

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

julio-agosto 2003

boletín económico

julio-agosto 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	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IPC	Índice de Precios de Consumo
BCE	Banco Central Europeo	IPI	Índice de Producción Industrial
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
BE	Banco de España	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
BOE	Boletín Oficial del Estado	ISFAS	Institutos Sociales de las Fuerzas Armadas
BPI	Banco de Pagos Internacionales	ISFLSH	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CBA	Central de Balances. Datos anuales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CBE	Circular del Banco de España	LGP	Ley General Presupuestaria
CBT	Central de Balances. Datos trimestrales	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CCAA	Comunidades Autónomas	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CCLL	Corporaciones Locales	MCT	Ministerio de Ciencia y Tecnología
CCS	Consortio de Compensación de Seguros	ME	Ministerio de Economía
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CEM	Confederación Española de Mutualidades.	MH	Ministerio de Hacienda
CESCE	Compañía Española de Crédito a la Exportación	MTAS	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	MUFACE	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
CLEA	Comisión Liquidadora Entidades Aseguradoras	MUGEJU	Mutualidad General Judicial
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNE	Contabilidad Nacional de España	OFICEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OM	Orden Ministerial
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAA	Organismos Autónomos
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGT	Dirección General de Tráfico	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PER	Plan de Empleo Rural
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	PGE	Presupuestos Generales del Estado
EEUU	Estados Unidos de América	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad, S.A.	PNB	Producto Nacional Bruto
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	RD	Real Decreto
EONIA	Euro Overnight Index Average	REE	Red Eléctrica de España
EURIBOR	Tipo de Interés de Oferta de los Depósitos Interbancarios en Euros (Euro Interbank Offered Rate)	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
EUROSTAT	Oficina de Estadística de la Comunidad Europea	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
EPA	Encuesta de Población Activa	RTVE	Radio Televisión Española, S.A.
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	SCLV	Servicio Compensación y Liquidación de Valores
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SEC	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	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	TEDR	Tipo efectivo definición restringida
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UE	Unión Europea
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UEM	Unión Económica y Monetaria
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
IMRSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas
INE	Instituto Nacional de Estadística	VNA	Variación Neta de Activos
INEM	Instituto Nacional de Empleo	VNP	Variación Neta de Pasivos
INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias		

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

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

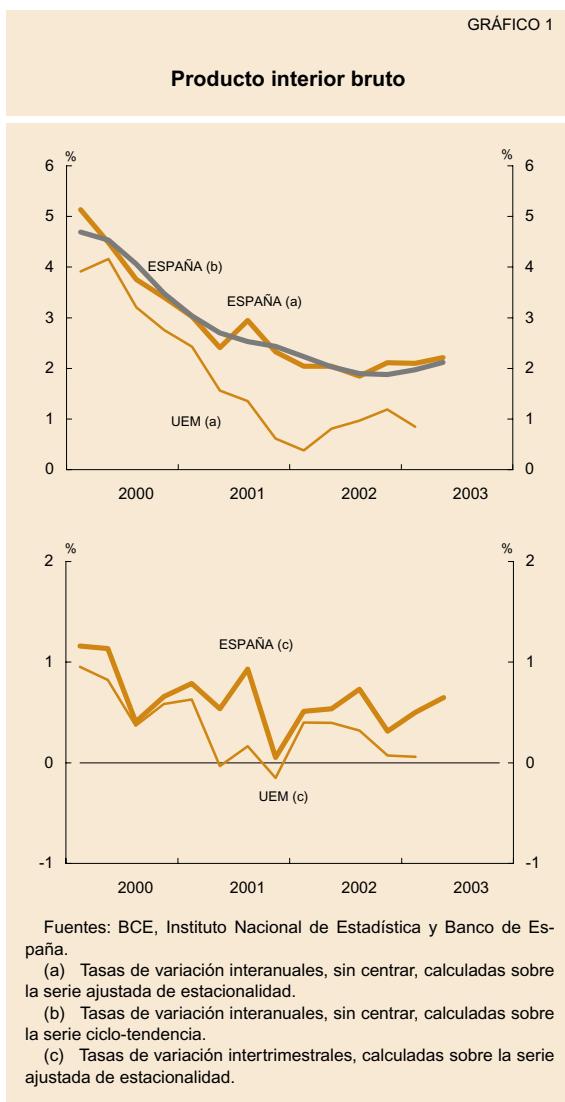
	<i>Páginas</i>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior del área del euro	16
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	20
4. La economía española	32
5. Evolución financiera	50
La evolución del mercado de trabajo español en el entorno europeo	63
Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España	71
Estado actual de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional	79
Inversión, progreso técnico y empleo	95
La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas	99
Regulación financiera: segundo trimestre de 2003	105
Información del Banco de España	121
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 30 de junio de 2003	123
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España	127
Registros Oficiales de Entidades. Variaciones producidas entre el 19 de junio y el 18 de julio de 2003	129
Registros Oficiales de Entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 19 de junio y el 18 de julio de 2003	130
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	63*

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

A lo largo de los últimos meses y una vez finalizada la guerra en Irak, se han ido despejando algunas de las incertidumbres que condicionaban el entorno económico internacional, aunque todavía persisten ciertas tensiones de carácter geopolítico. El impacto de las políticas macroeconómicas expansivas instrumentadas en diversas áreas está contribuyendo a que cobre cada vez más verosimilitud el escenario previsto de moderada recuperación de la economía mundial en la segunda mitad de 2003. El panorama, sin embargo, no está exento de riesgos, ya que existen dudas sobre si algunas de las economías más dinámicas se encuentran ya en situación de adentrarse con firmeza en una senda de crecimiento sostenido. En esta situación, la economía española ha reavivado ligeramente su ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre de 2003, a la vez que reducía sensiblemente su tasa de inflación. Se estima que la tasa de variación interanual del producto interior bruto (PIB) real en ese período ha sido del orden del 2,2%, y del 0,6% la tasa intertrimestral —calculadas sobre las series desestacionalizadas—, superiores, ambas, en una décima porcentual, a las avanzadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el primer trimestre. Si se cumplen las previsiones disponibles y el crecimiento en la zona euro en el segundo trimestre fuera similar al del trimestre anterior, persistiría la notable divergencia que viene registrándose entre los ritmos de crecimiento de España y la UEM, y habría proseguido, por tanto, el proceso de convergencia real (recuadro 1). En cuanto al diferencial de inflación respecto a los países del área, disminuyó hasta los 0,8 puntos porcentuales el pasado mes de junio (1,3 puntos tres meses antes), al haberse situado la tasa de aumento del IAPC en dicho mes en el 2,8%, casi un punto porcentual menos que en marzo.

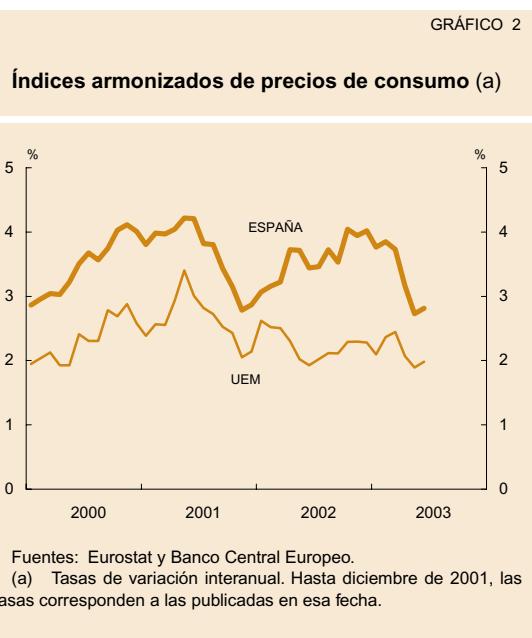
Las perspectivas de crecimiento de la economía de Estados Unidos han mejorado en los últimos meses. Se espera que el descenso acumulado de los tipos de interés, el aumento persistente del gasto público y el adelanto de las rebajas impositivas anunciadas previamente contribuyan a la expansión del gasto en el segundo semestre. Las posiciones financieras de las familias han mejorado ya sensiblemente —gracias, sobre todo, al descenso de los tipos de interés— y el consumo puede recibir un nuevo impulso por el impacto del recorte fiscal en la renta disponible, a pesar de que los indicadores de confianza siguen siendo negativos y la tasa de desempleo elevada. En el caso de las empresas, las expectativas son aún inciertas y la baja tasa de utilización de la capacidad productiva hace que no acabe de despegar el gasto de inversión. En cualquier caso, el crecimiento de la productividad es elevado y los costes sa-



lariales unitarios evolucionan de forma muy contenida, lo que, unido a las favorables condiciones financieras, hace que se confíe en una sensible recuperación de los beneficios empresariales.

La economía norteamericana podría crecer en los próximos meses, por tanto, a un ritmo apreciable, como consecuencia, básicamente, de las políticas fuertemente expansivas que se han ido instrumentando, sin que se haya progresado suficientemente en la corrección de sus desequilibrios, lo que podría condicionar y restar intensidad a la recuperación.

En otras áreas externas a la zona euro las perspectivas siguen siendo inciertas aunque mejores, en general, a las que había hace unos meses. El reciente rebrote experimentado por los precios del petróleo no parece que vaya a mantenerse, ya que responde, sobre todo, a las dificultades de abastecimiento del crudo iraquí, a las interrupciones de los suministros de algu-



nas áreas importantes y al bajo nivel alcanzado por las existencias. En esta situación, se están retrasando los efectos beneficiosos que se esperaban de un descenso en los precios del crudo más acusado.

En Japón, los datos recientes son más positivos, ya que ha sido la demanda interna la que ha mostrado una cierta recuperación y el empleo ha abandonado las tendencias negativas. En los próximos meses, una vez que se confirme que se han superado los efectos de la neumonía atípica en los mercados de la zona, la demanda exterior podría volver a contribuir positivamente al crecimiento. La situación en América Latina y en los países europeos candidatos no difiere sustancialmente de la que se comentaba en el último Informe. La mejora que se apreciaba en los principales mercados financieros latinoamericanos, sin que haya revertido, sí parece que ha tendido a frenarse recientemente. Los países que habían registrado aumentos en sus tasas de inflación han mejorado sus resultados, gracias a la mayor firmeza de los tipos de cambio, lo que ha permitido alguna relajación en las políticas monetarias. El ritmo de crecimiento de los países candidatos, en fin, se ha frenado ligeramente, aunque con resultados muy diversos entre ellos.

La economía de la zona euro ha mantenido en los últimos meses un ritmo de crecimiento débil, tras la situación de práctico estancamiento que reflejaban los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre. Solo algunos indicadores de consumo evidencian un cierto impulso, que responde más a las favorables condiciones de financiación del área y al impacto estabilizador de la política fiscal que al compor-

RECUADRO 1

Algunas consideraciones sobre el cálculo del PIB per capita

El PIB *per capita* es una variable que trata de sintetizar el nivel de bienestar alcanzado por una economía, por lo que su comparación con los PIB *per capita* de otros países o áreas de referencia constituye el indicador de convergencia por excelencia. Ahora bien, al margen de las dificultades que entraña su correcta medición, el PIB *per capita* resulta poco informativo a la hora de examinar los factores que subyacen en los procesos de convergencia, por lo que es habitual enriquecer su análisis con su descomposición en las tres variables que lo integran: tasa de ocupación, productividad del trabajo y porcentaje de la población en edad de trabajar (véase el artículo del *Boletín económico* de julio/agosto de 2001 sobre el seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores). Esta descomposición permite relacionar el crecimiento del PIB *per capita* con el funcionamiento del mercado de trabajo, la eficiencia productiva y las variables demográficas.

Para que las comparaciones entre las distintas áreas económicas resulten homogéneas, se ha generalizado el uso de las paridades de poder de compra (PPC), que corregirán el nivel del PIB por la estructura de precios relativos. Además, cabe plantearse si la valoración debe realizarse a precios corrientes o constantes, y, en este último caso, qué año base se debe utilizar. Medir el PIB de una forma u otra arroja resultados que pueden variar de forma significativa, sin que se pueda determinar si un criterio es mejor que otro, ya que depende, en cada caso, del aspecto que se quiera resaltar. Así, en las comparaciones internacionales, es frecuente que el PIB *per capita* se valore a precios corrientes y en PPC. Esta es la manera en que lo publica Eurostat, lo que permite obtener la posición relativa de España con respecto a la UE, para cada año, con los precios relativos de ese año. Sin embargo, esta forma de valoración plantea inconvenientes cuando se quiere descomponer el PIB *per capita* en las tres variables citadas anteriormente o cuando quieren hacerse comparaciones temporales, ya que estas quedan distorsionadas por la evolución de los precios relativos.

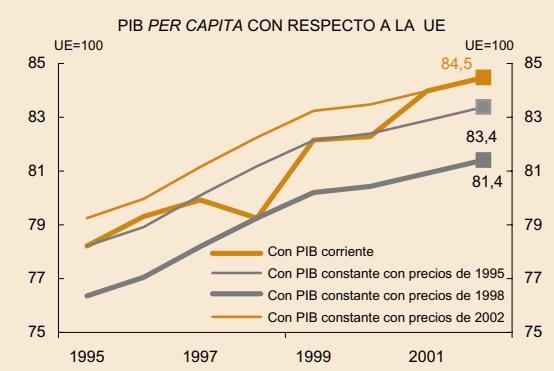
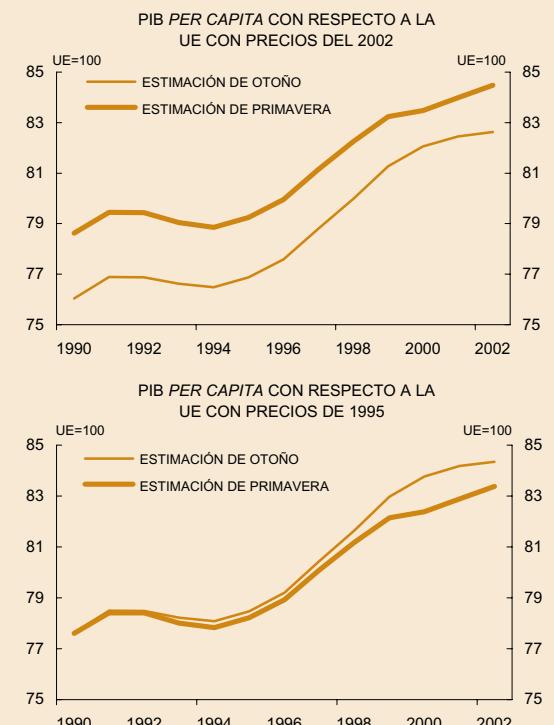
La utilización de precios constantes de un determinado año, valorados también en términos de PPC, para medir el PIB *per capita* supone empeorar la comparabilidad de las estimaciones en términos contemporáneos, a cambio de obtener una mejor comparabilidad temporal. En este caso, hay que decidir el año base que se toma como referencia. Una primera opción es utilizar como base el último año que se presenta en las estimaciones, lo que tiene la ventaja de facilitar la comparación contemporánea y de permitir utilizar los precios relativos más actuales. Pero esta opción tiene algunos inconvenientes. En primer lugar, implica cambiar el año base cada vez que se incorpora un nuevo dato, lo que requiere modificar en cada actualización el nivel de todas las series expresadas en precios constantes; en segundo lugar, supone utilizar como valores de referencia series sometidas a un alto grado de provisionalidad (el deflactor y la PPC del último año).

Otra opción es utilizar como año base el de las Cuentas Nacionales —que, en el caso de España, es 1995—. Esta opción tiene la ventaja de que las variables reales se refieren en el año para el que la estimación de la estructura de precios relativos en cada país se ha obtenido con mayor precisión.

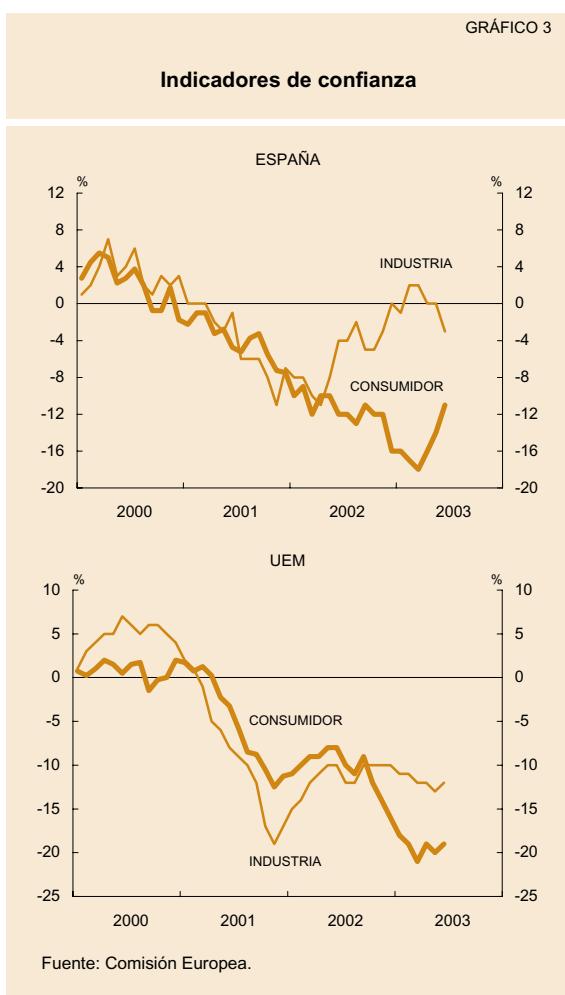
Los dos gráficos adjuntos ilustran las consecuencias de cada una de las opciones mencionadas. En el gráfico superior, se representa el PIB *per capita* de España con respecto a la UE, calculado, en un caso, a precios corrientes de cada año (y en PPC), y en otro, expresado en precios constantes, con base en distintos años. Como se puede observar, la relación del PIB *per capita* entre España y la UE depende del año elegido como base para los precios, dado que en cada uno de estos años la estructura de precios relativos de la economía de referencia —en este caso, la UE— se ha ido modificando.

