 324 053	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 316 879	-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 319 379	2 500	0,6	4 415	-60	5 350	-875	1 132	783	2,8	-19,5	5,9	6,4	17,2	-2,8	4,9	1,1	-2,6
	Abr A 311 916	-7 463	1,0	2 940	134	2 141	665	1 791	8 613	3,9	-18,1	7,1	6,7	20,2	-2,7	6,1	1,2	-3,6
	May A 315 893	3 977	1,2	4 116	21	4 354	-259	-1 179	1 317	4,4	-15,9	7,1	7,1	22,5	-2,2	6,2	1,2	-3,9
	Jun A 321 019	5 125	2,0	-2 190	-157	-2 466	433	970	-8 286	2,9	-11,0	4,2	6,9	8,1	-1,5	3,7	1,2	-1,4
	Jul A 323 111	2 092	1,1	-4 172	1 972	-6 066	-78	-2 005	-4 259	1,4	-4,3	1,4	6,1	3,7	-0,5	1,2	1,0	-0,6
	Ago A 320 263	-2 849	-0,3	-3 022	-2 490	1 724	-2 256	215	-388	0,9	-7,6	1,7	3,5	9,1	-0,9	1,4	0,6	-1,4
	Sep A 316 103	-4 160	-0,6	5 300	1 039	4 862	-600	1 286	8 174	2,0	-2,5	2,6	2,0	17,1	-0,3	2,2	0,3	-2,9
	Oct A 309 700	-6 402	-0,2	2 188	301	1 837	50	-584	9 175	2,5	2,8	2,8	0,8	16,7	0,3	2,6	0,1	-3,3
	Nov A 310 559	859	0,3	345	-321	458	207	1 136	-1 650	2,7	2,5	3,1	0,6	14,9	0,3	2,8	0,1	-2,9



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.

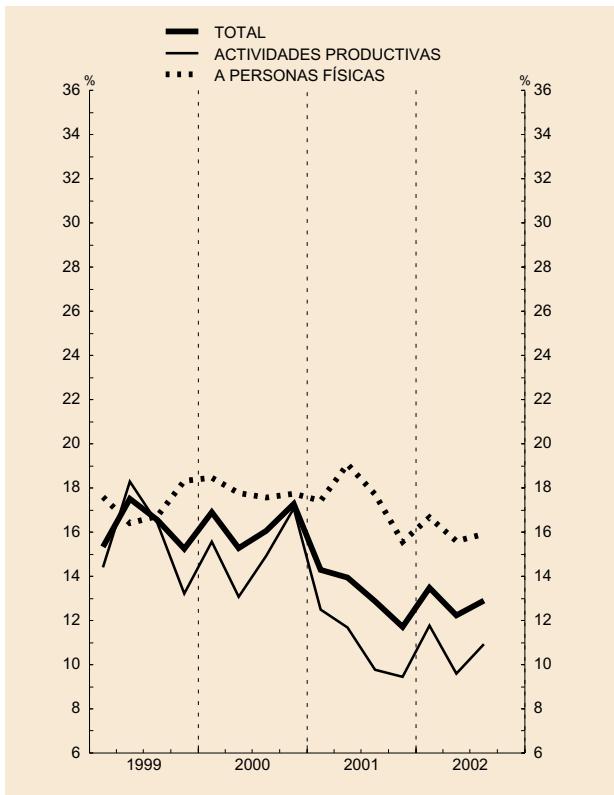
Detalle por finalidades.

■ Serie representada gráficamente.

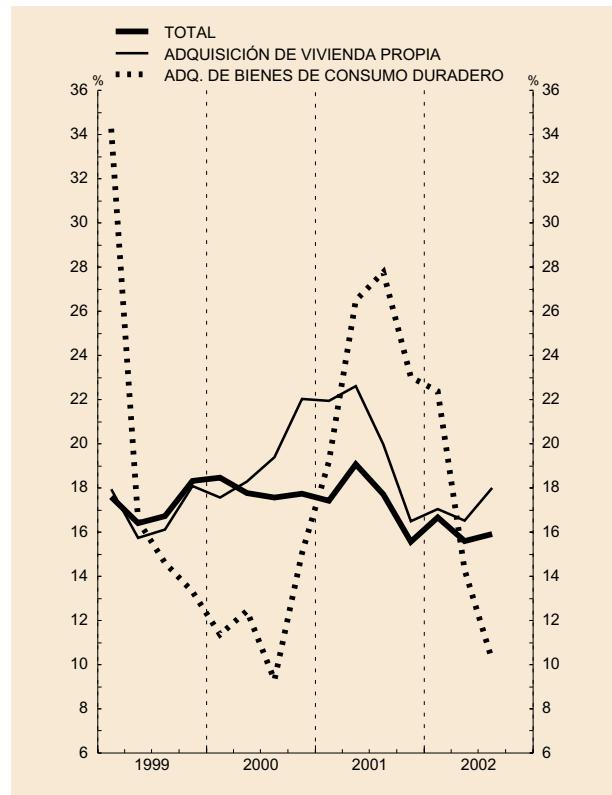
Millones de euros y porcentajes

	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 clasi- 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	
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 III	460 355	251 442	11 512	70 933	33 369	135 628	197 421	139 265	133 034	6 231	22 789	35 366	2 060	9 432
IV	476 966	257 974	11 887	71 187	35 112	139 788	207 090	145 184	138 713	6 471	23 371	38 536	2 335	9 566
00 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
II	519 659	280 381	12 482	73 280	39 319	155 300	224 163	158 078	151 267	6 811	24 537	41 549	2 477	12 638
III	534 332	288 999	12 952	75 408	41 208	159 431	232 114	165 891	158 848	7 044	24 911	41 312	2 525	10 693
IV	559 407	302 034	13 141	78 588	42 627	167 679	243 837	176 653	169 280	7 372	26 885	40 299	2 342	11 194
01 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
II	592 071	313 118	12 946	78 850	44 684	176 638	266 945	193 427	185 449	7 978	31 034	42 483	2 264	9 745
III	603 049	317 262	13 215	81 899	44 957	177 191	273 224	198 747	190 559	8 188	31 826	42 651	2 282	10 280
IV	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
02 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
II	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
III	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	316 697	234 668	224 849	9 819	35 072	46 957	2 339	9 820