Por su parte, las figuras inferiores muestran la cuantía de las revisiones en la estimación del PIB *per capita* según se utilice como base el último año disponible (2002), o un año base alternativo (1995). Obsérvese que, si se expresan las series en los precios del último año, se produce una revisión mayor, que, además, afecta a toda la serie, debido al mayor grado de provisionalidad del dato que se toma como referencia.

Para solventar toda esta casuística, el Banco de España, además de publicar la serie del PIB *per capita* a precios corrientes, que permite analizar la posición en cada año con los precios de ese año y, en particular, el último año ofrecido con la estructura de precios relativos más actualizada, ha decidido incorporar en los indicadores de convergencia el PIB *per capita* de España y la UE-15 con precios constantes de 1995, con la descomposición correspondiente entre las variables que lo determinan, lo que permite realizar comparaciones temporales de forma homogénea.

Comparación del PIB *per capita* estimado con distintos supuestos sobre los precios utilizados**Revisões del PIB *per capita***

Fuentes: Ameco y Banco de España.



tamiento del empleo, que sigue mostrando escaso dinamismo. La tasa de inflación se ha moderado como consecuencia de la evolución del componente energético, ya que el incremento del IPSEBENE se ha estabilizado, prácticamente, en los meses recientes. Las expectativas son favorables para que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2% en los próximos meses, apoyadas en la previsible moderación de otros componentes más estables del IAPC, como consecuencia de la traslación de la apreciación del euro, así como de la previsible normalización del mercado de productos petrolíferos. Además, las ganancias de productividad, derivadas, básicamente, del deterioro del empleo, están conteniendo el aumento de los costes laborales unitarios.

El descenso acordado en el Consejo del BCE del pasado 5 de junio en los tipos oficiales, de 50 puntos básicos, hasta situar el tipo central en el 2%, se transmitió a los tipos de interés en los mercados monetarios. Esta tendencia, junto con la interrupción del proceso de apreciación del euro, el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo, el incremento en las cotizaciones bursátiles y la reducción de los di-

ferenciales de los tipos de interés de los bonos corporativos, ha creado unas condiciones monetarias y financieras favorables para el aumento de la inversión en los próximos meses, una vez que se haya completado el proceso de saneamiento de los balances actualmente en curso en algunos sectores.

Esta fase de debilidad cíclica ha propiciado un incremento notable de los déficit públicos de los países más afectados por la pérdida de dinamismo de la actividad. En aquellos en los que la posición presupuestaria estaba más alejada del equilibrio, la desaceleración económica ha situado los déficit por encima del 3% establecido en el Tratado de la Unión Europea. El intento de algunos de estos gobiernos de favorecer la recuperación mediante la adopción de políticas discretionales expansivas podría prolongar los procedimientos de déficit excesivos abiertos en estos momentos. En esta difícil coyuntura, es necesario que se preserve el consenso entre los distintos países y autoridades europeas sobre la vigencia de las normas acordadas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y sobre la forma más adecuada de aplicarlas en la situación actual. En todo caso, el avance en las reformas de carácter estructural, en la línea de las medidas emprendidas recientemente en Francia y, sobre todo, en Alemania, parece una vía particularmente necesaria, a medio plazo, para superar los problemas que aquejan a la zona y recuperar su capacidad de crecimiento.

Todos los componentes de la demanda interior han contribuido al crecimiento de la economía española durante el segundo trimestre de 2003. Si se excluyen los movimientos en la variación de existencias, la tasa de crecimiento interanual estimada para este agregado en dicho período ha sido del 2,9% (por encima del 3%, si se incluye la variación de stock), dos décimas superior a la del trimestre precedente. Además del dinamismo que sigue mostrando el gasto de los hogares, el de las Administraciones Públicas y el de inversión en construcción no residencial, en los datos más recientes destaca —junto al crecimiento del empleo y la desaceleración de la tasa de inflación— la recuperación de la inversión en equipo y el tono sostenido de las exportaciones de bienes, aunque, en este último caso, el crecimiento paralelo de la importación ha hecho que la contribución de la demanda exterior neta al aumento del producto real haya sido considerablemente negativa, en una cuantía similar a la del primer trimestre del año.

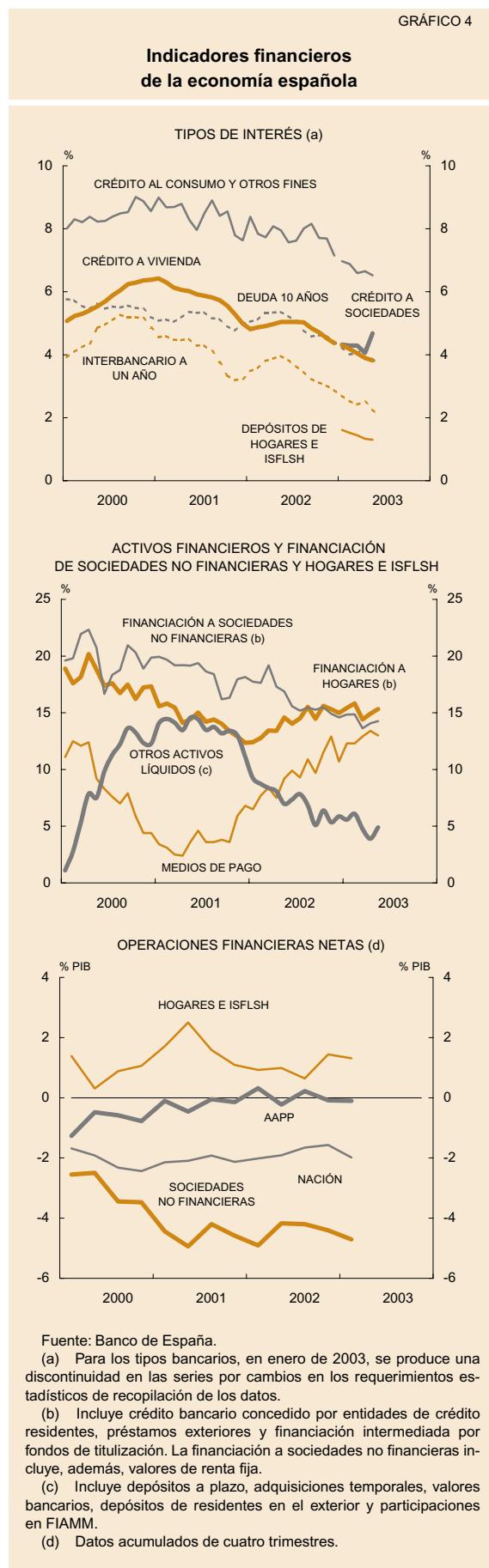
El crecimiento de las rentas familiares, las holgadas condiciones monetarias y financieras en las que se desenvuelve la economía espa-

ñola y, más recientemente, el aumento de la riqueza neta —al unirse la recuperación de los mercados bursátiles al crecimiento del precio de las viviendas— son los factores que han contribuido de manera más destacada al aumento del gasto de los hogares. Se espera que el incremento del consumo haya superado al que se había registrado en el primer trimestre; por su parte, la mayoría de los indicadores adelantados del sector de la construcción residencial han venido mostrando un renovado dinamismo, lo que debe ser indicativo, lógicamente, del crecimiento de la demanda.

Una serie de factores han contribuido al crecimiento de la renta disponible en la primera mitad del año: rebajas en los tipos del impuesto sobre la renta y aplicación de las cláusulas de revisión salarial por desviaciones en la tasa de inflación, entre otros; pero sigue siendo el dinamismo del empleo el que proporciona una base más sólida y permanente al sostenimiento de esta variable, tal como reflejan los datos de la Encuesta de Población Activa que acaban de publicarse.

En cuanto a la financiación recibida por los hogares, ha continuado creciendo durante el primer semestre a tasas interanuales próximas al 15%, ligeramente superiores a las del pasado mes de diciembre. Aunque el crédito destinado a la vivienda es el que ha venido manteniendo tasas de aumento más elevadas (15,6% en mayo), los últimos datos muestran una ligera desaceleración, mientras que la financiación destinada al consumo y a otros fines se ha acelerado, hasta el 14,6%, en dicho mes. Los datos provisionales referidos a junio confirman estas tendencias. Las *ratios* de endeudamiento de las familias con respecto a su renta disponible han seguido incrementándose, si bien su posición patrimonial se ha visto fortalecida por el aumento de su riqueza neta ya comentado. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que una situación como la actual, en la que los niveles de ahorro son reducidos y las *ratios* de endeudamiento aumentan apreciablemente, implica un aumento de la vulnerabilidad ante cambios bruscos que pudieran producirse en alguna de las variables que determinan la capacidad de las familias para hacer frente a sus deudas, como son el empleo, los costes de financiación o el valor de sus activos reales o financieros.

La situación de las empresas también está siendo favorable para la recuperación de la inversión, que se había circunscrito, hasta ahora, a las actividades relacionadas con el sector de la construcción, privada y en infraestructuras, o con la inversión pública. Los últimos indicadores han acentuado los síntomas de recuperación que se venían observando en la inversión en



equipo desde el comienzo del año, de forma que su tasa de crecimiento interanual se ha situado ya en registros claramente positivos en el segundo trimestre, del orden del 2,5%. La financiación recibida por las sociedades ha mantenido ritmos de aumento elevados (del 14,3%, en mayo) y se aprecia un mayor dinamismo en la dirigida a actividades ajenas al sector de la construcción e instrumentada a través de entidades de crédito residentes. En todo caso, las *ratios* de endeudamiento del sector han continuado aumentando, si bien su evolución difiere según el tipo de empresas, ya que mientras que las de mayor tamaño están saneando sus balances reduciendo sus niveles de endeudamiento relativos, las pequeñas y medianas los siguen aumentando. En cualquier caso, según los datos aportados por las empresas colaboradoras con la Central de Balances, los resultados económicos y las *ratios* de rentabilidad y de carga financiera hasta el primer trimestre se sitúan en niveles confortables, lo que crea unas condiciones favorables para la expansión gradual de la inversión productiva en el futuro próximo.

Como ya se ha destacado, otro rasgo significativo de los datos disponibles para el segundo trimestre de 2003 es el buen tono que conservan las exportaciones de bienes, con aumentos reales superiores a los de los mercados de destino. Destaca el comportamiento positivo de las ventas en varios países comunitarios, ya que en las áreas extracomunitarias las pérdidas de competitividad derivadas de la evolución del tipo de cambio del euro se están dejando sentir y los resultados han sido más negativos. Aunque los indicadores del sector turístico también muestran cierta reanimación, el incremento real estimado para las exportaciones de bienes y servicios en este período no difiere significativamente del avanzado para el primer trimestre del año.

El crecimiento conjunto de la demanda interna y la exportación —la demanda final de la economía— se ha trasladado, en parte, a las importaciones, que resultaron también estimuladas por la pérdida de competitividad del mercado nacional frente algunas áreas exteriores, como consecuencia de la apreciación de la moneda. De hecho, la *ratio* importaciones–demanda final, que se había estabilizado en los últimos años —en parte, como consecuencia de la estructura del crecimiento de la demanda—, está volviendo a recuperarse.

Ya se ha comentado el papel relevante de la actividad de las Administraciones Públicas en el crecimiento de la economía en la primera mitad del año. Además de su contribución al aumento de la renta disponible de las familias, el consu-

mo y la inversión pública se han incrementado a un ritmo notable. El que en esta situación el saldo de las cuentas del Estado haya presentado unos resultados más favorables de los que se registraron en las mismas fechas del año pasado se debe, lógicamente, al buen rendimiento de las principales figuras impositivas, entre ellas la imposición sobre la renta de las personas físicas y la recaudación por IVA.

El crecimiento de la economía española se ha distribuido con bastante homogeneidad entre las distintas ramas productivas —con la excepción negativa de la agricultura— aunque, lógicamente, han sido la construcción y las ramas de servicios que no se dirigen al mercado las que han mostrado un mayor dinamismo, a la vez que se ralentizaba la recuperación de la actividad industrial. Los datos de empleo responden a este patrón y, aunque algunos de los indicadores del mes de junio han mostrado cierta contención en el proceso de aumento de esta variable, los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) que se acaban de publicar han confirmado el dinamismo en la creación de puestos de trabajo.

Según la EPA, el empleo aumentó un 2,6% en el segundo trimestre de 2003, prosiguiendo la senda de recuperación marcada en el período precedente. La población activa ha conservado también un notable dinamismo y la tasa de paro ha vuelto a desacelerarse. Por ramas, destaca el crecimiento que ha experimentado la ocupación en la construcción y en los servicios, mientras que ha tendido a disminuir, hasta variaciones interanuales negativas (como en la agricultura), la ocupación en la industria.

La información sobre la evolución de los costes laborales referida al primer trimestre del año refleja el impacto de las cláusulas de revisión sobre los costes salariales, así como el notable aumento que seguían experimentando aquellos costes de naturaleza no salarial. Las pautas de la negociación colectiva no han variado de forma significativa durante el segundo trimestre, por lo que, dado el bajo crecimiento de la productividad aparente, la presión de los costes salariales unitarios habrá seguido siendo elevada. Esta presión se ha transmitido con irregularidad entre las distintas ramas, y mientras que en la construcción el aumento de los márgenes empresariales ha seguido siendo muy elevado, en la industria, y sobre todo en su actividad exportadora, la evolución ha sido negativa. Téngase en cuenta que los precios de exportación llevan varios meses registrando tasas de variación prácticamente nulas, con el fin de aminorar las pérdidas de competitividad en los mercados extracomunitarios y mantener la posición frente a los países de la zona euro.

El descenso experimentado por la tasa de inflación a lo largo del segundo trimestre ha sido, como ya se ha dicho, notable. En términos del IPC, el ritmo de crecimiento interanual ha disminuido en un punto porcentual entre abril y junio, habiendo quedado situado en el 2,7% en este último mes. Aunque la desaceleración de los precios energéticos ha sido el factor más relevante para explicar este comportamiento, otros componentes más estables del índice han disminuido también sus tasas de variación, sobre todo los alimentos elaborados y, en menor medida, los servicios. El recorte en el diferencial de inflación respecto a los países de la zona euro, calculado a través de los índices armonizados respectivos, se explica, sobre todo, por el comportamiento de los precios de los alimentos, que han cerrado, prácti-

camente, el notable diferencial que existía desde hace más de un año, mientras que ha tendido a ampliarse el diferencial de los bienes industriales no energéticos.

La economía española debe seguir avanzando en la moderación de su tasa de inflación, de forma que, a medida que se vaya recuperando la actividad internacional, los flujos netos del comercio exterior no resten potencial al crecimiento, sino que supongan un estímulo que se transmita a la actividad de las empresas y a sus decisiones de inversión. En este sentido, el comportamiento reciente de los costes laborales —salariales y no salariales— y la persistencia de tasas de aumento de la productividad muy modestas podrían constituir una rémora para la consolidación de este proceso.

2. El entorno exterior del área del euro

Durante el segundo trimestre de 2003, las principales economías del entorno exterior del área del euro mantuvieron un ritmo lento de recuperación, similar al experimentado en el primer trimestre. Sin embargo, la mejora gradual de las condiciones subyacentes, combinada con el impulso previsto de las políticas de demanda, fue generando un moderado optimismo de cara al segundo semestre del año.

La evolución de los mercados financieros internacionales fue reflejo en gran medida de este optimismo. Durante el segundo trimestre de 2003, los mercados de renta variable registraron un comportamiento positivo y mejoraron también las condiciones de financiación de las empresas, gracias a la reducción en los diferenciales de los bonos corporativos. En este contexto, resultó destacable la depreciación del dólar, que, frente al euro, llegó a valores mínimos desde el nacimiento de la moneda europea, aunque esta tendencia revirtió parcialmente en junio y julio. Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública de los países industrializados tendieron inicialmente a reducirse —a pesar del deterioro de las finanzas públicas—, evolución apoyada, entre otros factores, por las expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales. La materializaron de estas expectativas, al ser más moderada de lo previsto, provocó, a partir de mediados de junio, un rápido y significativo aumento de los tipos de interés a largo plazo, especialmente en Japón.

En Estados Unidos, el PIB creció finalmente un 1,4% (trimestral anualizado) durante el primer trimestre de 2003. El consumo creció un 2%, mientras que la inversión empresarial volvió a tasas negativas. Los indicadores económicos publicados mostraron señales ambiguas, que apuntaron a que el crecimiento durante el segundo trimestre permaneció en tasas moderadas. Los datos positivos de ventas al por menor en mayo y junio confirmaron la recuperación gradual del consumo privado, pese a que la confianza del consumidor cayó tras la notable mejoría observada con la finalización del conflicto en Irak. Por su parte, las empresas no dieron muestras de aprovechar su mejor situación financiera para aumentar la inversión y el empleo, pese a la fortaleza de los resultados empresariales durante el primer trimestre del año. La caída en el indicador de pedidos de bienes duraderos de mayo y los modestos avances mensuales de la producción industrial en mayo y junio reflejaron la atonía de la inversión. En cuanto a los indicadores de confianza empresarial, la evolución por sectores fue claramente divergente: en las manufacturas el aumento fue muy gradual, mientras que en los servicios hubo una fuerte expansión. Como en el trimestre anterior, la

recuperación económica tuvo lugar en un entorno de debilidad en el mercado de trabajo: el empleo cayó en 100.000 personas entre mayo y junio, lo que situó la tasa de paro en el 6,4%, la mayor en nueve años. En cuanto a la inflación, en junio aumentaron ligeramente las tasas mensuales de los índices generales de los precios de consumo, de producción y de importación, en consonancia con el alza de los precios del crudo. La tasa de variación interanual del IPC se situó en el 2,1%, pero la tasa subyacente disminuyó hasta el 1,5%, la menor desde los años sesenta. La Reserva Federal, en su reunión del 25 de junio, redujo los tipos de interés oficiales hasta el 1%. En su valoración de riesgos, la Reserva Federal siguió asignando un peso preponderante a los asociados a una reducción excesiva de la tasa de inflación; ratificó el compromiso de mantener los tipos de interés oficiales bajos, con la finalidad de alejar cualesquiera riesgos de deflación; y destacó, en todo caso, las positivas perspectivas de cara a una reactivación más decidida de la actividad en la segunda mitad del año, sustentadas en la evolución favorable de la productividad, la corrección parcial de los desequilibrios financieros de hogares y empresas y el impulso a la actividad por parte de las políticas monetarias y fiscales.

En Japón, la actividad económica permaneció prácticamente estancada durante el primer trimestre del año. Según la contabilidad nacional, el PIB creció un 0,1% en tasa trimestral no anualizada, impulsado por un leve repunte del consumo, pese a la caída de la inversión. El sector exterior lastró el crecimiento japonés, al contrario de lo ocurrido en el último trimestre de 2002, debido en parte al efecto negativo de la neumonía atípica en los países del sudeste asiático. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre recogieron señales moderadamente positivas, especialmente por el lado de la oferta, como el aumento de la producción industrial en mayo. Asimismo, la encuesta Tankan de sentimiento empresarial registró avances, mientras que los datos del mercado de trabajo mostraron una estabilización en el ritmo de destrucción de empleo, situación algo más favorable que la de trimestres anteriores. Una vez superados, aparentemente, los efectos de la neumonía atípica en la región, la demanda externa entró en un terreno más positivo. Las tendencias deflacionistas siguieron, no obstante, claramente presentes en la economía japonesa: la caída en tasa interanual del deflactor del PIB supuso un récord histórico (3,3%) y los precios de consumo cayeron un 0,2% interanual en mayo (índice general) y un 0,4% la tasa subyacente. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo su estrategia de expansión cuantitativa de la base monetaria.

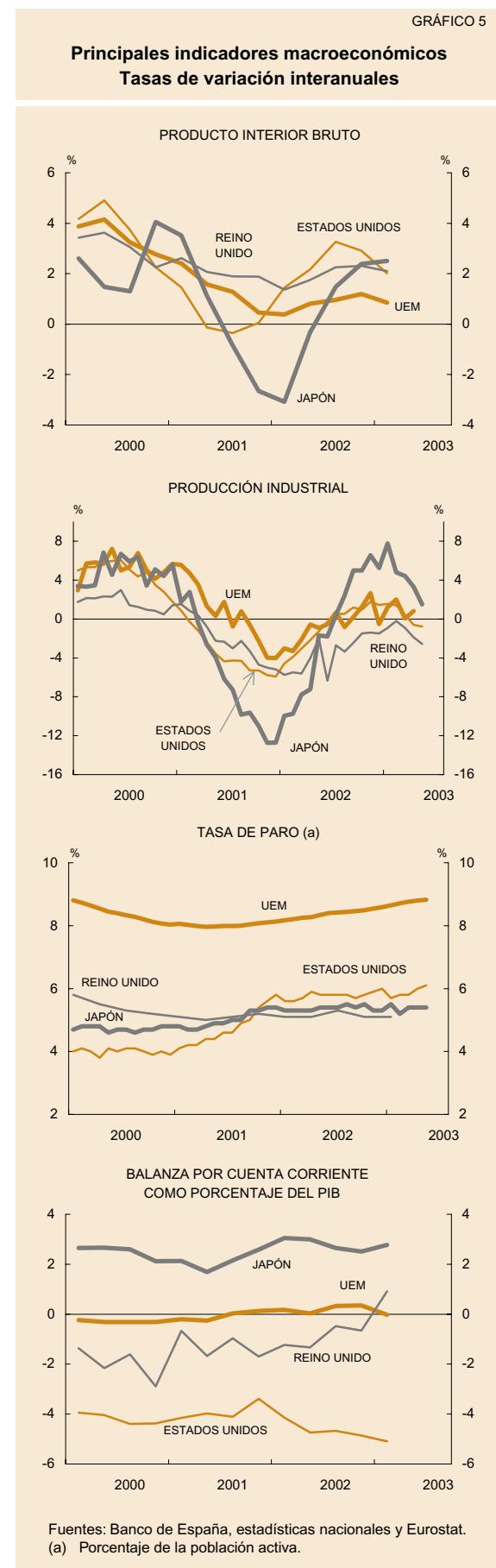
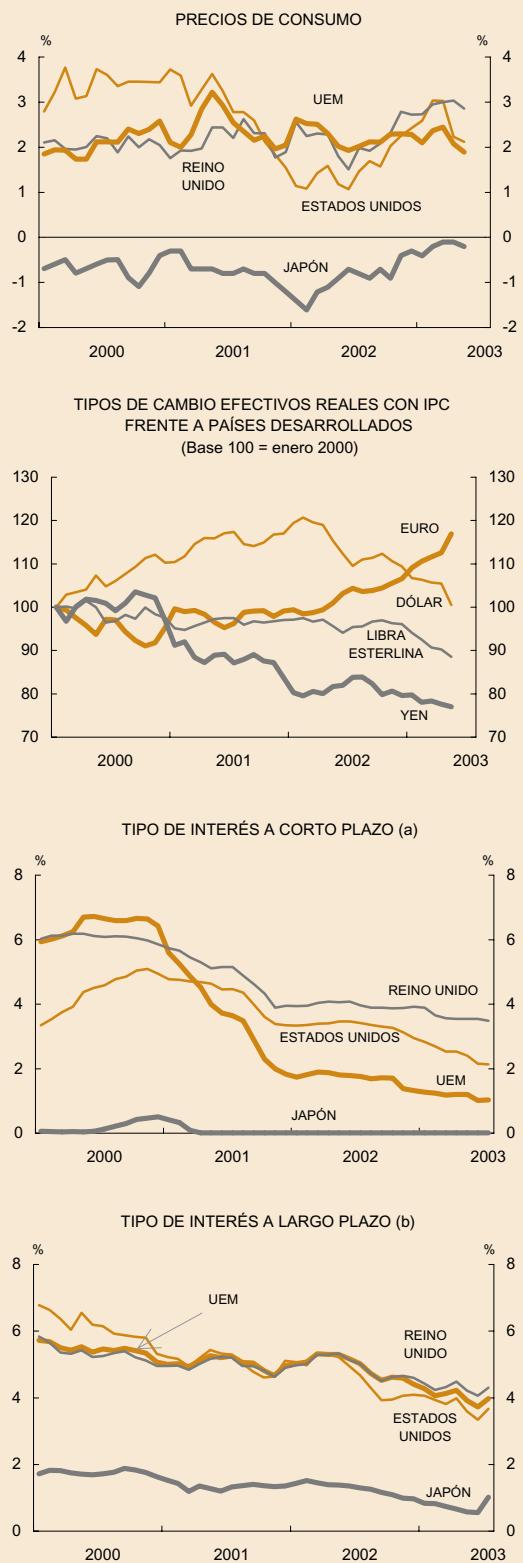


GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés

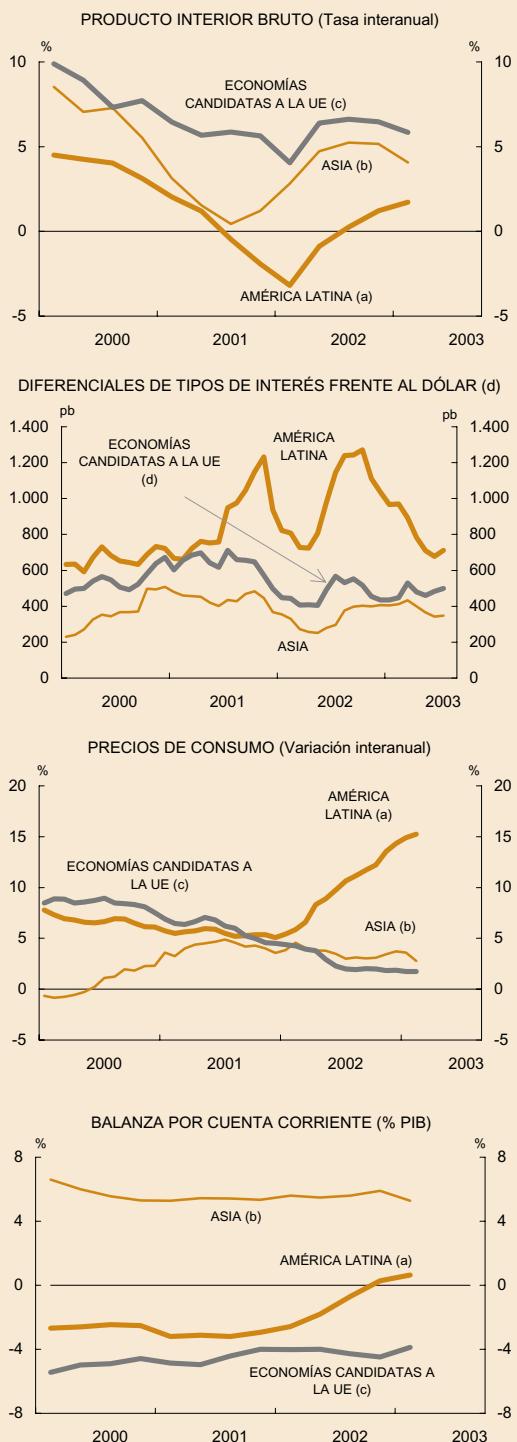


Fuente: Banco de España.

- (a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- (b) Rendimientos de la deuda pública a diez años.

GRÁFICO 7

Economías emergentes: principales indicadores macroeconómicos



Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- (a) Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú.
- (b) Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

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

(d) Diferenciales del EMBI de JP Morgan. El de las economías candidatas es una estimación propia a partir de datos de Bulgaria, Hungría, Croacia, Turquía y Polonia.

En el Reino Unido, el crecimiento interanual del PIB del primer trimestre disminuyó en 2 décimas, hasta situarse en el 2,1%, debido a la desaceleración del consumo privado y la caída de la inversión. Durante el segundo trimestre, según los datos de avance de la Contabilidad Nacional, esta tasa se redujo nuevamente, si bien se apreció una aceleración en el ritmo de crecimiento trimestral. Los indicadores parciales para este período confirmaron cierta debilidad en el consumo y en la actividad industrial, mientras que la actividad en la construcción y los servicios dio signos de mayor fortaleza. El mercado de trabajo siguió registrando un comportamiento positivo, con una reducción de la tasa de paro en mayo, hasta el 5%. El índice de precios al por menor, excluyendo intereses de hipotecas (RPIX), cayó en mayo y junio una décima cada mes, hasta el 2,8% interanual, y también disminuyó el índice armonizado de precios de consumo, hasta el 1,1%. Los precios de la vivienda, por su parte, moderaron su crecimiento hasta tasas interanuales cercanas al 20%, que siguen siendo muy elevadas. Ante los signos de debilidad del crecimiento y las perspectivas de contención de las presiones inflacionistas, el Banco de Inglaterra decidió rebajar en julio el tipo de interés oficial en un cuarto de punto, hasta el 3,5%.

En los países candidatos a la Unión Europea, el crecimiento del PIB en el primer trimestre del año presentó tendencias divergentes entre países. Mientras los países bálticos crecieron a tasas interanuales de entre el 5% y el 9%, los de Europa central se situaron, en general, por debajo del 3%. Destacó especialmente el bajo crecimiento de Hungría, un 2,7%, el menor en seis años. Las tasas de inflación de estos países se mantuvieron, en general, en niveles moderados, lo que permitió reducir los tipos de interés oficiales. Las excepciones a esta línea de moderación fueron Eslovaquia, cuya inflación fue superior al 8%, y Hungría, debido en este caso a la depreciación de su moneda, tras la devaluación en junio de la paridad central de la banda de fluctuación del forint en un 2,2%. En los países de Europa central, las perspectivas respecto al cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal para 2003 se vieron empañadas por la magnitud de los déficit públicos acumulados durante el primer semestre del año. En el ámbito político, cuatro países —Lituania, Eslova-

quia, Polonia y la República Checa— aprobaron en referéndum su adhesión a la UE.

En América Latina, los mercados financieros continuaron con la evolución positiva que ya habían iniciado durante el primer trimestre del año. Los diferenciales de la deuda soberana disminuyeron de manera generalizada y varias monedas locales se apreciaron respecto al dólar. Varios países, como Brasil, México y Colombia, aprovecharon esta coyuntura para retornar a los mercados internacionales con nuevas emisiones de deuda. A partir de junio, sin embargo, estas tendencias revirtieron parcialmente y, en algunos países, se registró cierto repunte de los diferenciales. En cuanto a la actividad, se apreciaron tendencias divergentes: Brasil y México acusaron una ralentización clara del crecimiento, mientras que otras economías se beneficiaron de una evolución más positiva. La moderación de las presiones inflacionistas, generalizada en toda la región, ha permitido dar un tono menos restrictivo a las políticas monetarias.

Por países, en Argentina la recuperación económica siguió su curso, con un crecimiento del 5,4% interanual durante el primer trimestre del año. Los precios se mantuvieron estables y las variables financieras evolucionaron positivamente, aunque las incertidumbres sobre el rumbo de la política económica y sobre la resolución de algunos de los graves problemas pendientes siguieron pesando sobre la situación del país. En Brasil, se apreció una ralentización de la actividad en un contexto marcado por el tono restrictivo de las políticas monetarias y fiscales. Prosiguió el ajuste externo y fiscal, que ha situado el superávit primario en el 4,5% del PIB. La atonía de la actividad y la moderación de las expectativas de inflación permitieron, a partir del mes de junio, una rebaja de 50 puntos básicos en el tipo de interés de intervención (SELIC), reforzada con un recorte adicional de 150 puntos básicos en julio, lo que situó el tipo en el 24,5%. En México, se superaron los problemas de inflación y depreciación del peso, pero se registró una nueva caída de la actividad. La economía venezolana se mantuvo en recesión, si bien el elevado precio del petróleo contribuyó a la reducción del desequilibrio de las cuentas públicas. Uruguay completó con éxito el canje de su deuda pública.

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

La economía de la zona del euro mantuvo en el segundo trimestre de 2003 un ritmo de crecimiento débil, como consecuencia, según los indicadores disponibles, tanto de la atonía del gasto interno como del escaso empuje de las ventas al exterior. La inflación se moderó en dicho período, debido, en gran medida, a la evolución del componente energético, dado el abaratamiento registrado en el barril de crudo por la normalización de su mercado y por la apreciación del euro. Asimismo, la evolución de los mercados financieros fue más favorable que en los trimestres precedentes, lo que puede estar indicando un mayor optimismo por parte de los agentes económicos sobre las perspectivas de crecimiento. Además de este factor, la previsible recuperación de la demanda exterior, el bajo nivel de los tipos de interés y la moderación de la inflación sustentan el escenario de recuperación gradual de la actividad a lo largo de la segunda mitad del año. Subsisten, no obstante, algunos riesgos a la baja asociados a la posible continuación del saneamiento de balances empresariales y sus efectos contractivos sobre la inversión y el empleo, y a la incertidumbre que ocasiona sobre la actividad económica global y sobre la evolución de los mercados financieros y cambiarios internacionales la acumulación de desequilibrios macroeconómicos en Estados Unidos.