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

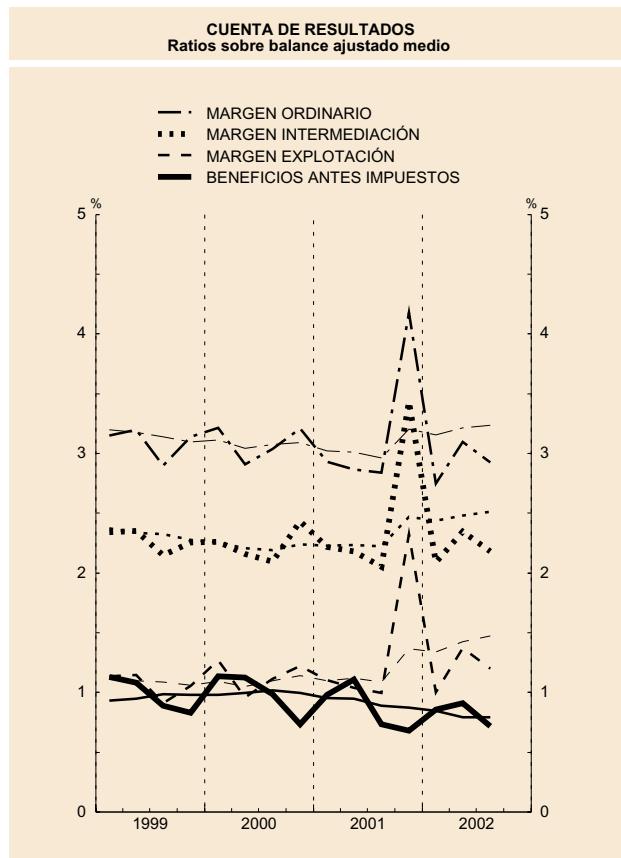
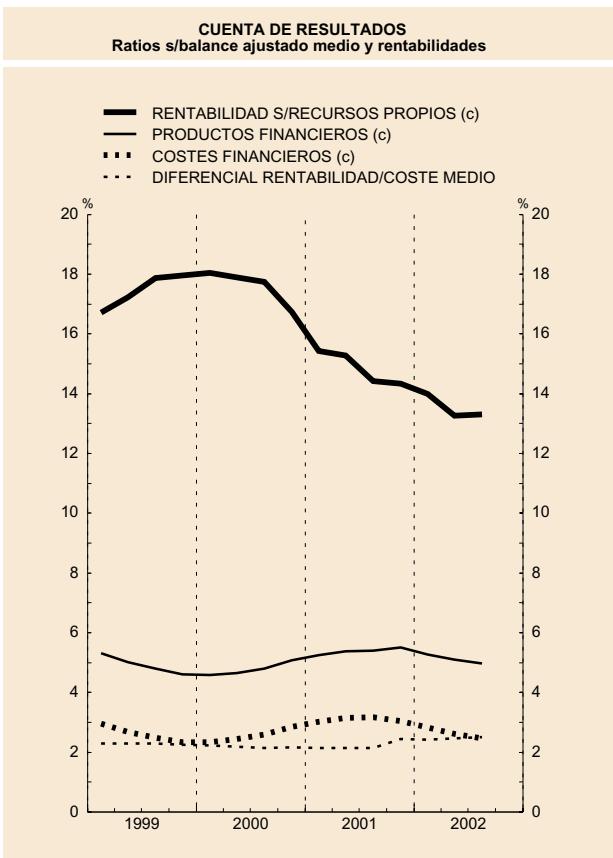
(a) Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Veanse las novedades al Boletín estadístico de octubre de 2001 y los cuadros 89.53, 89.54 y 89.55 del Boletín estadístico, que se difunden en www.bde.es

(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- to s finan- cier- os 1	Costes 2	Margen de inter- media- ción 3	Otros ptos. y gastos ordi- narios 4	Margen ordi- nario 5	Gastos de ex- plota- ción: de per- sonal 6	Del cual 7	Margen de ex- plota- ción 8	Resto de pro- ductos y costes 9	Benefi- cio an- tes de impues- tos 10	Rentabi- lidad s/ re- cursos propios (a) 11	Rentabi- lidad media de operac. activas (b) 12	Coste medio de ope- raciones pasivas (b) 13	Diferen- cia (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 /I	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
99 /IV	4,6	2,3	2,3	0,9	3,1	2,1	1,2	1,1	-0,2	0,8	15,9	4,9	2,7	2,3
00 /I	4,7	2,5	2,3	1,0	3,2	1,9	1,2	1,3	-0,1	1,1	21,2	4,9	2,7	2,2
00 /II	4,9	2,7	2,2	0,7	2,9	2,0	1,2	1,0	0,2	1,1	18,5	5,0	2,8	2,2
00 /III	5,0	2,9	2,1	0,9	3,0	1,9	1,2	1,1	-0,1	1,0	15,4	5,2	3,0	2,1
00 /IV	5,7	3,3	2,4	0,8	3,2	2,0	1,2	1,2	-0,5	0,7	11,9	5,5	3,3	2,2
01 /I	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,1	-0,1	1,0	15,9	5,7	3,5	2,1
01 /II	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,0	0,1	1,1	17,9	5,8	3,7	2,1
01 /III	5,1	3,0	2,1	0,8	2,8	1,8	1,1	1,0	-0,3	0,7	12,0	5,8	3,7	2,1
01 /IV	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4
02 /I	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4
02 /II	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5
02 /III	4,6	2,4	2,2	0,7	2,9	1,7	1,0	1,2	-0,5	0,7	12,2	5,3	2,8	2,5



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.

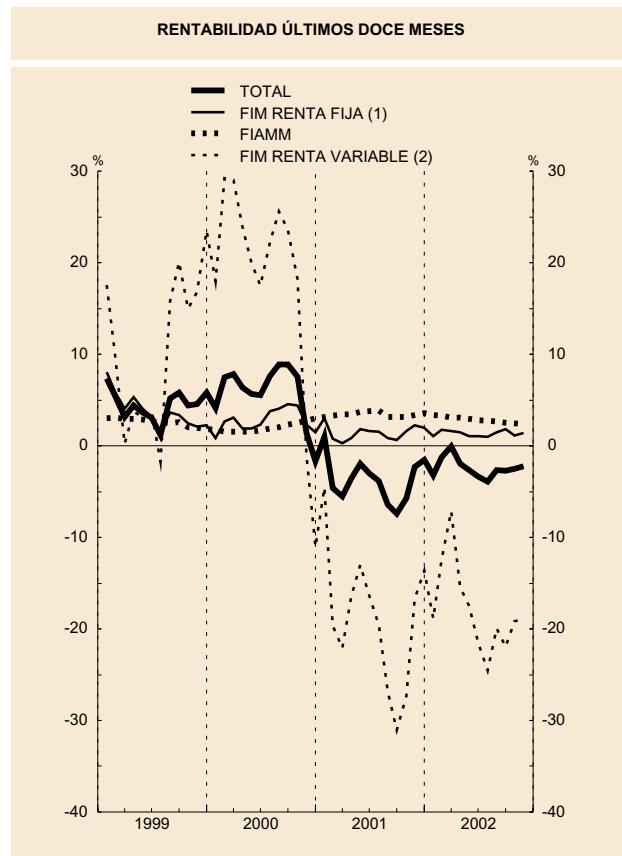
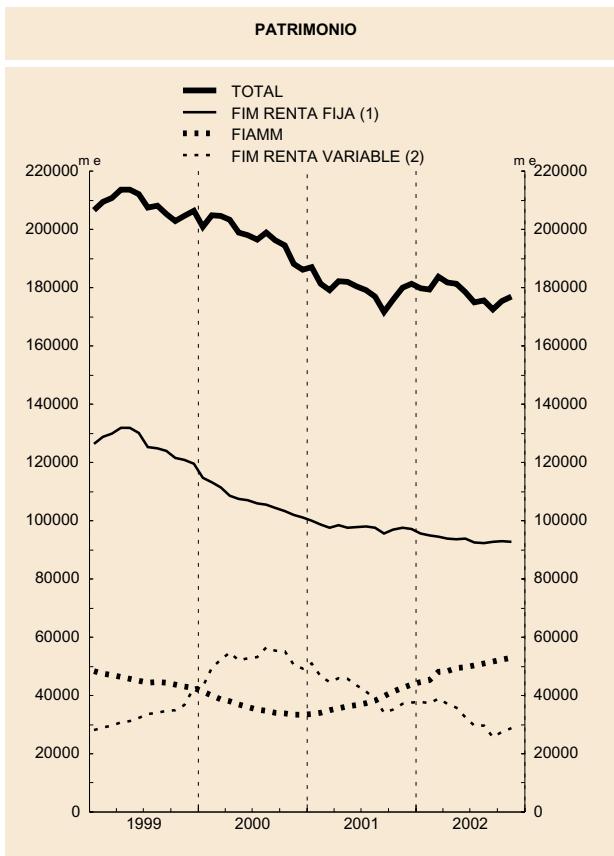
(c) Media de los cuatro últimos trimestres.