En este contexto de inflación controlada y crecimiento vacilante, el BCE redujo los tipos de interés en 50 puntos básicos a comienzos de junio, de tal forma que el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situó en el 2%, el nivel más bajo alcanzado por los tipos oficiales desde la introducción de la moneda única. En cuanto a las políticas fiscales, el impacto del juego de los estabilizadores automáticos ha agravado el deterioro que ya venían sufriendo las posiciones presupuestarias de algunos países miembros, lo que redonda en la necesidad de reforzar la vigencia de las normas acordadas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de mantener el consenso sobre la forma más adecuada de aplicarlas en la situación actual.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, la economía de la UEM creció un 0,1% en el primer trimestre de 2003, la misma tasa que en el trimestre anterior, situando la variación interanual del PIB en el 0,8%, cuatro décimas por debajo de la del trimestre precedente (véase cuadro 1). La demanda interna (sin existencias) redujo su contribución al crecimiento intertrimestral del PIB, desde 0,3 pp en el cuarto trimestre de 2002

hasta 0,1 pp en el primer trimestre de 2003, como consecuencia del notable deterioro de la formación bruta de capital fijo, que cayó un 1,2% (véase gráfico 8). La fuerte contracción de la inversión se explica por el empeoramiento de sus dos componentes principales, que sufrieron caídas intertrimestrales del 1,5%, en el caso de los bienes de equipo, y del 1,2%, en el de la construcción. Hay que subrayar que este dato negativo es, en gran medida, la contrapartida del aumento anómalo de esa variable durante el cuarto trimestre de 2002, que, como se comentó en la edición de abril de este Boletín, está relacionada con los datos atípicos de Alemania e Italia. De hecho, si se excluye de la inversión total la correspondiente a estos dos países, la inversión del agregado resultante decreció alrededor de un 0,1% en el trimestre, lo que supone una mejora con respecto a su comportamiento de finales de 2002. El consumo privado y el público, por su parte, avanzaron un 0,4% y un 0,3%, respectivamente, repitiendo ambos la tasa del trimestre precedente. La contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del producto fue de 0,5 pp, frente a los 0,1 pp del trimestre anterior. Finalmente, la demanda exterior neta drenó cinco décimas al aumento intertrimestral del producto, debido a la fuerte caída de las exportaciones (-0,6%) y a la relativa fortaleza de las importaciones.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países referido al primer trimestre del año muestra una ampliación de los diferenciales de crecimiento nacionales. Así, en el primer trimestre, se produjo una caída intertrimestral del PIB en Alemania (-0,2%), Italia (-0,1%), Holanda (-0,1%) y Finlandia (-1,3%), mientras que, en los demás países de los que se dispone de información, el producto creció lo mismo o por encima del trimestre precedente. En todos los casos, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto fue negativa y el consumo se mantuvo relativamente fuerte. Asimismo, aquellos en los que el PIB se redujo, la formación bruta de capital fijo y la inversión en construcción, en particular, registraron descensos pronunciados. En el recuadro 2 se desglosa la inversión en construcción en sus principales componentes en la UEM y en cada uno de los países integrantes.

Por el lado de la oferta, la debilidad del valor añadido bruto en el primer trimestre del año fue el resultado de la notable contracción experimentada por el sector de la construcción (-1,8% intertrimestral) y de la desaceleración de la actividad en la rama de servicios, ya que el resto de ramas exhibieron una evolución más favorable. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo registró un crecimiento nulo por tercer trimestre consecutivo. Con ello, la

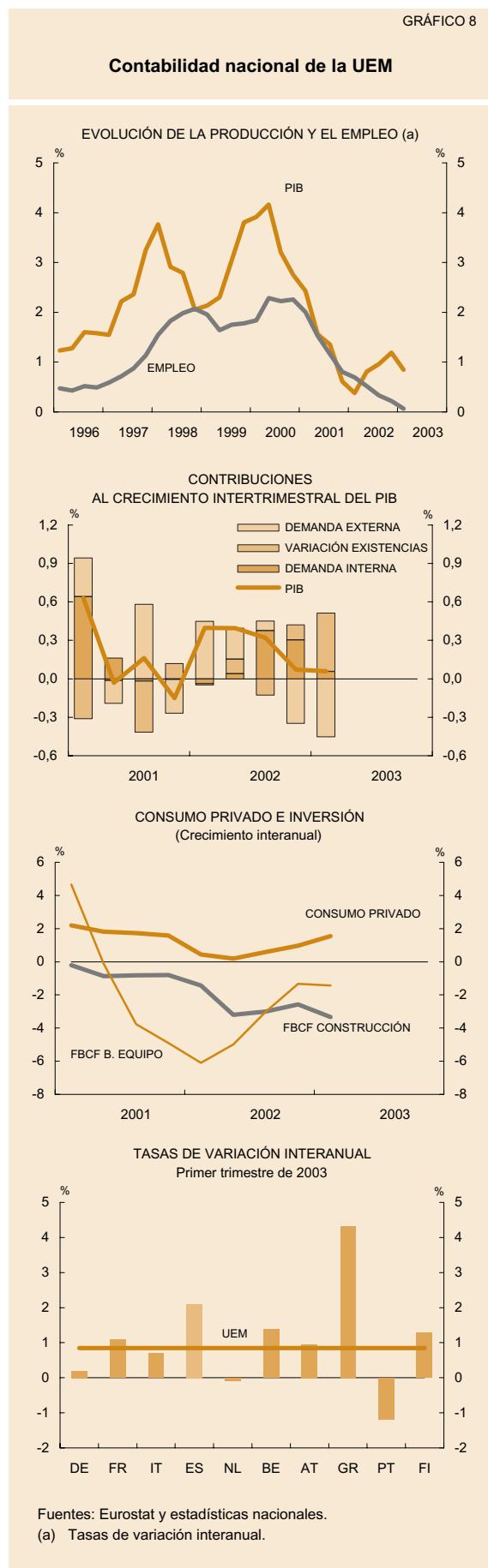
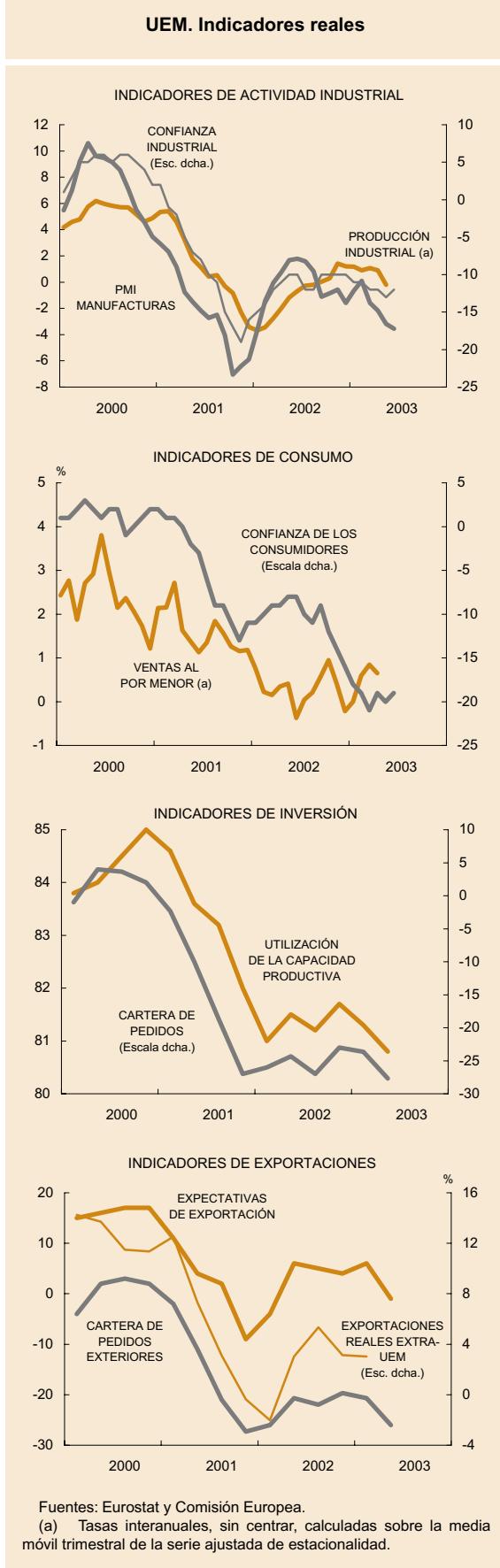


GRÁFICO 9



tasa interanual se situó en el 0,1%, lo que representa el valor más bajo desde 1995. La mayor desaceleración del producto que del empleo en relación con el primer trimestre del año anterior provocó un menor avance de la productividad aparente del trabajo, hasta situarse su tasa de aumento en el 0,7%.

La información disponible sobre los indicadores de actividad en el segundo trimestre de 2003 apunta a un mantenimiento de la debilidad del crecimiento del PIB en la UEM, pudiéndose situar su tasa de variación intertrimestral en la parte inferior del intervalo estimado por la CE, que contempla un rango de 0%-0,4% para dicho trimestre (véase cuadro 1). Por lo tanto, si se confirma esta estimación, la consecución de un crecimiento medio del PIB para el año 2003 dentro el intervalo estimado por el BCE, publicado en su boletín de junio, del 0,4%-1% para el año 2003, requeriría una moderada recuperación de la actividad en la segunda parte del año.

Por lo que concierne a los indicadores de oferta en el segundo trimestre de 2003, el índice de producción industrial (excluida la construcción) registró una caída media en abril y mayo del 0,5%, en comparación con el primer trimestre, y tanto el índice de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) como el índice de gestores de compras de la industria manufacturera empeoraron en relación con el primer trimestre de 2003 (véase el gráfico 9). También se redujo el indicador de confianza de la CE relativo a la construcción. En relación con la actividad en la rama de servicios, la información disponible proporciona señales mixtas, ya que, mientras que el indicador de opinión de la CE mejoró sensiblemente, el índice de gestores de compras de servicios disminuyó.

Desde la óptica de la demanda, la evolución de los indicadores de consumo privado resultó algo más favorable que la de los relacionados con la inversión y las exportaciones. Así, el indicador de confianza del consumidor de la CE se situó en el segundo trimestre en el mismo nivel promedio que en el primer trimestre y la disposición de los consumidores a comprar bienes de consumo duradero, indicador que suele presentar cierto adelanto en relación con el consumo total, mejoró ligeramente en el trimestre (véase gráfico 9). Las ventas al por menor crecieron en abril un 1,5% en relación con el mes anterior, lo que contrasta con la caída media intertrimestral del 3,2% de la matriculación de automóviles en el segundo trimestre. Por último, el índice de confianza de los minoristas de la CE mejoró en el segundo trimestre en comparación con el primero. Por lo que respecta a la demanda de bienes de equipo, según la infor-

RECUADRO 2

Comportamiento de la construcción en la UEM

La formación bruta de capital fijo (FBCF), pese a su moderado peso en el producto, juega un papel muy relevante en la evolución de este, dado que se caracteriza por presentar fases de expansión y contracción más intensas que las de otros componentes del gasto, como el consumo privado. Desde el máximo alcanzado en 1999, la FBCF ha mostrado una progresiva desaceleración, que se ha anticipado tres trimestres a la ralentización del PIB. Como puede verse en el primer gráfico, este proceso empezó a revertir suavemente el pasado año.

Así, desde mediados de 2000, cuando se inició la fase de desaceleración cíclica más reciente, el componente de bienes de equipo de la FBCF ha experimentado una pérdida de ritmo muy superior a la del resto, que ha sido, además, coincidente con la del PIB. En cambio, el crecimiento de la construcción comenzó a reducirse antes que el del producto, aunque desde tasas más moderadas y a un ritmo más lento. Además, mientras que la inversión en equipo parece haber superado ya el mínimo cíclico, las tasas de variación interanual de la inversión en construcción todavía no han iniciado una senda de mejoría, de forma que en el primer trimestre de 2003 es el componente de la inversión que registra tasas interanuales más negativas, llegando a detraer tres décimas del crecimiento del producto.

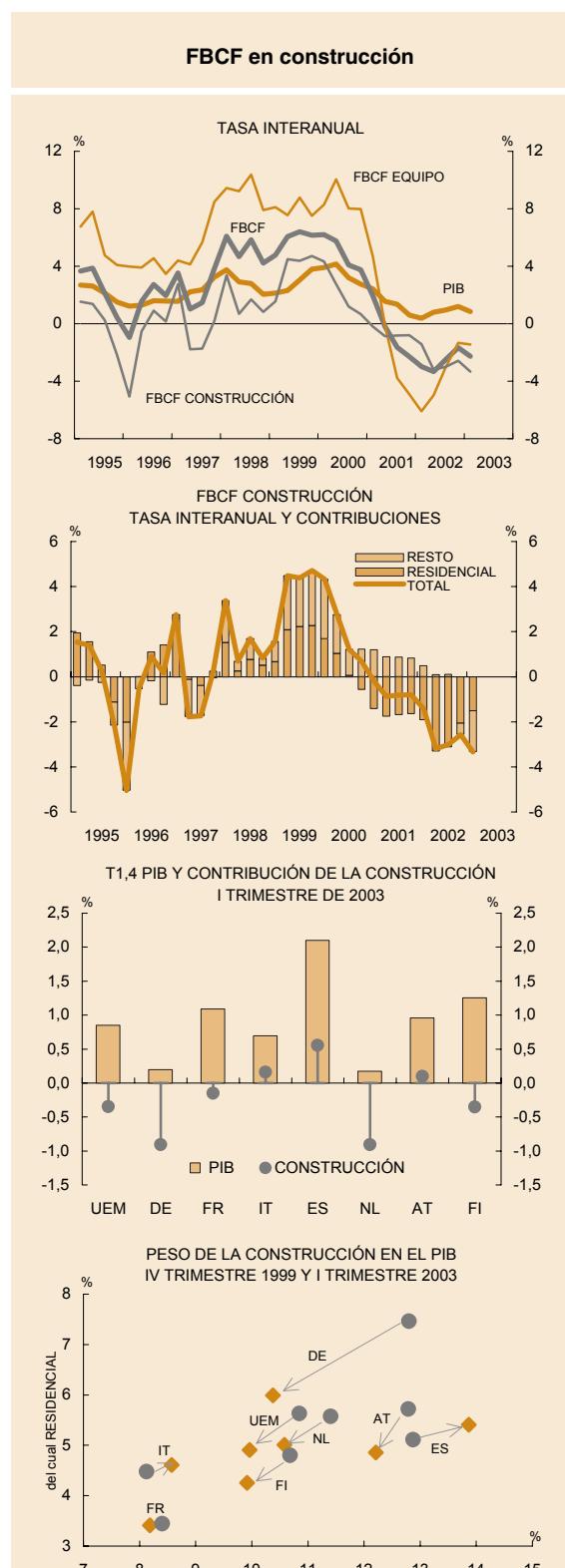
Como se muestra en el segundo gráfico, la inversión residencial viene experimentando tasas de avance negativas desde hace nueve trimestres, mientras que la construcción no residencial ha iniciado recientemente una etapa de contracción. Dado que, dentro de este componente, la construcción realizada por las empresas obedece a determinantes similares a los que influyen en la inversión en equipo, que se está recuperando, la reciente contracción de la inversión en construcción no residencial puede estar relacionada con la evolución de su componente de inversión en obra pública, posiblemente condicionada por las dificultades presupuestarias experimentadas por los Estados miembros a raíz de la desaceleración económica general.

El comportamiento agregado de la construcción en la UEM también esconde disparidades importantes entre los distintos países miembros. En particular, como se observa en el tercer gráfico, la construcción está suponiendo una notable contracción para el avance sostenido del producto en Alemania y Holanda. En España, en cambio, la construcción aportó seis décimas de punto porcentual al crecimiento del PIB en el primer trimestre.

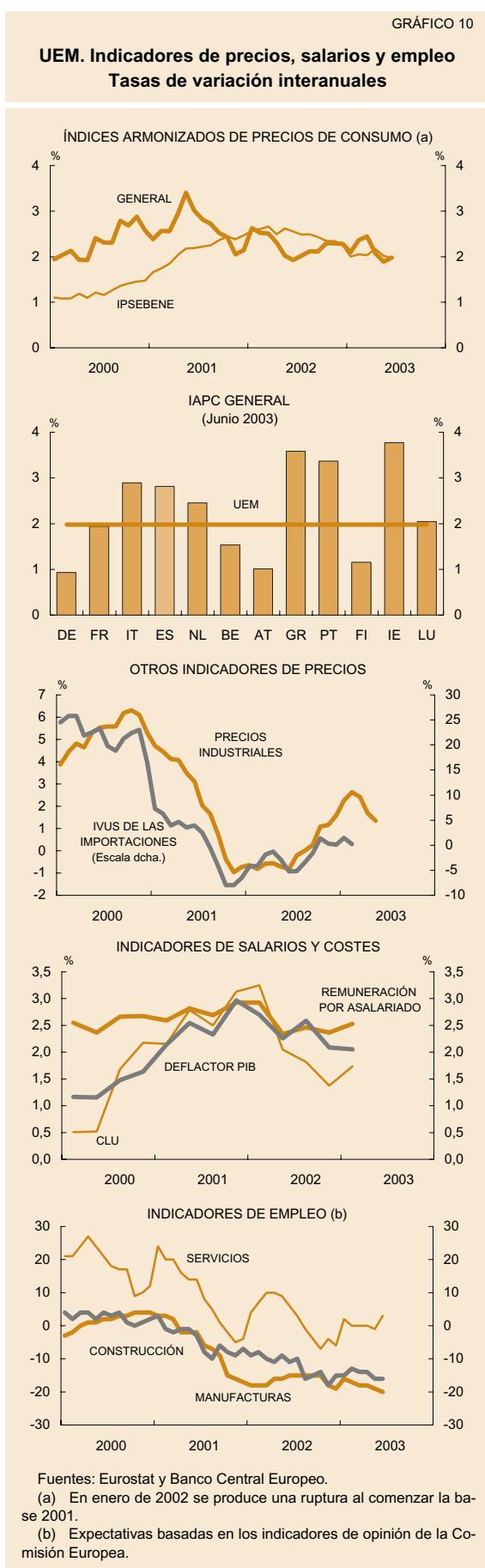
Conviene destacar que en Alemania este resultado es parte de un largo proceso de corrección de la sobreinversión que tuvo lugar en la primera mitad de la década de los noventa, fenómeno que ha estado lastrando el crecimiento de este componente en la segunda parte de esa década. Tal como se recoge en el cuarto gráfico, en la última fase de desaceleración, el peso de la construcción en el PIB ha caído de forma muy notable, desde un 12,8%, uno de los valores más elevados en la UEM, hasta un 10,4%. Además, algo más de la mitad de esta pérdida de peso se debe a la evolución de la inversión residencial.