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- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual			
			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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 Ago	176 953	-2 082	199	-6,4	38 201	854	732	3,1	97 479	-435	-349	0,9	39 007	-2 392	-184	-26,8	2 265	
Sep	171 624	-5 329	-1 442	-7,4	39 723	1 523	1 395	3,1	95 629	-1 851	-1 113	0,7	33 974	-5 033	-1 724	-31,0	2 298	
Oct	175 729	4 105	1 434	-5,7	41 247	1 524	1 365	3,1	96 841	1 213	205	1,6	35 273	1 299	-136	-27,4	2 367	
Nov	179 939	4 209	2 596	-2,3	42 592	1 345	1 662	3,4	97 641	800	811	2,2	37 168	1 895	123	-16,7	2 537	
Dic	181 323	1 384	823	-1,5	43 830	1 238	1 295	3,5	97 246	-395	-269	1,9	37 494	325	-203	-13,7	2 753	
02 Ene	179 703	-1 620	-810	-3,2	44 610	779	707	3,4	95 499	-1 747	-1 490	1,1	37 775	282	-26	-18,9	1 819	
Feb	179 303	-400	480	-1,2	45 203	594	514	3,3	95 047	-452	-279	1,7	37 276	-499	244	-12,4	1 776	
Mar	183 849	4 546	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	
Apr	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	
May	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	
Jun	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	
Jul	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	
Ago	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	
Sep	172 639	-2 934	108	-2,7	51 623	561	421	2,5	92 741	326	135	1,8	25 817	-3 817	-447	-21,9	2 458	
Oct	175 361	2 721	323	-2,5	52 387	765	672	2,4	92 948	207	-60	1,2	27 492	1 675	-289	-19,2	2 533	
Nov	P 177 027	1 666	66	-2,3	52 964	577	502	2,4	92 699	-249	-321	1,4	28 758	1 266	-115	-19,0	2 606	



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.

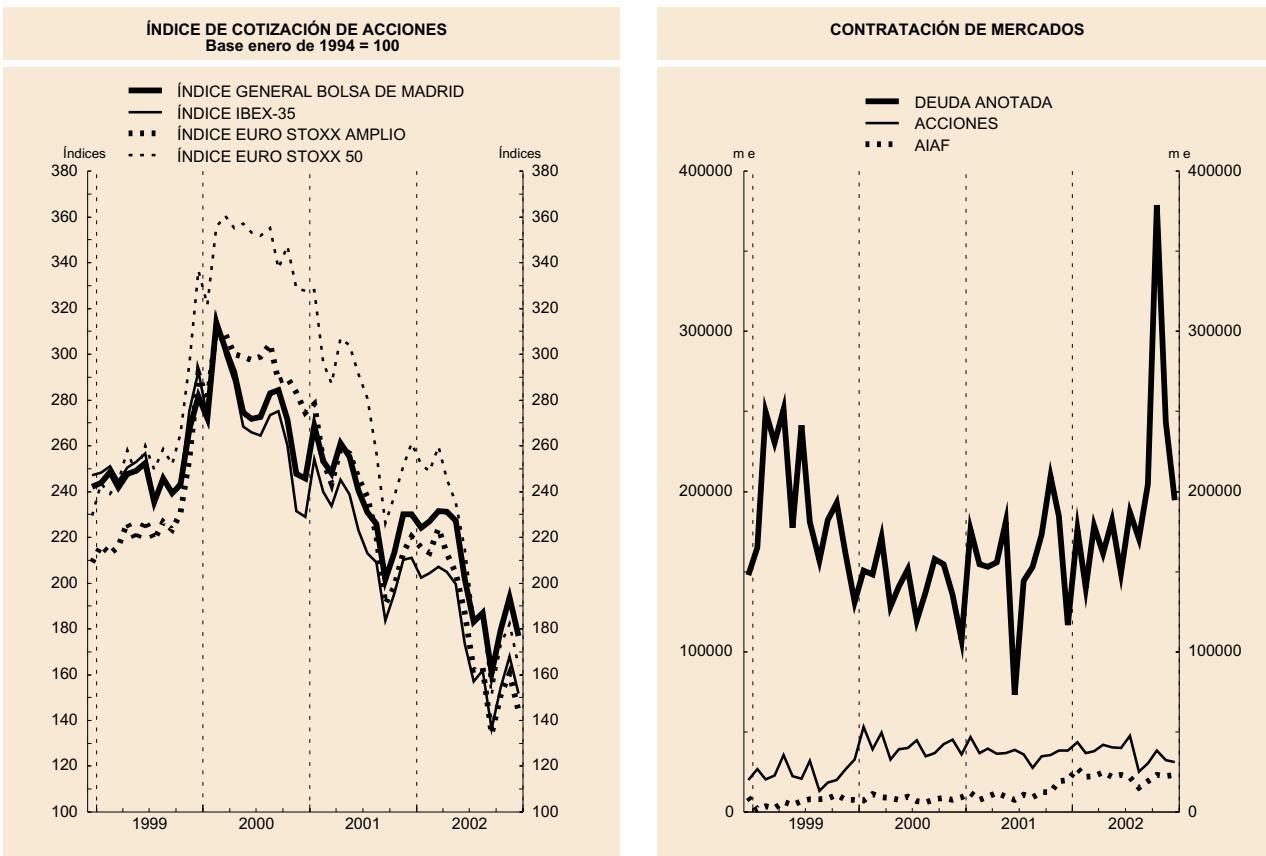
(3) Fondos globales.