Holanda, Austria y Finlandia también han experimentado un proceso de pérdida de peso de la inversión en construcción en el producto en los últimos años. En Holanda, además, este fenómeno es relativamente reciente, pues la inversión en construcción comenzó a presentar tasas de crecimiento negativas a principios de 2002, un año más tarde que en la media de la UEM y en países como Austria o Finlandia. En los tres países, ha sido la evolución del componente residencial lo que explica en mayor medida esta pérdida de peso.

Por último, el fuerte dinamismo de la inversión en construcción en España en los últimos años, favorecida por los bajos niveles de los tipos de interés reales, el notable aumento del crédito hipotecario y una relativa holgura de la situación presupuestaria, se ha reflejado en un aumento de un punto porcentual de su peso en el PIB, entre 2000 y principios de 2003, hasta el 13,9%, el valor más elevado de los países de la UEM. La mayor parte de este aumento de su peso en relación con el producto se ha debido a la ganancia en el componente no residencial que supone actualmente un 8,5% del PIB.



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.



mación procedente de la encuesta semestral llevada a cabo por la CE en abril, las empresas industriales estiman un crecimiento de su gasto en inversión para el año 2003 del -1%, similar al que anticipaban en noviembre de 2002. Esta estimación para el año 2003, aunque negativa, es muy superior al dato definitivo del año 2002. En relación con la previsible evolución de la inversión en el segundo trimestre, tanto la valoración de la cartera de pedidos de la industria como el grado de utilización de la capacidad productiva empeoraron en dicho período. Por lo que respecta a la demanda externa, las expectativas de exportación de la industria alcanzaron un registro negativo por vez primera desde el comienzo de 2002, y el indicador de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior se deterioró significativamente en ese mismo período (véase gráfico 9). Por último, los indicadores de empleo, procedentes también de las encuestas de opinión, recogen un empeoramiento adicional de esta variable en la mayor parte de las ramas de actividad (véase gráfico 10). La desaceleración del ritmo de generación de empleo ha llevado aparejado un leve repunte de la tasa de paro, que en el mes de mayo se situó en el 8,8%, una décima por encima del nivel del primer trimestre.

Por consiguiente, a tenor de la evolución de los indicadores disponibles, es previsible que el patrón de crecimiento débil del segundo trimestre no registre cambios de importancia con respecto al primero, de manera que se sustente en mayor medida en el consumo que en las exportaciones o la inversión.

Los indicadores de precios del área del euro se han desacelerado a lo largo de los últimos meses. En cuanto a la determinación de los precios interiores, los costes laborales unitarios aumentaron en el primer trimestre algo por encima del período anterior, debido tanto a un incremento ligeramente mayor de la remuneración por asalariado como al menor aumento de las ganancias de productividad. No obstante, el deflactor del PIB creció a una tasa similar a la del trimestre precedente y superior a la de los costes laborales unitarios, por lo que es previsible que se produjera un aumento adicional de los márgenes (véase gráfico 10).

La evolución de los precios de consumo del área ha venido marcada en el segundo trimestre por una moderación del ritmo de avance de incremento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que ha pasado del 2,4% en marzo al 2% en junio (véanse gráfico 10 y cuadro 1). Sin embargo, esta evolución ha venido determinada fundamentalmente por el comportamiento del componente energético, cuya tasa de crecimiento se ha reducido notable-

CUADRO 1

Indicadores económicos de la UEM

	2001			2002			2003		
	IV Tr	I Tr	II Tr	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr (a)	III Tr (b)	
PIB									
Crecimiento interanual	0,6	0,4	0,8	1,0	1,2	0,8			
Crecimiento intertrimestral	-0,2	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1			
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,0 ; 0,4)	(0,0 ; 0,4)	
IPI (d)	-2,9	-2,7	-0,7	-0,2	1,2	1,0	-0,2		
Sentimiento económico	98,8	99,2	99,5	99,0	98,7	98,2	98,1		
Confianza industrial	-17,3	-13,0	-10,0	-11,3	-10,0	-11,3	-12,3		
PMI manufacturas	43,6	48,3	51,4	50,5	49,0	49,3	47,0		
Confianza servicios	-5,3	3,4	5,3	-0,7	-4,3	-5,0	-2,3		
PMI servicios	47,9	52,1	52,9	50,9	50,5	48,9	47,9		
Tasa de paro	8,1	8,2	8,3	8,4	8,5	8,7	8,8		
Confianza consumidores	-11,7	-10,0	-8,3	-10,0	-14,0	-19,3	-19,3		
IAPC (d) (e)	2,1	2,5	1,9	2,1	2,3	2,4	2,0		
IPRI (d) (e)	-0,7	-0,6	-0,8	0,3	1,6	2,4	1,4		
Precio del petróleo en \$ (e)	18,7	23,7	24,1	28,4	28,2	30,3	27,6	28,5	
Préstamos al sector privado (d) (e)	6,0	5,5	5,4	5,1	4,7	4,7	4,5		
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,8	5,1	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,0	
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,02	-0,01	-0,10	-0,46	-0,51	-0,22	-0,32	-0,23	
Tipo de cambio dólar/euro (e)	0,881	0,872	0,998	0,986	1,049	1,090	1,143	1,140	
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-5,3	-1,0	13,2	11,9	19,0	3,9	9,0	8,7	
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	-19,7	1,6	-15,2	-39,1	-34,5	-12,9	2,9	4,1	
Fuentes: Eurostat, BCE y Banco de España.									
(a) La información en cursiva no recoge el trimestre completo.									
(b) Información disponible hasta el día 23 de julio de 2003.									
(c) Previsiones de crecimiento intertrimestral.									
(d) Crecimiento interanual.									
(e) Datos de fin de período. Para la variación de los tipos de cambio y de la bolsa, son variaciones porcentuales acumuladas en el año.									

mente en el período abril-junio, en tanto que el incremento de los precios de los restantes grupo de bienes apenas ha descendido. Así, la tasa de crecimiento del indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos (IPSEBENE) ha permanecido estable en el 2% entre los meses de abril y junio. Por su parte, el índice de precios industriales creció un 1,4% interanual en mayo, un punto por debajo de la tasa registrada en marzo. Por componentes, destaca la suave desaceleración que vienen mostrando los precios de los bienes industriales de consumo desde principios de año.

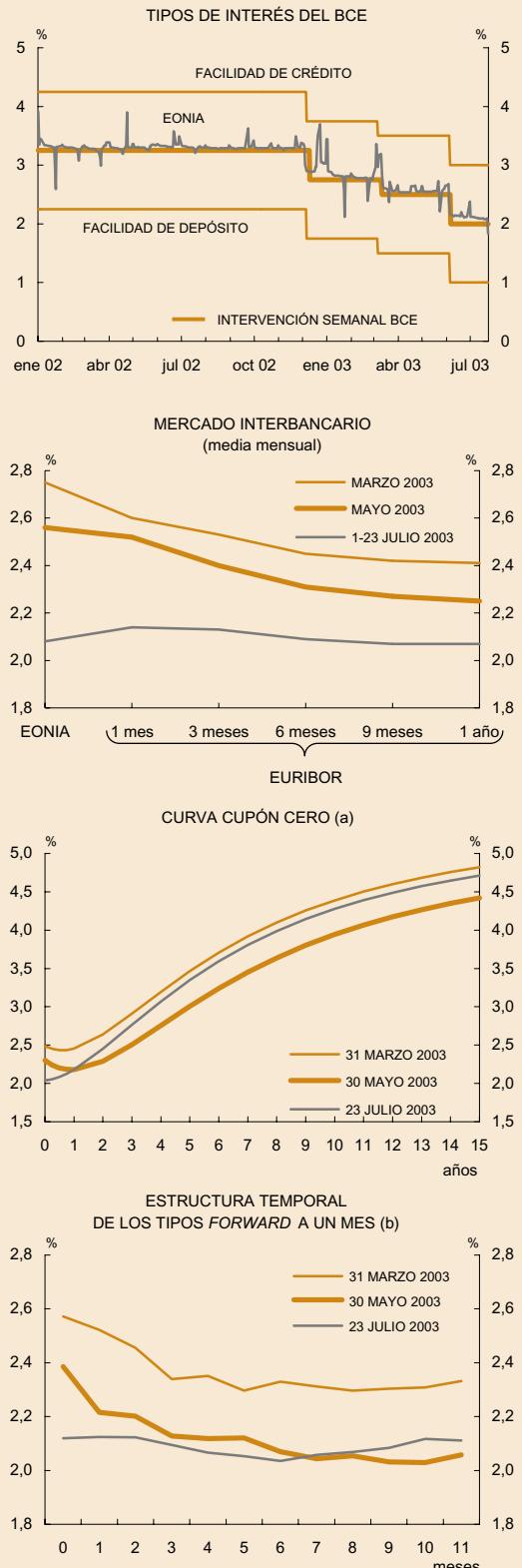
A pesar de la resistencia a la baja del núcleo más estable de la inflación, las perspectivas sobre la evolución de los precios a medio plazo son favorables, ya que la transmisión progresiva de la reciente apreciación del euro a los precios de los componentes menos volátiles, el previsible mantenimiento del precio del petróleo dentro de las bandas establecidas por la OPEP y la existencia de capacidad productiva ociosa deben

contribuir a contener las presiones inflacionistas. Además, la evolución de los salarios es consistente con el mantenimiento de la inflación en niveles próximos a la definición de estabilidad de precios del BCE, si bien no parece que su crecimiento actual, próximo al 2,5%, facilite la rápida recuperación del ritmo de creación de empleo. En cuanto a la evolución del IAPC por países, como se observa en el segundo módulo del gráfico 10, la inflación mantiene sustanciales divergencias, aunque el diferencial entre los dos Estados con las tasas mayor y menor ha tendido a reducirse en el segundo trimestre del año.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado hasta marzo de 2003 alcanzó 1,9 mm de euros, que contrasta con el superávit de 24,5 mm registrado el trimestre previo y de 12 mm del mismo período del año anterior. Aunque todas las sub-balanzas experimentaron deterioros de sus saldos, fueron la balanza comercial y la de renta las que resultaron determi-

GRÁFICO 11

Tipos de interés de la zona del euro



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

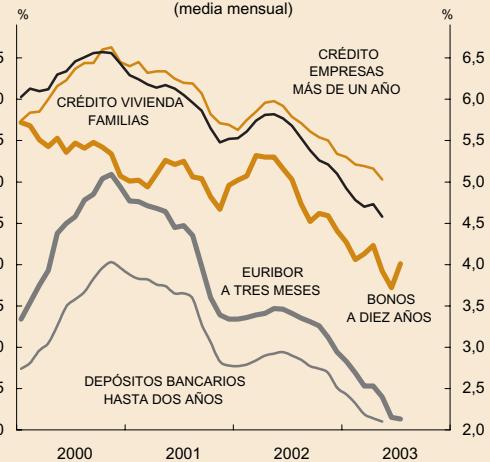
(a) Estimación con datos del mercado de swaps.

(b) Estimado con los datos del Euribor.

GRÁFICO 12

Tipos de interés de la zona del euro, tipo de cambio y bolsa

TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS Y DE LOS MERCADOS MONETARIOS Y DE DEUDA (media mensual)



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



EURO STOXX AMPLIO. ÍNDICE



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

(a) Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.

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

CUADRO 2

% del PIB

	2000	2001	2002	2003 (b)	2003 (c)
Bélgica	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,0
Alemania	-1,4	-2,8	-3,6	-3,4	-2,8
Grecia	-1,9	-1,9	-1,2	-1,1	-0,9
España	-0,9	-0,1	-0,1	-0,4	0,0
Francia	-1,4	-1,6	-3,1	-3,7	-2,6
Irlanda	4,3	1,1	-0,3	-0,6	-0,7
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-2,3	-1,5
Luxemburgo	6,1	6,4	2,6	-0,2	-0,3
Holanda	1,5	0,1	-1,1	-1,6	-1,0
Austria	-1,9	0,3	-0,6	-1,1	-1,3
Portugal	-3,1	-4,2	-2,7	-3,5	-2,4
Finlandia	6,9	5,1	4,7	3,3	2,7

PRO MEMORIA:

UEM

Saldo primario	3,0	2,3	1,5	1,1	
Saldo total	-1,0	-1,6	-2,2	-2,5	-1,8
Deuda pública	70,2	69,2	69,2	69,9	

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) Previsiones de la Comisión Europea (abril 2003).

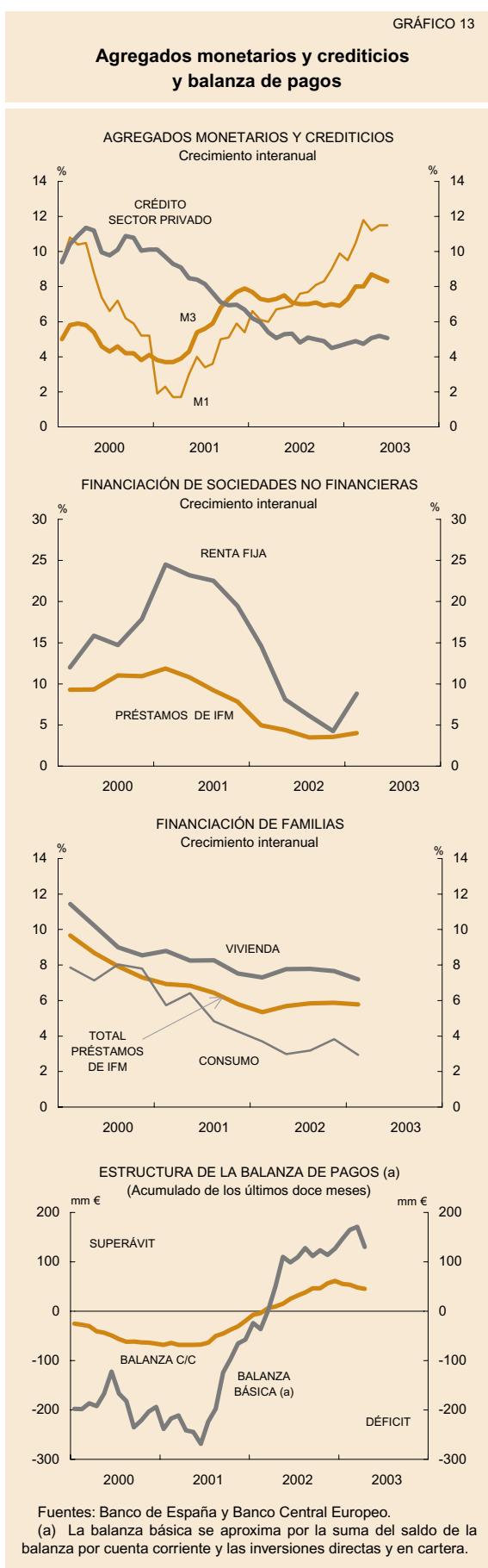
(c) Objetivos de los programas de estabilidad que han sido presentados entre noviembre de 2002 y enero de 2003.

nantes del deterioro global. Este comportamiento se explica, principalmente, por la notable debilidad del volumen de exportaciones, ya que la relación real de intercambio experimentó un incremento el primer trimestre del año. Teniendo en cuenta, además, que se observaron entradas netas de capital, en forma de inversión directa y de cartera, de unos 6 mm de euros —en contraste con las salidas netas de la partida de otra inversión 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 4,6 mm de euros en el conjunto del primer trimestre del año, lo que supone una significativa disminución con respecto al período más reciente (véase gráfico 13).