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	
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	Sep	721,94	7 314,00	272,46	3 296,66	34 706	4 460	173 136	12 307	-	2 032	24	426
<i>Oct</i>	763,80	7 774,26	283,21	3 465,74	35 416	5 957	209 435	12 585	-	1 615	8	402	
<i>Nov</i>	824,49	8 364,70	304,31	3 658,27	38 515	6 150	184 776	19 266	-	1 273	6	359	
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	813,65	8 135,50	304,52	3 624,74	36 743	5 169	139 996	21 969	-	1 546	3	332	
<i>Mar</i>	829,24	8 249,70	319,68	3 784,05	37 959	5 784	178 684	22 568	-	2 390	10	315	
<i>Abr</i>	828,00	8 154,40	303,89	3 574,23	41 777	6 508	161 410	24 682	-	1 157	2	316	
<i>May</i>	814,45	7 949,90	291,75	3 425,79	40 467	5 627	181 923	21 841	-	1 568	5	320	
<i>Jun</i>	722,73	6 913,00	266,84	3 133,39	39 763	5 397	149 077	23 186	-	2 170	11	370	
<i>Jul</i>	655,51	6 249,30	231,34	2 685,79	47 539	6 915	187 029	21 400	-	1 527	4	393	
<i>Ago</i>	669,63	6 435,70	232,75	2 709,29	25 306	6 052	170 577	14 986	-	968	3	306	
<i>Sep</i>	576,17	5 431,70	191,47	2 204,39	30 202	6 104	204 486	19 212	-	2 056	7	320	
<i>Oct</i>	643,15	6 139,40	215,58	2 518,99	38 382	6 624	378 742	23 215	-	1 579	1	371	
<i>Nov</i>	693,62	6 685,60	229,02	2 656,85	32 218	5 510	243 173	22 415	-	1 022	0	304	
<i>Dic</i>	P	633,99	6 036,90	205,94	2 386,41	31 078	4 882	194 696	23 268	-	1 775	4	246



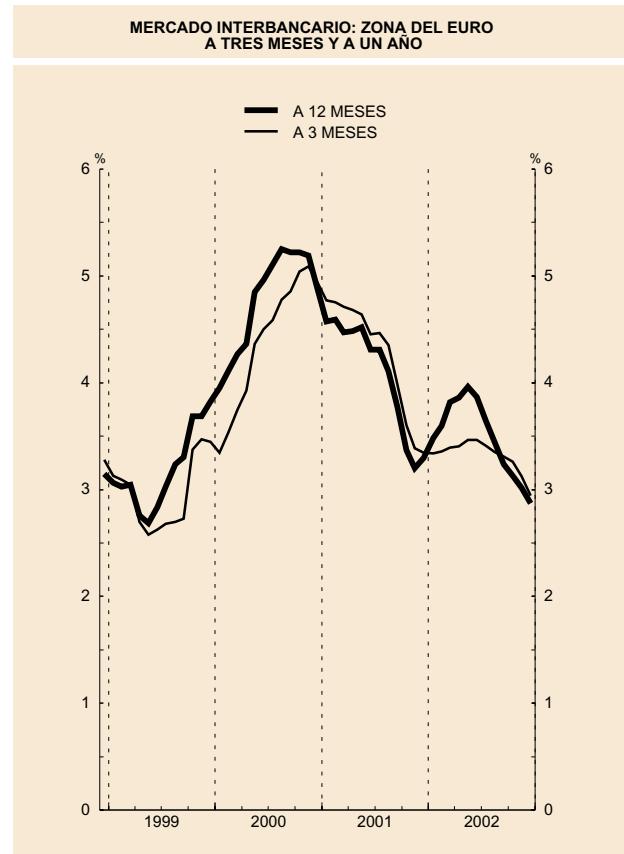
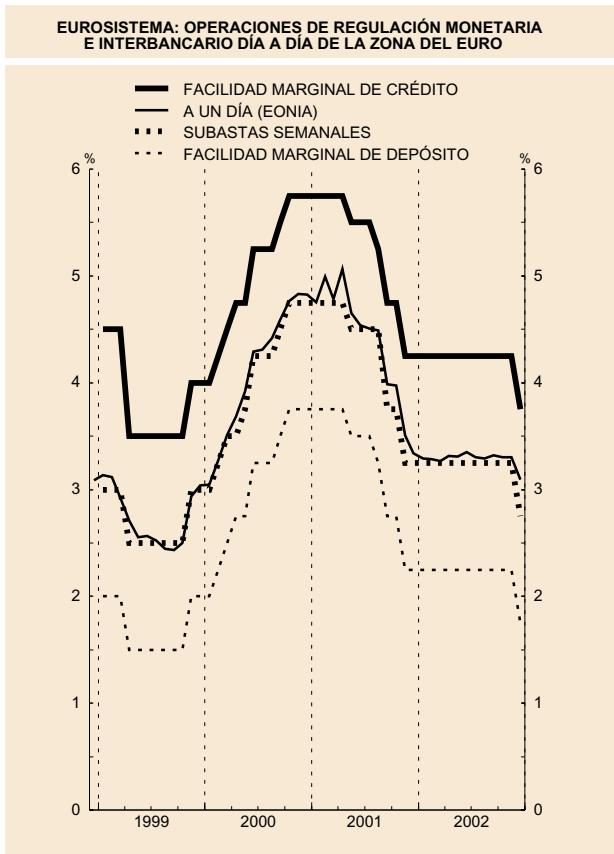
Fuentes: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12).

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	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
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
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
01 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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
Sep	3,25	3,23	4,25	2,25	3,32	3,32	3,31	3,27	3,24	3,30	3,30	3,30	3,23	3,26
Oct	3,25	3,22	4,25	2,25	3,30	3,31	3,26	3,17	3,13	3,29	3,29	3,25	3,12	3,21
Nov	3,25	3,02	4,25	2,25	3,30	3,23	3,12	3,04	3,02	3,30	3,23	3,08	3,02	3,18
Dic	2,75	2,93	3,75	1,75	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	3,07	2,95	2,95	2,88	2,93
													2,85	2,79
														2,67



Fuente: BCE (columnas 1 a 8).