Las perspectivas fiscales se han deteriorado en numerosos países del área durante el primer semestre del año, de modo que es muy probable que una amplia mayoría de Estados miembros incumplan los objetivos trazados en sus programas de estabilidad para el año 2003 (véase cuadro 2). Este empeoramiento previsto de los saldos se debe, fundamentalmente, al impacto directo del debilitamiento de la actividad macroeconómica sobre los componentes de ingresos y gastos más sensibles a la posición cíclica de las economías. En particular, para los países en situación de déficit excesivo,

la acción de los estabilizadores automáticos ha agravado las dificultades para corregir tal situación con prontitud. En estas condiciones se encuentran en la actualidad tres países, después de que, el pasado 3 de junio, el Consejo ECOFIN ratificara la existencia de un déficit excesivo en Francia, que se suma así a Alemania y Portugal, en los que el procedimiento se había puesto en marcha con anterioridad. El Consejo ha otorgado a las autoridades francesas un plazo de cuatro meses para la adopción de medidas correctoras, o que impliquen una mejora del saldo ajustado de ciclo en 2003 significativamente mayor a la planeada hasta ahora. Además, en 2004 este país deberá corregir su déficit ajustado de ciclo al menos en un 0,5% del PIB, al objeto de conseguir situar su déficit observado por debajo del 3% del PIB en ese año.

En respuesta a la persistente debilidad de sus respectivas economías, algunos gobiernos, como el alemán y el francés, están tratando de manejar los escasos márgenes de maniobra disponibles, anunciando su propósito de introducir recortes impositivos al objeto de estimular la actividad. En Alemania, el Gobierno ha propuesto el adelantamiento en un año de la rebaja impositiva prevista inicialmente para 2005. Por el momento, se desconocen aún los detalles acerca de las vías por las que podría finanziarse el coste presupuestario de la medida



(estimado en torno al 0,9% del PIB), con la excepción de la eliminación de algunas transferencias a las familias —tales como los incentivos fiscales a la compra de la primera vivienda—. Además, la incertidumbre acerca del contenido final de la propuesta se ve alimentada por la necesidad de consensuar esta con la oposición y con los Estados federados. En Francia, las autoridades han anunciado también su intención de introducir algún tipo de rebaja de la presión fiscal, por ahora no precisada, hacia el otoño, aunque también han advertido que el margen disponible para ello es escaso, a la luz de la desfavorable evolución de la recaudación por impuesto de sociedades y del deslizamiento del gasto en sanidad.

Estas estrategias de expansión fiscal en un momento de debilidad cíclica pueden ocasionar un retraso en el proceso de corrección de los desequilibrios en estos países, lo que prolongaría los procedimientos de déficit excesivos abiertos en estos momentos. En este contexto, resulta pertinente reforzar el compromiso con las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, al tiempo que se utiliza el margen de flexibilidad que estas incorporan, en línea con Grandes Orientaciones de Política Económica, adoptadas recientemente por el Consejo Europeo, y las recomendaciones que en cada caso concreto ha efectuado el Consejo ECOFIN.

En todo caso, el aumento sostenido del crecimiento económico exige la adopción de reformas estructurales ambiciosas. En este contexto, resultan prometedoras las reformas en curso en Alemania, donde las principales fuerzas políticas han alcanzado un consenso preliminar en torno a la denominada Agenda 2010, amplio catálogo de medidas estructurales que incluye reformas de los sistemas de sanidad, de prestaciones por desempleo, de pensiones y de la legislación de despido aplicable a las pequeñas empresas. Asimismo, en Francia se encuentra en proceso de aprobación una reforma del sistema de pensiones, que, entre otros elementos, eleva progresivamente el período de cotización necesario para percibir una pensión completa en las Administraciones Públicas, hasta igualarlo con el vigente en el sector privado, e incentiva el retraso de la edad de prejubilación, lo que puede contribuir a mitigar el impacto a largo plazo del envejecimiento de la población sobre las cuentas públicas.

3.2. Evolución monetaria y financiera

En su reunión del 5 de junio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE, tras valorar las mejores perspectivas inflacionistas, la ausencia de síntomas de recuperación significativa de la

RECUADRO 3

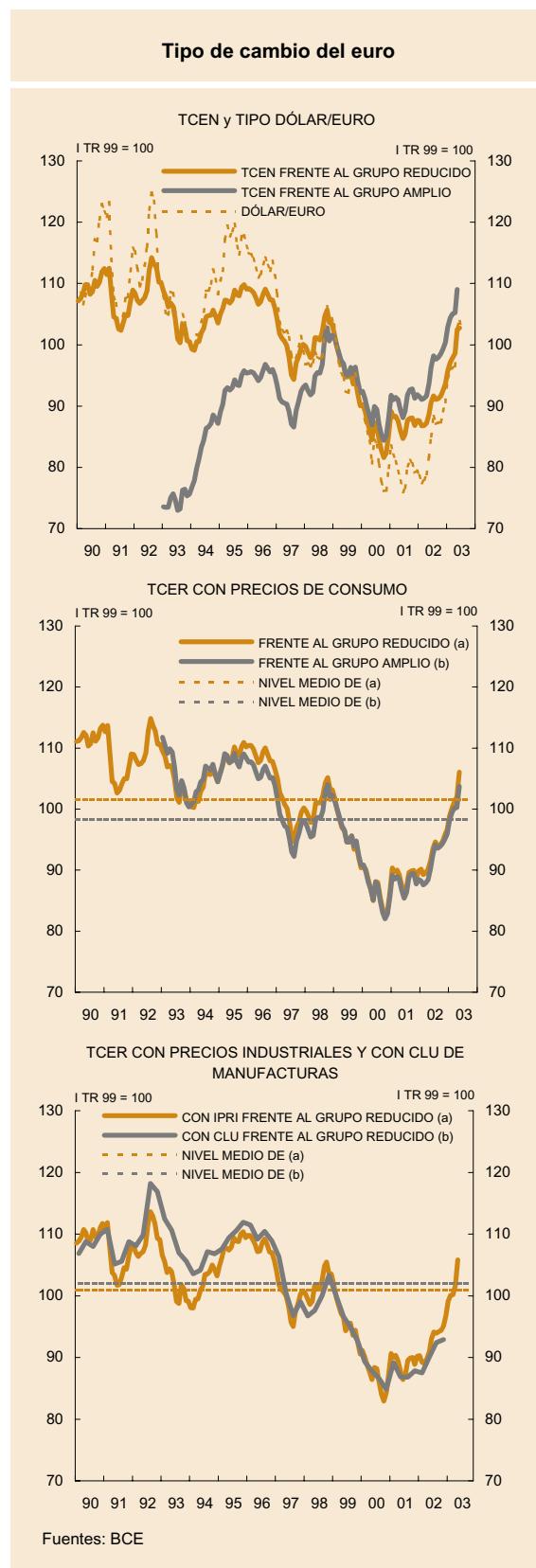
La evolución de los tipos de cambio efectivos del euro

El análisis del comportamiento del tipo de cambio efectivo real (TCER) del euro permite realizar una valoración de la evolución de la competitividad del área frente a los principales países con los que lleva a cabo su comercio exterior. La competitividad es un concepto muy amplio, que hace referencia a la capacidad de una economía para mantener o ampliar su cuota en los distintos mercados (incluido el doméstico), por lo que su estudio no se agota en el análisis de la senda del TCER, dada la posibilidad de que las empresas compitan por otros procedimientos distintos de la reducción de precios. Aunque una parte de los movimientos experimentados por el TCER se explica por la evolución de sus determinantes fundamentales —que, en último término, se corresponden con las variables que causan los diferenciales de rentabilidad presentes y esperados—, los niveles del TCEN y del TCER observados en cada momento muestran a menudo una discrepancia significativa con los que sugieren sus determinantes fundamentales de largo plazo.

Por construcción, los dos elementos constituyentes del TCER son un indicador de los precios o costes relativos y el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN), que representa una medida del valor externo de la moneda frente a las de sus socios comerciales, y sus movimientos explican, en la práctica, la mayor parte de los cambios en el TCER. Por su parte, las medidas de precios y costes comúnmente empleadas en la construcción de los TCER comprenden los índices de precios de consumo (IPC), los índices de precios industriales (IPRI), los costes laborales unitarios en el sector manufacturero (CLU-M) y en el total de la economía (CLU-T), y los deflactores del PIB. El BCE calcula actualmente estas cinco medidas del TCER (las dos últimas solamente desde este mes) frente a un grupo reducido de monedas de 12 países, en su mayoría pertenecientes a la OCDE. Además, también computa los TCER construidos con los IPC frente a otro grupo más amplio de países, que incluye además las monedas de 26 economías emergentes y en transición. La utilización de esta segunda agrupación está justificada por la importancia creciente de estos países en el comercio mundial. Ambas agrupaciones representaron, por término medio, el 62% y el 89% del comercio exterior de manufacturas del área en el período 1995-1997, respectivamente.

La apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar ha sido uno de los rasgos fundamentales de la evolución de los mercados financieros internacionales en el período más reciente. Así, la revalorización de la moneda única europea frente a la norteamericana desde octubre de 2000 hasta la actualidad ha sido del 35%, aproximadamente, en términos nominales. Sin embargo, aunque es cierto que, durante ese período (y, en particular, desde comienzos de 2002), el euro ha tendido a fortalecerse frente a las principales monedas, la apreciación frente a la moneda norteamericana ha tenido una magnitud superior. Así, en comparación con la evolución frente al dólar, la apreciación acumulada desde entonces frente a ambas agrupaciones de países en términos nominales ha sido más moderada. En concreto, ascendió al 26%, en el caso del grupo reducido, y al 29%, en el del amplio (véase el primer gráfico). La cuantía algo superior de la apreciación nominal frente al grupo amplio viene explicada por la inclusión en el mismo de economías con tasas de inflación más elevadas, lo que tiende a traducirse en una depreciación de sus monedas.

La evolución reciente de los TCER cuando el índice de precios relativos utilizado en su construcción se basa en los IPC es muy similar a la registrada por el TCEN. Resulta interesante constatar, además, que, a pesar de que los países pertenecientes al grupo amplio que no están incluidos en el grupo reducido representan un porcentaje del comercio de manufacturas del área cercano al 30%, la evolución del índice de tipo de cambio efectivo real ha sido muy similar en ambos casos. En particular, los porcentajes de apreciación del euro desde octubre de 2000 han sido del 28,5% frente al grupo reducido y del 26,5% frente al amplio (véase el segundo gráfico). Por otro lado, si la actual apreciación del euro se contempla desde una perspectiva temporal más amplia, la valoración de la situación actual de la competitividad del área es menos obvia. Así, frente al grupo reducido de países, el TCER medido con precios de consumo se encontraría en mayo de 2003 en torno a un 4% por encima de su media histórica desde 1990. Una evolución similar se observa cuando se utilizan en su cálculo los IPRI y los CLU-M (véase el tercer gráfico).



actividad y la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del área, decidió reducir nuevamente los tipos de interés oficiales, esta vez en 50 puntos básicos. La acumulación de bajadas sucesivas a lo largo del año ha situado el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en el 2%, y los de las facilidades de depósito y de crédito en el 1% y 3%, respectivamente (véase gráfico 11).

Como ya se ha comentado al principio de este epígrafe, a lo largo del segundo trimestre se ha ido asentando una mejora progresiva de las condiciones financieras generales en la zona del euro, solamente contenidas por la apreciación del euro y por un cierto endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito bancario. En particular, tanto los tipos de interés como los precios de los instrumentos de renta variable y fija emitidos por las empresas han evolucionado de modo propio para la financiación de la actividad productiva. Por su parte, el crédito otorgado al sector privado se ha acelerado ligeramente, si bien se ve todavía afectado por el proceso de saneamiento de los balances, actualmente en curso en algunos sectores. En todo caso, resulta significativo el dinamismo que están adquiriendo las emisiones en los mercados de renta fija.

En el transcurso del trimestre, los tipos de interés de los mercados monetarios experimentaron una trayectoria descendente, como consecuencia del arraigo de expectativas de reducción de los tipos oficiales, confirmadas en junio. Con posterioridad, a mediados de julio, la curva de rendimientos del EURIBOR muestra unos niveles medios de los tipos en torno al 2,1% en todos los plazos, aunque con una ligera pendiente negativa a partir de los tres meses. Con datos de finales de julio, el perfil de la curva de los tipos de interés *forward* a un mes no sugiere la existencia de expectativas de movimiento de tipos para los próximos meses (véase gráfico 11).

En los mercados de deuda de la UEM, la rentabilidad a plazo de 10 años se situaba a finales de julio en un nivel similar al registrado a finales de marzo, si bien, como se observa en el gráfico 12, alcanzó un mínimo en el mes de mayo, incrementándose posteriormente. Este fenómeno de reducción de la rentabilidad y posterior recuperación ha sido más intenso en la deuda norteamericana, de manera que el diferencial entre ambas era prácticamente nulo a finales de julio. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones con sus clientes mantuvieron hasta mayo la tendencia decreciente iniciada a mediados del pasado año, en línea con la evolución de los tipos de los mercados monetarios hasta ese mes.

En los mercados cambiarios, el euro prolongó hasta principios de junio la tendencia apreciatoria, de manera que llegó a alcanzar un cambio de alrededor de 1,19 con respecto al dólar. En las semanas siguientes, se produjo un debilitamiento gradual de la divisa europea frente a las principales monedas y, en particular, frente al dólar, que podría guardar relación con la mejora de las perspectivas de crecimiento en EEUU, dado que ni los diferenciales de tipos de interés entre ambas áreas, ni los interrogantes abiertos a propósito de la sostenibilidad del desequilibrio exterior norteamericano han sufrido modificaciones significativas recientemente (véase gráfico 13). Así, a finales de julio, el euro se encuentra casi un 4% por encima de su valor frente al dólar de finales de marzo y alrededor del 3% en términos efectivos nominales. En el recuadro 3, se analiza la evolución reciente del tipo de cambio efectivo nominal y real con mayor perspectiva histórica.

Desde mediados de marzo se ha venido produciendo un repunte sostenido de las cotizaciones bursátiles, que se inició en Estados Unidos y se ha extendido posteriormente a otras plazas. El índice Euro STOXX amplio se ha revalorizado alrededor de un 19% desde entonces (véanse gráfico 12 y cuadro 1). Esta evolución está en consonancia con la incipiente mejoría de los beneficios empresariales, que podría acelerar el proceso de saneamiento de balances experimentado por las compañías cotizadas. Adicionalmente, el reducido nivel de los tipos de interés y la disminución general de la incertidumbre en la escena política internacional podrían haber contribuido, también, a dicha evolución.

A lo largo de abril y mayo, el crecimiento interanual del agregado monetario M3 fue superior al promedio del primer trimestre, propiciando la acumulación de un exceso de liquidez asociado con el bajo nivel de los tipos de interés y, sobre todo, la preferencia de los agentes por activos de elevada liquidez y escaso riesgo ante la incertidumbre que todavía prevalecía en los mercados (véase gráfico 13). En concreto, en estos dos meses el agregado creció a una tasa media del 8,6% interanual. Entre sus componentes, ha continuado la fuerte inclinación por el tramo más líquido de los activos incluidos en el agregado, se ha observado un mayor dinamismo de los depósitos con preaviso y las participaciones en fondos de inversión siguen siendo el componente más dinámico.

Por lo que se refiere a los flujos financieros, el crédito concedido al sector privado se fortaleció ligeramente a lo largo de abril y mayo, hasta registrar una tasa de variación interanual del 5,1% en mayo. La información del crédito por

agentes tenedores correspondiente al primer trimestre de 2003 muestra un comportamiento algo menos expansivo de los préstamos a familias (5,4%, frente al 5,8% del cuarto trimestre de 2002), mientras que los dirigidos a empresas no financieras han crecido hasta el 4,1%, desde el 3,5% (véase gráfico 13). En el caso de España, la financiación otorgada al sector privado no financiero mantuvo en abril y mayo un fuerte ritmo de avance, del 13,5%, muy superior, por tanto, al registrado en el área del euro.

El pasado mes de mayo, el BCE publicó por primera vez los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) en el área del euro,

que facilita el seguimiento y la valoración de las condiciones de oferta y demanda de crédito del sector privado no financiero. Aunque la interpretación de los resultados de la misma debe llevarse a cabo con mucha cautela debido a su breve historia, los resultados de la EPB de abril sugieren que en los primeros meses del 2003 permanece un cierto endurecimiento de las condiciones de oferta, aunque de menor magnitud que el observado a finales de 2002, tanto en los créditos concedidos a las empresas como a familias. En cuanto a la demanda de préstamos, los datos sugieren que la solicitud de crédito de las empresas se mantuvo en niveles similares a los de enero, mientras que los hogares aumentaron su demanda crediticia.