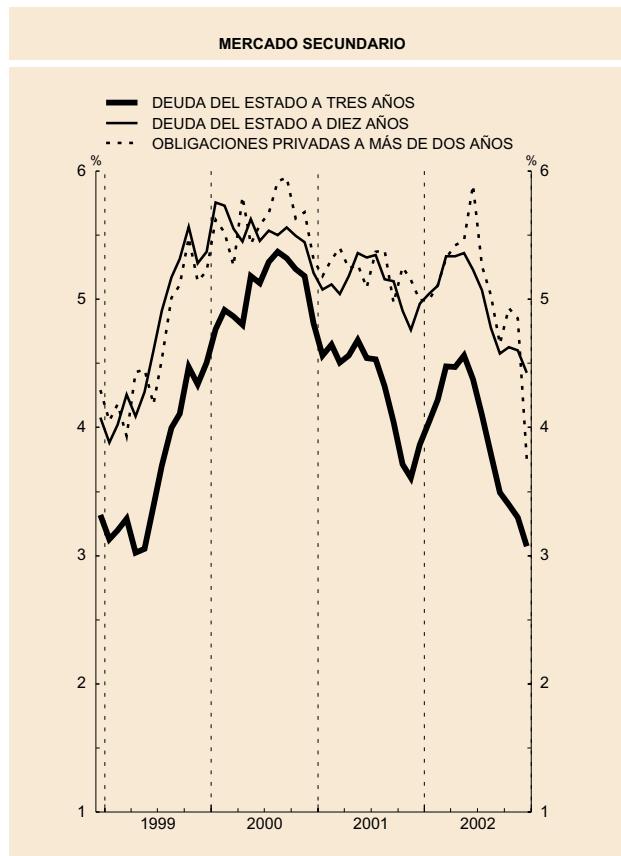
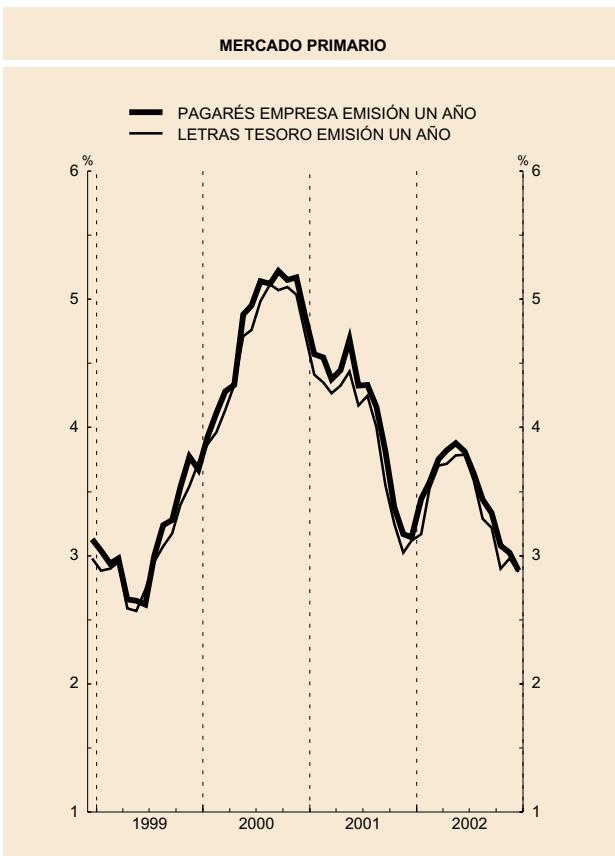
(a) Hasta diciembre de 1998 se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

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								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: 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	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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	Sep	3,55	3,55	3,82	3,68	4,30	-	5,24	-	5,77	4,04	5,14	4,97	
<i>Oct</i>	3,25	3,21	3,38	3,46	-	4,18	4,95	5,17	-	3,71	4,91	5,25		
<i>Nov</i>	3,03	3,10	3,17	3,32	3,28	-	4,55	-	5,15	3,61	4,76	5,15		
<i>Dic</i>	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	
<i>Feb</i>	3,52	3,47	3,57	3,56	-	4,46	5,04	-	-	4,22	5,11	5,11		
<i>Mar</i>	3,70	3,66	3,75	3,67	4,30	-	5,32	5,56	-	4,48	5,34	5,32		
<i>Abr</i>	3,72	3,71	3,82	3,82	-	4,89	5,35	-	-	4,47	5,34	5,42		
<i>May</i>	3,78	3,80	3,88	3,83	-	4,76	5,40	-	-	4,56	5,36	5,46		
<i>Jun</i>	3,79	3,70	3,81	3,85	4,36	-	5,34	-	-	4,38	5,23	5,89		
<i>Jul</i>	3,59	3,50	3,64	3,60	-	4,45	5,18	5,37	-	4,10	5,07	5,26		
<i>Ago</i>	3,29	3,29	3,44	3,45	3,60	-	4,76	-	-	3,79	4,78	5,03		
<i>Sep</i>	3,22	3,08	3,33	3,25	-	5,04	4,59	-	5,04	3,49	4,58	4,65		
<i>Oct</i>	2,90	2,97	3,08	3,08	-	3,83	4,52	-	-	3,40	4,62	4,93		
<i>Nov</i>	2,98	2,89	3,02	3,03	-	-	4,67	5,03	-	3,30	4,60	4,85		
<i>Dic</i>	2,87	2,70	2,88	2,75	-	-	4,51	-	-	3,07	4,43	3,75		



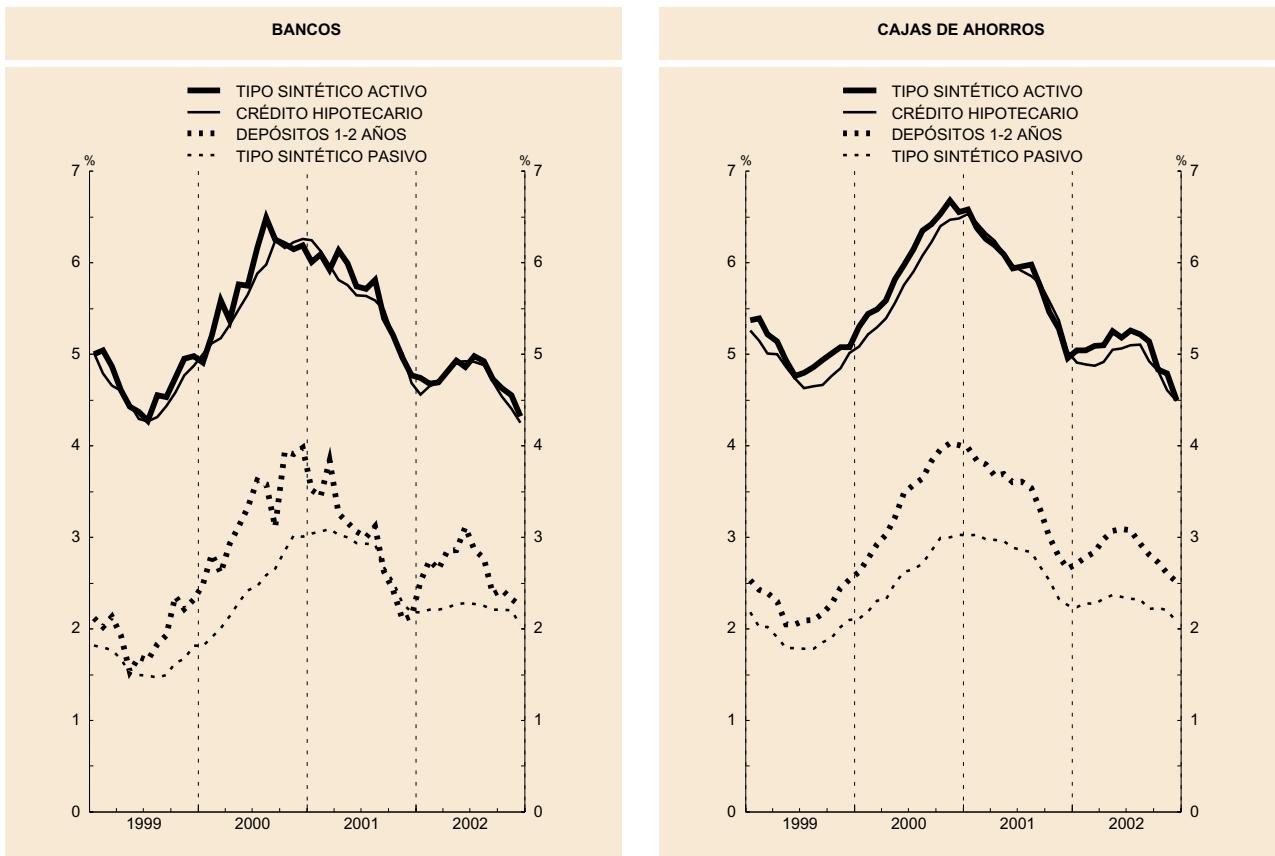
Fuentes: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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- amos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acree- dores. Tipo sinté- tico	Cuen- tas cor- rientes	Cesión letras hasta 3 meses	Depósi- tos 1 año a menos de 2	Crédi- to. Tipo sinté- tico	Ctas. de cto. de 1 a menos de 3	Prést- amos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acree- dores. Tipo sinté- tico	Cuen- tas cor- rientes	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		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
<i>Oct</i>		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	
<i>Nov</i>		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	
<i>Dic</i>		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
<i>Feb</i>		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	
<i>Mar</i>		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	
<i>Abr</i>		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	
<i>May</i>		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	
<i>Jun</i>		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	
<i>Jul</i>		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	
<i>Ago</i>		4,92	5,58	5,12	7,15	4,88	2,25	2,03	3,19	2,77	5,22	6,94	7,87	5,10	2,32	1,88	3,23	2,93	
<i>Sep</i>		4,73	5,55	5,06	7,31	4,70	2,21	2,02	3,19	2,38	5,14	6,55	7,83	4,93	2,22	1,88	3,22	2,81	
<i>Oct</i>		4,63	5,56	4,97	7,13	4,54	2,21	2,03	3,15	2,43	4,83	6,87	7,66	4,82	2,23	1,91	3,13	2,73	
<i>Nov</i>		4,55	5,47	4,97	6,92	4,41	2,20	2,06	3,08	2,33	4,79	6,87	7,62	4,61	2,20	1,90	3,11	2,61	
<i>Dic</i>		4,32	5,30	4,55	6,28	4,25	2,04	1,88	2,81	2,25	4,50	6,47	7,06	4,49	2,08	1,79	2,91	2,51	