4. La economía española

Como se ha señalado en los epígrafes anteriores, el contexto exterior en el que se desenvolvió la economía española durante el segundo trimestre del año 2003 continuó dominado por la incertidumbre global, lo que dio lugar a un nuevo retraso en las perspectivas de recuperación de la economía internacional y, en particular, de la europea. Frente a ello, la economía española siguió mostrando una notable capacidad de crecimiento, separándose de la evolución dominante en la zona del euro. El tono holgado de las condiciones monetarias, a pesar de la apreciación del euro, ha contribuido a afianzar las tendencias que ya se manifestaron en el primer trimestre del año. En ese período, la demanda nacional repuntó ligeramente, experimentando un crecimiento real del 3%, en tasa de variación interanual, y se estima que en el segundo trimestre registró un repunte adicional, hasta el 3,2%. Como se recoge en el gráfico 14, la evolución del gasto agregado en la primera mitad del año ha combinado una suave aceleración del consumo privado, con un crecimiento elevado del gasto de consumo de las AAPP y un empuje creciente de la formación bruta de capital fijo, impulsada por la inversión en bienes de equipo, que ha abandonado el signo contractivo que le caracterizó desde el segundo trimestre de 2001; la construcción, por su parte, ha moderado su ritmo de crecimiento, aunque conserva una firmeza notable. En cuanto a los flujos exteriores, en el conjunto del primer semestre las exportaciones de bienes y servicios mantuvieron tasas de crecimiento relativamente elevadas, a pesar de la atonía del turismo; no obstante, el impulso de las importaciones, derivado de la recuperación de la demanda final y de la apreciación del euro, proporcionó un carácter marcadamente contractivo a la demanda exterior neta. En resumen, el PIB que, según las estimaciones de la CNTR, estabilizó su tasa de crecimiento interanual en el primer trimestre de 2003 en el 2,1%, cifra similar a la alcanzada a finales del año anterior, habría aumentado ligeramente su ritmo de avance en el segundo trimestre, hasta el 2,2%, compatible con un aumento intertrimestral también ligeramente más elevado, del 0,6%.

Esta evolución del PIB ha sido el resultado de un comportamiento desigual de la actividad en las distintas ramas productivas. En el primer trimestre de 2003, el valor añadido de las actividades industriales prolongó la recuperación observada en la segunda mitad de 2002, mientras que la construcción se desaceleró, el valor añadido de los servicios de mercado se estabilizó en tasas moderadas de crecimiento y la agricultura mitigó, en alguna medida, el proceso contractivo en el que, no obstante, siguió inmersa. Estas tendencias continuaron, en general, en el segundo trimestre del año, aunque la industria

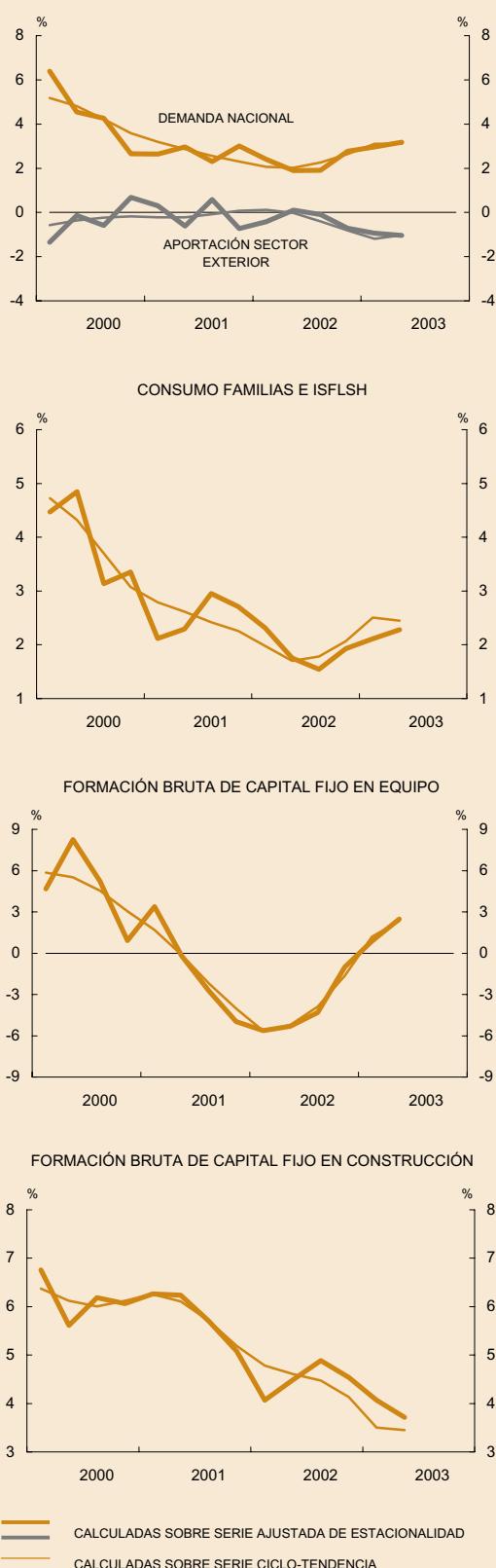
frenó su impulso acelerador, ante la ausencia de una mejora más asentada en el panorama exterior. Por su parte, el empleo, medido en términos del número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, intensificó su crecimiento de modo significativo en el primer trimestre del año, hasta alcanzar un aumento interanual del 1,5%, cuatro décimas más que en el trimestre anterior, y se estima que en el segundo trimestre siguió avanzando a un ritmo algo más elevado. Este impulso en la creación de empleo en la primera mitad de 2003 se ha traducido en unas menores ganancias de productividad del trabajo, cuyo crecimiento ha retornado a tasas inferiores al 1%.

La inflación ha ido cediendo en España, en el período transcurrido del año 2003, con mayor intensidad que en las economías más próximas, atenuando las pérdidas de competitividad que la economía española venía acumulando. A ello han contribuido las caídas de los precios de importación, que han ejercido un notable impacto moderador, favorecido por la apreciación del euro —que alcanzó un 23% en el primer semestre— y por la normalización del precio del petróleo. No obstante, los costes laborales por unidad de producto tendieron a acelerarse al comienzo del año, no solo como consecuencia de las menores ganancias de productividad, sino también por los mayores incrementos salariales pactados en la actual ronda de convenios colectivos y por los pagos resultantes de la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2002. Esta mayor presión de los costes laborales se ha visto compensada, en buena medida, por una menor ampliación de los márgenes empresariales, principalmente en los sectores más expuestos a la competencia exterior, de forma que, en su conjunto, el componente interior de los precios también ha comenzado a flexionar lentamente. Estos factores explican el descenso experimentado por la tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, que, tras haberse situado en el 3,7% en el mes de marzo, se redujo hasta el 2,7% en junio.

4.1. Demanda

Según la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2003, hasta el 2,1%, confirmando el cambio de tendencia que se apuntaba a finales de 2002. A partir de la información más actualizada, se estima que esa suave aceleración se habría prolongado en el segundo trimestre. La firmeza mostrada por el consumo privado ha venido favorecida por la expansión de la renta disponible de las familias, por la aparición de ganancias de riqueza real neta en

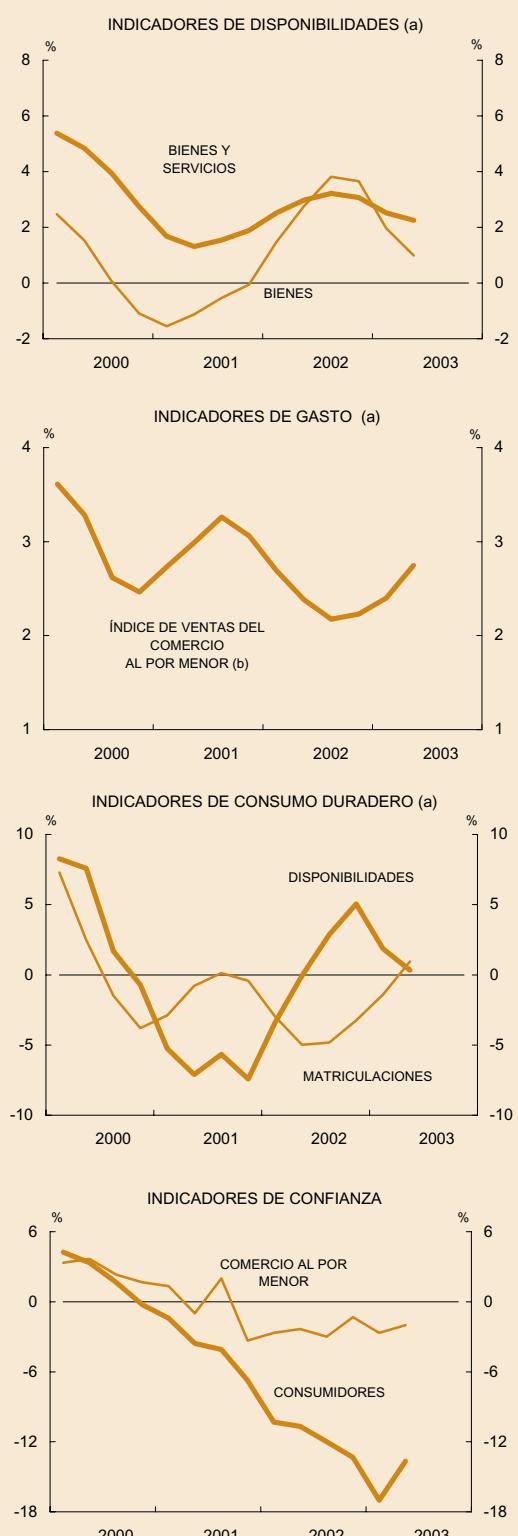
**Principales agregados de la demanda
Tasas de variación interanual**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



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.

este sector y por la persistencia de unas condiciones financieras holgadas. No obstante, el avance del consumo estaría siendo compatible con una mejora de la tasa de ahorro.

El mayor dinamismo del consumo se concretó en un comportamiento suavemente expansivo del gasto en servicios; también el gasto en bienes habría experimentado una aceleración, si bien estas tendencias quedan ocultas en el indicador de disponibilidades de bienes de consumo, estimado con información incompleta para el segundo trimestre (véase el gráfico 15). Otros indicadores directamente relacionados con el gasto de las familias, como el índice general de ventas del comercio al por menor, revelan una trayectoria ascendente, que es más intensa en las ventas de bienes no alimenticios; asimismo, las matriculaciones de automóviles parecen haber abandonado el perfil contractivo que les caracterizó desde el inicio del año 2002. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores mejoró en el segundo trimestre del 2003, alejándose de los niveles mínimos que alcanzó en los primeros meses del año, y reflejando un mayor optimismo en cuanto a la situación económica de los hogares en el próximo futuro.

En cuanto a los determinantes del gasto de consumo, la renta real disponible se habría acelerado ligeramente en la primera mitad del año, como consecuencia, por un lado, de la moderación de la tasa de inflación y, por otro, de la aceleración de la remuneración del trabajo, en la que se incluyen los pagos derivados de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios colectivos de 2002. A ello cabe añadir la aportación expansiva de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta, ligada al impacto de la reforma del IRPF. Además, en el contexto de nuevos recortes de los tipos de interés, la carga financiera de las familias se mantuvo en niveles moderados, a pesar del crecimiento experimentado por el crédito al consumo y para la adquisición de vivienda, y del consiguiente aumento del endeudamiento. La riqueza de las familias experimentó, por su parte, una evolución positiva, reflejo tanto de una valoración más alta de su patrimonio inmobiliario como, ya en el segundo trimestre, de la corrección al alza iniciada por las cotizaciones bursátiles, que también ha contribuido a sostener el consumo en el período más reciente. En cualquier caso, si se mantienen estas tendencias, la tasa de ahorro en el promedio del año se recuperaría, permitiendo una moderada recomposición de la capacidad de financiación de este sector.

En el primer trimestre de 2003, el consumo final de las Administraciones Públicas registró

una tasa de variación interanual, en términos reales, del 4,3%, en línea con el avance registrado en la parte final del año precedente. Esta expansión refleja el gasto propio del ciclo electoral y la dotación de recursos extraordinarios por distintos acontecimientos de carácter adverso. La información disponible para el segundo trimestre, obtenida de la evolución de los ingresos y gastos del Estado, y de los planes presupuestarios elaborados para el conjunto del año, apuntaría hacia una ligera contención del gasto, sin abandonar el tono expansivo que le ha caracterizado en el último año.

Siguiendo una tendencia alcista, la formación bruta de capital fijo registró un crecimiento real del 2,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2003, cinco décimas superior al de los tres meses anteriores. A este comportamiento contribuyó la notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, que elevó su ritmo de avance hasta el 0,9%, tras haber caído un 1% en el cuarto trimestre de 2002. El gasto en construcción, por su parte, se desaceleró en cuatro décimas, hasta el 4,1%. Por último, la inversión en otros productos, que recoge en su mayor parte gasto en servicios relacionados con la construcción, mantuvo un crecimiento del 2,7% (véase gráfico 14).

La aceleración de la inversión en bienes de equipo continuó en el segundo trimestre, según se desprende de la evolución de la mayoría de los indicadores disponibles para este agregado. En particular, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con datos todavía incompletos del segundo trimestre, muestra tasas de variación positivas y ascendentes (véase el gráfico 16). Las opiniones de los productores de bienes de equipo también han acentuando el avance experimentado entre enero y marzo de 2003, paralelamente a la mejora de la cartera de pedidos total de la industria. No obstante, la encuesta semestral de inversiones en la industria, correspondiente a la primavera del año 2003, indicaba un comportamiento previsto del gasto en inversión en 2003 similar al experimentado en 2002, año en el que se redujo un 3% en términos nominales, según esa misma fuente; estos resultados ponen una nota de cautela sobre la continuidad y la intensidad de la recuperación de la inversión, al menos en la industria.

La recuperación de la inversión productiva en el primer semestre de 2003 estuvo en consonancia con la evolución ascendente de la demanda final y con el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables. La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances confirma la favorable situación coyuntural de las empresas re-



presentadas, que, en el primer trimestre de 2003, registraron un avance importante de la actividad. La rentabilidad ordinaria de los recursos propios aumentó moderadamente en ese período y el diferencial entre la rentabilidad del activo neto y los intereses por financiación siguió siendo elevado. Se aprecia, por tanto, que la situación financiera de las empresas continúa siendo saneada, si bien su elevado endeudamiento podría limitar el alcance de la recuperación de la inversión en el futuro.

Por lo que se refiere a la inversión en construcción, se estima que en el segundo trimestre de 2003 mantuvo una tendencia de ligera desaceleración, a pesar de lo cual continuó estando entre los componentes más dinámicos de la demanda interna, como lo avala la mayor parte de los indicadores disponibles. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento, de uso más intensivo en ingeniería civil, mantiene una senda de recuperación (véase gráfico 16), igual que la producción de materiales empleados en la construcción, aunque esta crece a un ritmo más moderado. Entre los indicadores de empleo, los afiliados muestran un impulso elevado, pero ligeramente descendente.

Por tipología de obra, la información de la ECIC correspondiente al primer trimestre de 2003 ha recogido un comportamiento expansivo de la obra civil y, en mayor medida, de la edificación de viviendas, recuperándose ambos tipos de obra en relación con el trimestre precedente, mientras que la edificación no residencial se contrajo nuevamente. Por su parte, los indicadores relacionados con la iniciación de obras proyectan un comportamiento algo diferenciado de la obra civil, la edificación residencial y la edificación no residencial para los próximos trimestres. La licitación en obra civil, disponible hasta marzo, ha moderado el fuerte crecimiento que experimentó en 2002, aunque se mantiene en niveles muy elevados. La superficie a construir de edificación residencial, según las licencias concedidas por los ayuntamientos y los visados de los colegios de arquitectos, está registrando, por otra parte, un impulso creciente, que en el caso de los visados se ha cifrado en un aumento del 22,7% en el primer trimestre de 2003; por último, la superficie a construir de edificación no residencial se recupera ligeramente respecto a su comportamiento anterior. En definitiva, cabe esperar que la obra pública —realizada por las AAPP y por empresas relacionadas— mantenga su fortaleza, sustentada en la paulatina materialización de los planes de inversión yalicitados, mientras que la edificación residencial, principalmente, tenderá a experimentar un renovado impulso. En el recuadro 4 se hace

un análisis del stock de viviendas en España, a partir de los datos del último censo.

En el medio plazo, no obstante, el ya elevado endeudamiento de las familias que adquirirán la mayor parte de las nuevas viviendas, la persistencia de aumentos todavía importantes en los precios de este activo y la recuperación de los mercados bursátiles deberían favorecer una moderación de la inversión residencial.

Según la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva de tres décimas de punto porcentual al crecimiento del PIB en el primer trimestre del año 2003. En esta línea, la encuesta de coyuntura industrial ha recogido un aumento de los *stocks* de productos terminados, en relación con los niveles deseados, en la primera mitad del año.

Como ya se ha señalado, en los primeros meses del año en curso el contexto exterior de la economía española estuvo dominado por el conflicto bélico en Irak, que acrecentó la incertidumbre acerca de un despegue de la actividad mundial y de una pronta reactivación de los mercados internacionales, afectando de lleno a la zona del euro. Esta situación ha cambiado tras el fin del conflicto iraquí y, a pesar de la ambigüedad de las señales, se aprecia una leve mejoría del panorama internacional. Por otra parte, la apreciación del euro en el transcurso del primer semestre del año ha afectado a la posición competitiva de los productos españoles. En esta situación, los flujos reales de comercio exterior han experimentado un notable dinamismo, si bien este ha sido más intenso en el caso de las importaciones. Según la CNTR, en el primer trimestre de 2003 las exportaciones de bienes y servicios se ralentizaron ligeramente, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 5,5%, a lo que contribuyó la notable contención de sus precios, en especial los de aquellos productos destinados a países no pertenecientes a la UE, compensando parcialmente el efecto negativo de la apreciación del euro. Las importaciones de bienes y servicios se aceleraron hasta un 8%, tras el intenso repunte del trimestre anterior, arrastradas por el empuje de la demanda final y por la fortaleza del euro. En conjunto, la demanda exterior neta detrajo nueve décimas al crecimiento del producto, dos décimas más que en el trimestre precedente; la información aún incompleta correspondiente al segundo trimestre de 2003 apunta hacia una ligera ampliación del tono contractivo de la demanda exterior neta, fruto de una estabilización de las exportaciones y de una ligera aceleración de las importaciones.