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.

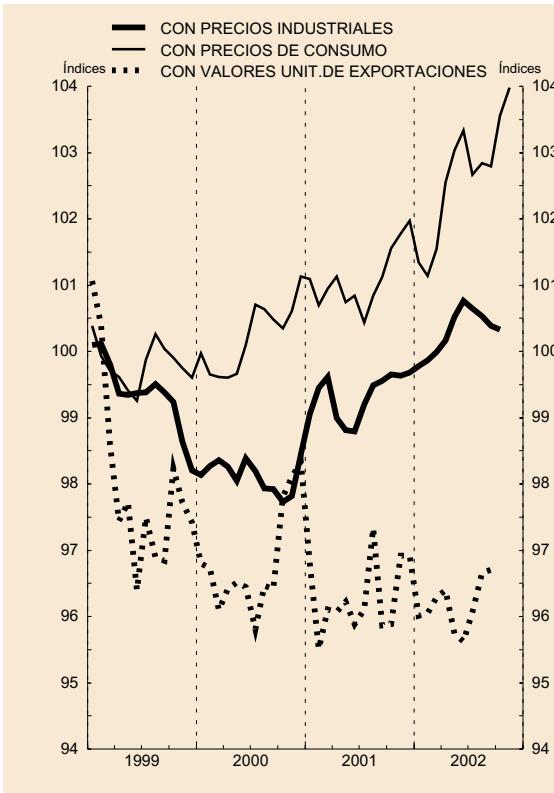
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

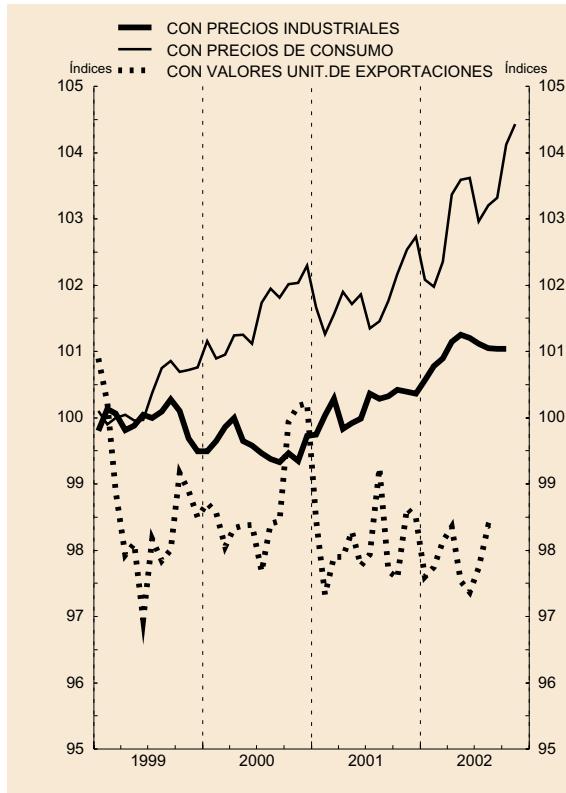
Base 1999 I = 100

	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 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	99,3	98,0	99,5	99,9	100,3	99,8	98,5	99,9	100,3	99,7	98,6	
00	98,1	100,2	101,7	96,8	98,5	99,6	101,7	103,2	98,3	99,6	101,5	103,2	98,8	
01	99,3	101,1	104,8	96,3	99,0	100,4	102,2	105,9	97,3	100,2	101,8	105,9	98,1	
00 /IV	98,0	100,7	104,1	98,1	98,4	99,6	102,3	105,8	99,7	99,5	102,1	105,7	100,1	
01 /I	99,4	100,9	105,3	96,2	99,1	100,3	101,8	106,2	97,0	100,0	101,5	106,1	97,9	
II	98,9	100,9	104,6	96,1	98,8	100,1	102,1	105,9	97,2	99,9	101,8	105,9	98,0	
III	99,4	100,8	104,6	96,4	99,0	100,5	101,9	105,7	97,5	100,3	101,5	105,7	98,3	
IV	99,7	101,8	104,7	96,6	99,0	100,7	102,8	105,7	97,5	100,4	102,5	105,8	98,2	
02 /I	99,9	101,4	105,2	96,1	98,8	101,1	102,6	106,5	97,3	100,7	102,1	106,7	97,8	
II	100,5	103,0	106,5	95,9	99,1	101,4	103,9	107,5	96,8	101,2	103,5	107,8	97,7	
III	100,5	102,8	108,5	96,5	99,2	101,3	103,6	109,3	97,3	101,1	103,2	109,4	98,1	
02 Mar	100,0	101,5	...	96,3	98,8	101,2	102,8	...	97,5	100,9	102,4	...	98,1	
Abr	100,2	102,6	...	96,4	98,8	101,4	103,8	...	97,6	101,1	103,4	...	98,4	
May	100,5	103,0	...	95,7	99,1	101,5	104,0	...	96,6	101,3	103,6	...	97,5	
Jun	100,8	103,3	...	95,6	99,3	101,4	104,0	...	96,3	101,2	103,6	...	97,4	
Jul	100,6	102,7	...	96,1	99,3	101,4	103,4	...	96,8	101,1	103,0	...	97,7	
Ago	100,5	102,8	...	96,7	99,2	101,3	103,6	...	97,4	101,0	103,2	...	98,4	
Sep	100,4	102,8	...	96,7	99,1	101,3	103,7	...	97,6	101,0	103,3	...	98,3	
Oct	100,3	103,6	...	...	99,1	101,3	104,5	...	...	101,0	104,1	...	...
Nov	...	104,0	...	...	99,2	...	104,8	...	...	...	104,4	...	...
Dic	...	...	...	...	99,3	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



Fuente: BE.

(a) Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

(b) Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.

(c) Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

9.5. Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
99	98,7	99,0	98,8	97,6	98,7	100,0	100,3	100,1	98,8
00	95,9	97,4	99,1	95,4	95,8	100,2	101,7	103,5	99,6
01	97,3	98,5	102,1	95,0	96,3	101,0	102,3	106,1	98,7
00 I/V	95,3	97,2	100,5	96,0	95,0	100,3	102,4	105,9	101,1
01 I	97,6	98,5	102,8	95,0	96,7	100,9	101,9	106,3	98,3
II	96,6	98,1	101,6	94,5	95,9	100,7	102,3	106,0	98,6
III	97,3	98,2	101,8	95,1	96,2	101,1	102,0	105,9	98,8
IV	97,7	99,3	102,2	95,4	96,3	101,4	103,1	106,1	99,0
02 I	98,0	99,1	103,0	95,2	96,2	101,9	102,9	107,0	98,9
II	99,0	101,0	104,7	95,6	96,8	102,2	104,3	108,1	98,8
III	99,6	101,4	107,3	96,9	97,5	102,2	104,0	110,0	99,4
02 Mar	98,1	99,2	...	95,4	96,2	102,0	103,2	...	99,2
Abr	98,4	100,3	...	95,7	96,3	102,2	104,2	...	99,4
May	99,0	101,0	...	95,5	96,7	102,3	104,4	...	98,7
Jun	99,5	101,6	...	95,7	97,4	102,2	104,4	...	98,3
Jul	99,8	101,3	...	96,6	97,6	102,2	103,8	...	98,9
Ago	99,6	101,3	...	97,1	97,4	102,2	104,0	...	99,6
Sep	99,6	101,4	...	97,1	97,5	102,2	104,1	...	99,6
Oct	99,6	102,3	...	...	97,6	102,1	104,9	...	...
Nov	...	102,9	...	...	97,8	...	105,2	...	...
Dic	...	...	...	...	98,1	...	...	...	...

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.	2002	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9	Informe trimestral de la economía española	Ene	9
El seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores	Jul-Ago	57	El nuevo marco de actuación de las Comunidades Autónomas en España	Ene	61
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2000	Jul-Ago	65	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 2000	Jul-Ago	85	Una primera reflexión sobre los efectos de los avances tecnológicos en los costes y los riesgos de las entidades bancarias españolas	Ene	79
Regulación financiera: segundo trimestre de 2001	Jul-Ago	97	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2001	Ene	93
Evolución reciente de la economía española	Sep	9	Evolución reciente de la economía española	Feb	9
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 2001	Sep	23	La evolución del empleo y del paro durante el año 2001 según la Encuesta de Población Activa	Feb	23
La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre del año 2001	Sep	35	Principales cambios metodológicos en el IPC base 2001	Feb	31
Desempleo y vacantes: una aproximación a los desajustes del mercado de trabajo	Sep	43	Los flujos de trabajadores en España: el impacto del empleo temporal	Feb	41
Las entidades de tasación: actividad en 2000	Sep	47	Evolución reciente de la economía española	Mar	9
Informe trimestral de la economía española	Oct	9	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2001 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23
Implicaciones de la conversión de precios a euros para la inflación	Oct	59	Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente	Mar	35
La contribución de las ramas de las tecnologías de la información y las comunicaciones al crecimiento de la economía española	Oct	67	Las cuotas de exportación de la UEM	Mar	47
La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes	Oct	77	Informe trimestral de la economía española	Abr	9
Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea	Oct	87	La inversión productiva en el último ciclo	Abr	57
Regulación financiera: tercer trimestre de 2001	Oct	101	Cambios metodológicos en la EPA en 2002	Abr	67
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	Nov	9	La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2001	Abr	79
Evolución reciente de la economía española	Nov	15	Regulación financiera: primer trimestre de 2002	Abr	135
Resultados de las empresas no financieras en 2000 y hasta el tercer trimestre de 2001	Nov	29	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados		
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2001 según la Encuesta de Población Activa	Nov	45	Evolución reciente de la economía española	May	9
Sesgos de calidad en la medición de los precios: evidencia empírica e implicaciones macroeconómicas para España	Nov	53	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2002	May	23
Diferenciales persistentes de inflación en Europa	Nov	69	Una estimación de la carga financiera de los hogares españoles	May	37
Los mercados de deuda pública del área del euro. Evolución reciente e implicaciones	Nov	75	Las implicaciones económicas del envejecimiento de la población. Una primera aproximación a los retos y respuestas de política económica	May	45
Evolución reciente de la economía española	Dic	9	Variabilidad del crecimiento económico y la importancia de la gestión de existencias en EEUU	May	55
Evolución reciente y perspectivas de la población en España	Dic	23	Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXIX Jornadas de Mercados Financieros	May	71
Un método alternativo de estimación de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo	Dic	31	Evolución reciente de la economía española	Jun	9
¿Existe un canal del crédito bancario en la transmisión de la política monetaria en España?	Dic	37	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2002	Jun	17
El endeudamiento de las familias en España	Dic	45		Jun	31

2002	Mes	Pág.	2002	Mes	Pág.
Evolución reciente de la estructura de negocio de las entidades bancarias españolas	Jun	43	¿Qué relevancia tienen los desequilibrios de balanza de pagos en los países industrializados? El caso de la UEM y de Estados Unidos	Dic	35
La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los costes y precios del área	Jun	55	Ajustes de precios y estructura de mercado en una unión monetaria	Dic	45
Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9	La evolución de la composición de las carteras de los fondos de inversión españoles	Dic	53
Patrones históricos en la evolución del tipo de interés real	Jul-Ago	57	La adhesión a la Unión Europea: convergencia real y nominal	Dic	61
Hacia la convergencia a través de la integración. Un análisis comparado entre Europa y América Latina	Jul-Ago	63	El seguimiento coyuntural de los servicios de mercado	Dic	73
La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana	Jul-Ago	73			
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	83	2003	Mes	Pág.
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	93	Informe trimestral de la economía española	Ene	9
Regulación financiera: segundo trimestre de 2002	Jul-Ago	109	Los efectos de las modificaciones de las condiciones financieras sobre el comportamiento de las empresas españolas	Ene	61
Evolución reciente de la economía española	Sep	9	El contenido informativo de los derivados crediticios	Ene	67
Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2002	Sep	23	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002	Ene	75
La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2002	Sep	35			
El endeudamiento de los hogares españoles: una comparación internacional	Sep	43			
El mercado de la vivienda en España	Sep	51			
Futuros sobre acciones: demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable	Sep	63			
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	Oct	9			
Informe trimestral de la economía española	Oct	13			
Estimación de los stocks de capital productivo y residencial para España y la UE	Oct	65			
Creación de valor en los procesos de fusión empresarial en la economía europea	Oct	73			
El desarrollo financiero en América Latina en perspectiva	Oct	83			
Las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)	Oct	91			
Las entidades de tasación: actividad en 2001	Oct	107			
Regulación financiera: tercer trimestre de 2002	Oct	119			
Evolución reciente de la economía española	Nov	9			
Resultados de las empresas no financieras en 2001 y hasta el tercer trimestre de 2002	Nov	23			
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2002	Nov	39			
El endeudamiento de los hogares españoles: evolución y factores explicativos	Nov	47			
La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos microeconómicos para el período 1985-2001	Nov	55			
Los sistemas bancarios en Asia y Europa: una comparación de su evolución	Nov	61			
Evolución reciente de la economía española	Dic	9			
Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE	Dic	23			

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 (ediciones en español e inglés) (semestral)

MEMORIA DEL SERVICIO DE RECLAMACIONES (anual)

MEMORIA DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA EN ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

72. MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

73. OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

74. MARIO IZQUIERDO Y M^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

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).

43. ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

0221 MARCO HOEBERICTHS: The Credibility of Central Bank Announcements.

0222 KLAUS DESMET: Asymmetric Shocks, Risk Sharing, and the Alter Mundell.

0223 JOSÉ MANUEL CAMPA AND IGNACIO HERNANDO: Value creation in European M&As.

0224 JUAN AYUSO HUERTAS, DANIEL PÉREZ CID AND JESÚS SAURINA SALAS: Are capital buffers pro-cyclical? Evidence from Spanish panel data.

0225 ANDREW BENITO: Does job insecurity affect household consumption?

0226 ANDREW BENITO: Financial pressure, monetary policy effects and inventory adjustment by UK and Spanish firms.

0227 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Extricate: Financial Pressure and Firm Behaviour in Spain.

0228 ANA DEL RÍO: El endeudamiento de los hogares españoles.

EDICIONES VARIAS (1)

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 €.

(1) Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (**), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres).

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN

BANCO DE ESPAÑA						
I. ESTUDIOS E INFORMES		II. DIFUSIÓN ESTADÍSTICA				
PERIÓDICOS		Boletín estadístico (mensual) (actualización diaria en Internet) Cuentas financieras de la economía española (series trimestrales, publicación anual) (edición bilingüe: español e inglés) (actualización trimestral en Internet) Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual) (hay una edición en CD Rom) Central de Balances Trimestral (se incluye en los boletines económicos de marzo, junio, septiembre y noviembre) Boletín de anotaciones en cuenta (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página web)				
Informe anual (ediciones en español e inglés) Balanza de Pagos de España (anual) (ediciones en español e inglés) Boletín económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral) Central de Anotaciones. Memoria (anual) Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual) Estabilidad financiera (semestral) (ediciones en español e inglés) Memoria de la Supervisión Bancaria en España (anual) (ediciones en español e inglés)		Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual) Estabilidad financiera (semestral) (ediciones en español e inglés) Memoria de la Supervisión Bancaria en España (anual) (ediciones en español e inglés)				
NO PERIÓDICOS		Estudios Económicos (Serie azul) Estudios de Historia Económica (Serie roja) Documentos de Trabajo Central de Balances: estudios de encargo Notas de estabilidad financiera Ediciones varias Manual de la Central de Anotaciones				
		Circulares a entidades de crédito Circulares del Banco de España (recopilación) (cuatrimestral) Registros de entidades (anual)				
BANCO CENTRAL EUROPEO						
Informe anual, Boletín mensual y Otras publicaciones.						
INFORMACIÓN, SUSCRIPCIÓN Y VENTA						
<p>Todas las publicaciones que el Banco de España edite a partir de este momento, a excepción del <i>Boletín de la Central de Anotaciones</i>, <i>Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos</i> y <i>Ediciones varias</i>, se harán simultáneamente en impresión y en formato electrónico, que estará disponible en la página web del Banco de España (www.bde.es), donde podrán ser descargadas GRATUITAMENTE, así como un elevado número de publicaciones anteriores. La relación de las publicaciones descargables puede ser consultada en el Catálogo, que está publicado en la página anteriormente mencionada.</p>						
PUBLICACIONES IMPRESAS						
<p>Todas las publicaciones, a excepción del <i>Boletín estadístico</i>, <i>Central de Balances: estudios de encargo</i>, <i>Circulares</i> (recopilación), <i>Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos</i> y <i>Ediciones varias</i>, se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la Sección de Publicaciones mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página. El Banco de España reserva un número limitado de ejemplares a este fin, agotados los cuales no se compromete a su reedición, pudiendo reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante.</p> <p>El Banco de España admite la incorporación a la lista de distribución de las siguientes publicaciones: <i>Boletín económico</i>, <i>Boletín Mensual del Banco Central Europeo</i>, <i>Documentos de Trabajo</i>, <i>Estabilidad financiera</i> y <i>Notas de estabilidad financiera</i>, reservándose el derecho de suspender el envío sin preaviso de ningún tipo, así como de reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante. Las personas interesadas en ser incluidas en estas listas deberán solicitarlo a la Sección de Publicaciones, mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página.</p>						
PUBLICACIONES	TARIFAS (1)					
	VENTA		SUSCRIPCIÓN			
	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)		
Boletín estadístico	12,50 €	18,03 €	125,01 €	186,31 €		
Circulares del Banco de España: recopilación completa	43,75 €	84,14 €	43,75 €	84,14 €		
Circulares del Banco de España (recopilación): actualización anual			18,75 €	36,06 €		
Central de Balances: estudios de encargo	Consultar al Servicio de Difusión de la Central de Balances (tels. 913 386 931, 913 386 929 y 913 386 930, fax 913 386 880; envíos postales a calle Alcalá, 50, 28014 Madrid).					
Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos	Consultar precios en el Catálogo					
Ediciones varias	Consultar precios en el Catálogo					
(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.						
<p>Los interesados en suscribirse (indicar la suscripción deseada) o en adquirir alguna de las publicaciones anteriores podrán hacerlo mediante: transferencia a la cuenta corriente 9000.0001.20.0250974114, abierta en el Banco de España en Madrid, a favor de Publicaciones del Banco de España; cheque nominativo a favor de Publicaciones del Banco de España; o en la ventanilla de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. En el caso de optar por el pago por transferencia, tendrán que remitir copia de la orden de dicha transferencia, por correo o bien por fax (913 386 488); si elige el pago mediante cheque, podrá hacerlo, bien por correo, o en ventanilla.</p>						
Información: Banco de España, Sección de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. Teléfono 913 386 364. e-mail: publicaciones@bde.es						
Información más detallada en: www.bde.es						