Los datos de la CNTR indican que las exportaciones de bienes aminoraron su ritmo de avance interanual en el primer trimestre

RECUADRO 4

Características del parque de viviendas según el último censo

De acuerdo con el avance de resultados del censo de viviendas del año 2001, en España hay algo más de 20,8 millones de viviendas. En los últimos diez años, su ritmo de aumento ha sido muy superior (21%) al registrado por la población (5%) y la estructura por destinos no ha acusado grandes cambios en este período (1): un 68,5% de las viviendas se dedica a residencia habitual, un 16% a segunda residencia y un 14% permanece desocupada (véase cuadro adjunto). Cabe reseñar que, desde los años sesenta, se ha producido un fuerte incremento en el número de viviendas secundarias, que se ha multiplicado por diez, mientras que las que se destinan a uso habitual, también denominadas principales, solo se han doblado. El notable aumento de las segundas residencias está relacionado, fundamentalmente, con factores socioeconómicos.

De igual modo, llama la atención el elevado número de viviendas contabilizadas como desocupadas (2,9 millones), lo que está ligado tanto a la pérdida de población que se ha registrado en algunas zonas, como a la importancia creciente de la demanda de viviendas en función de la alta rentabilidad esperada con esta inversión. En relación con el primero de estos factores, se observa que, entre las ocho provincias con una mayor proporción de viviendas vacías, en seis de ellas se han producido descensos de población desde 1991 (véase figura A del gráfico adjunto). No obstante, las mayores bolsas de viviendas desocupadas se concentran en los grandes núcleos de población —entre las provincias de Madrid y Barcelona tienen una quinta parte del total—, así como en las provincias con un mayor atractivo turístico, destacando Valencia y Alicante, que en conjunto poseen un 12% del total nacional. Dadas las características poblacionales y de actividad de estas provincias, cabe pensar que en todas ellas el mercado inmobiliario es particularmente dinámico, lo que amplía las posibilidades de venta ante reajustes en las rentabilidades relativas de los activos financieros y reales. En todo caso, el que los propietarios de estas viviendas prefieran mantener los inmuebles desocupados, frente a la alternativa de proceder a su arrendamiento, puede estar reflejando un mal funcionamiento del mercado de alquileres y una utilización poco adecuada del parque de viviendas.

La composición de la tenencia de las viviendas principales, en línea con las tendencias que se han venido observando a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, se ha modificado en el último decenio. En particular, la proporción de familias que residen en viviendas de su propiedad ha vuelto a aumentar, hasta situarse en el 82%, a costa de un nuevo descenso en el porcentaje de familias que pagan un alquiler, de manera que estas últimas solo representan un 11,5% (véase cuadro adjunto), cuando a mediados del siglo pasado eran algo más del 40%. La pérdida de importancia del alquiler no solo se ha producido en términos relativos, sino también en términos absolutos. Además, hay que mencionar que, en 2001, existían más viviendas vacías que en alquiler (2,9 millones frente a 1,6 millones), por lo que, en principio y bajo condiciones adecuadas, el mercado de alquiler podría aumentar considerablemente.

El retroceso de las viviendas en alquiler ha sido un fenómeno generalizado en todo el territorio nacional. Aun así, en la distribución geográfica de esta forma de usufructo se aprecian contrastes notables. En términos absolutos, el segmento de alquiler se concentra en los grandes núcleos de población; de hecho, en las provincias de Barcelona y Madrid se concentra el 35% del total de viviendas arrendadas, porcentaje que supera en algo más de nueve puntos porcentuales la proporción que estas ciudades poseen del parque de viviendas. En términos relativos, esta forma de tenencia llega a casi el 30% en Melilla y sobrepasa el 20% en Ceuta e Islas Baleares. Además, hay que mencionar que, en 2001, existían más viviendas vacías que en alquiler (2,9 millones frente a 1,6 millones), por lo que, en principio y bajo condiciones adecuadas, el mercado de alquiler podría aumentar considerablemente.

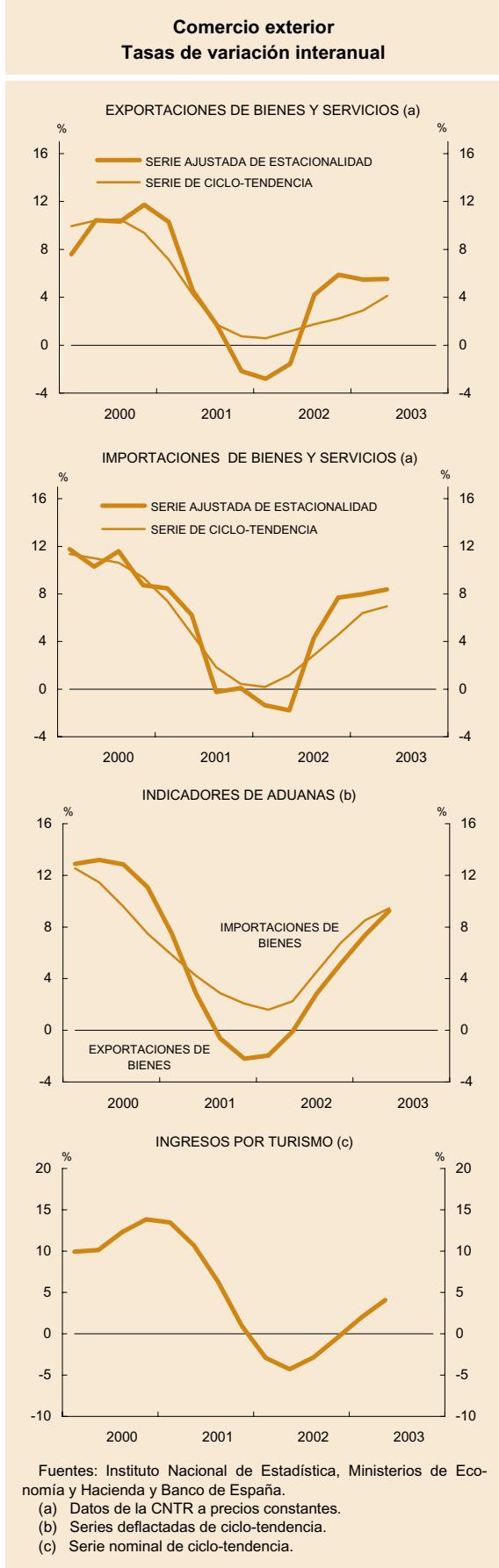
(1) La mejor contabilización, en el último censo, de las viviendas secundarias y de las desocupadas ha hecho que la categoría de «otras formas» haya crecido notablemente respecto a los datos del censo de 1991. En contrapartida, muy probablemente, en ese censo, tanto las viviendas secundarias como las desocupadas estaban sesgadas al alza.

Parque de viviendas y su tipología		
	1991	2001
Viviendas familiares	17.206.363	20.823.369
VIVIENDAS POR TIPO (%)		
Principales	68,2	68,5
Secundarias	17,0	16,0
Desocupadas	14,4	13,9
Otras formas	0,4	1,6
VIVIENDAS PRINCIPALES POR TENENCIA (%)		
Propiedad	78,3	82,0
Alquiler	15,2	11,5
Cesión	4,5	2,7
Otras formas	2,0	3,8
A. PROVINCIAS CON UN MAYOR PORCENTAJE DE VIVIENDAS VACÍAS %		
Cáceres (a)	18,5	
Castellón	17,5	
Lugo (a)	17,0	
Jaén	16,5	
Orense (a)	16,0	
León (a)	15,5	
Soria (a)	15,0	
La Coruña (a)	15,0	
Granada	14,5	
B. PROVINCIAS CON UN MAYOR PORCENTAJE DE HOGARES EN VIVIENDA DE ALQUILER %		
Melilla	27,0	
Ceuta	20,0	
I. Baleares	18,0	
Las Palmas	17,5	
Barcelona	17,0	
S. C. Tenerife	16,5	
Gerona	16,0	
Cádiz	15,5	
Madrid	14,0	

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Provincia con pérdida de población entre los censos de 1991 y 2001.

GRÁFICO 17



de 2003, desde el 8,8% con el que se cerró el año 2002 hasta el 7,5%, manteniendo en cualquier caso un dinamismo notable (véase gráfico 17). Las cifras de Aduanas registraron una desaceleración similar en esos meses, como consecuencia de la evolución de las ventas hacia los mercados no comunitarios. La información correspondiente a los meses de abril y mayo muestra, sin embargo, un nuevo impulso de las exportaciones, que crecieron un 10,4%, en tasa real interanual, en esos dos meses, debido al significativo avance de las ventas a los países de la UE, que habrían pasado a crecer más que las dirigidas a otras áreas geográficas. La valoración de estos datos requiere una cierta cautela, dada la elevada volatilidad que caracteriza a estos flujos, y teniendo en cuenta, además, la dificultad de explicar esa evolución en un contexto de marcada debilidad de las economías europeas. En todo caso, en el conjunto de los cinco primeros meses del año, las exportaciones de bienes crecieron un 7,8%, en términos reales, frente al descenso del 2,3% observado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Los elementos más destacables de esta evolución fueron, por áreas geográficas, la importante aceleración de las ventas destinadas a los mercados comunitarios —que avanzaron hasta alcanzar un 7,6%, en términos reales en el promedio del período— y, por grupos de productos, el dinamismo que adquirieron las exportaciones de bienes de equipo.

La evolución de las exportaciones de servicios en el primer trimestre estuvo dominada por el tono contractivo del sector turístico: según la CNTR, los ingresos reales por turismo cayeron un 1,8%, en tasa interanual, en ese período, aunque ello supone una recuperación en relación con los elevados registros negativos del año 2002, que finalizó con una caída media del 4%. El comportamiento de este agregado en los primeros meses de 2003 estuvo determinado por el empeoramiento del panorama internacional y, en particular, por el brote de neumonía asiática, que contribuyó a retraer la demanda turística global; por otra parte, la apreciación del euro afectó negativamente a la competitividad de la oferta turística española. Los indicadores reales del turismo avalan, en términos generales, la evolución de los ingresos, si bien han tendido a reflejar una situación algo más positiva en el segundo trimestre, abriendo un panorama más favorable para el sector: los turistas entrados por fronteras experimentaron un incremento del 5,3% en el conjunto de los seis primeros meses del año, por encima del aumento registrado en 2002, gracias, en buena medida, al tirón del mercado británico. Los datos de la encuesta de ocupación hotelera también han arrojado un balance positivo de los viajeros alojados en hoteles y del número de

pernoctaciones efectuadas en mayo y junio, aunque los incrementos del período enero-junio continúan siendo moderados (1,9% y 1,3%, respectivamente), revelando una creciente preferencia de los turistas por alojamientos extra-hoteleros. El resto de servicios no turísticos repuntó hasta el 4,7%, en el primer trimestre de 2003, desde el 2,7% observado en el último trimestre del año anterior, en línea con la aceleración que también se observó en el indicador nominal de Balanza de Pagos.

En el primer trimestre de 2003, las importaciones reales de bienes estabilizaron su ritmo de avance en el 8,4%, según datos de la CNTR, truncando el perfil de intensa aceleración que habían reflejado en la segunda mitad de 2002. La evolución positiva de las exportaciones y la recuperación de la inversión productiva privada, y de la propia actividad industrial, en un contexto de fuerte apreciación del euro, dieron lugar al avance sostenido de las compras de bienes en el exterior. Las cifras de Aduanas, que acusaron cierta desaceleración durante el primer trimestre, repuntaron notablemente en abril y mayo. En el conjunto de los cinco primeros meses del año, las importaciones acumulan un incremento real del 9,6%, similar al de la segunda mitad del año anterior, destacando el intenso avance de las compras de bienes de equipo, del orden del 16,6%, dato que refleja, a su vez, el impulso de las compras de material de transporte y, en menor medida, de las compras de maquinaria. En el período enero-mayo, las importaciones reales de bienes de consumo crecieron por debajo de los registros observados en la segunda mitad de 2002, fruto de la importante desaceleración de las compras de bienes de consumo duradero. Los bienes intermedios mantienen un tono elevado, destacando las compras destinadas a la industria química y a la fabricación de maquinaria. Por el contrario, los bienes intermedios energéticos acumulan un descenso real del 3,5%, acusando la fuerte escalada que experimentaron los precios del petróleo a principios del ejercicio.

Por último, las importaciones reales de servicios avanzaron un 6% en el primer trimestre de 2003, prolongando el perfil de recuperación de los datos precedentes. Esta aceleración se extendió tanto a los servicios no turísticos (5,9%) como a los pagos por turismo reales (6,5%), impulsados por la fortaleza del euro.

4.2. Producción y empleo

Como se señaló en la introducción a este epígrafe, la actividad ha experimentado una evolución dispar en las distintas ramas productivas, en el período transcurrido de 2003. Entre

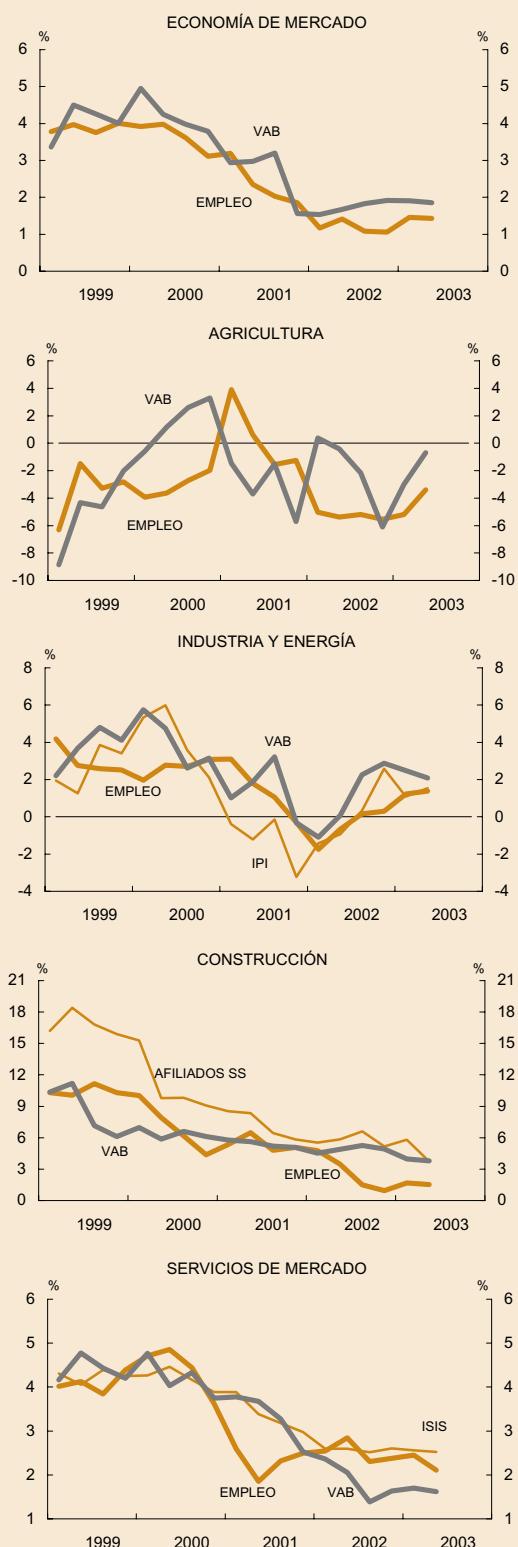
enero-marzo, las ramas primarias moderaron el tono contractivo que han mantenido en los últimos años y su valor añadido descendió con menor intensidad que en el cuarto trimestre de 2002, señalando un posible cambio de tendencia (véase gráfico 18). En el segundo trimestre, las previsiones disponibles sobre la producción de cereales de invierno y leguminosas son bastante favorables, teniendo en cuenta las abundantes precipitaciones registradas en el inicio del año hidrológico, que superaron los valores históricos medios. No obstante, las condiciones climatológicas extremas de los últimos dos meses podrían haber afectado a una parte de aquella producción. En cuanto a la producción animal, se aprecian indicios de recuperación, con la excepción de la producción de leche, que se encuentra en una situación claramente contractiva.

En los primeros meses de 2003, las ramas de la industria y la energía interrumpieron el proceso de aceleración experimentado a lo largo de 2002, reduciendo su ritmo de avance interanual en cuatro décimas, hasta el 2,5%; en ese período, fue la actividad energética la que registró una desaceleración significativa, en contraste con la industria, que repuntó hasta el 2%. La información relativa al segundo trimestre indicaría, sin embargo, una estabilización en el ritmo de crecimiento de la industria, al mostrar el índice de producción industrial un comportamiento vacilante, con una desaceleración en el mes de mayo, centrada en la producción de bienes de consumo no alimenticio y en los bienes intermedios. El retraso en las perspectivas de recuperación, en el ámbito internacional, y la apreciación del euro habrían llevado a estabilizar el avance de la industria, a pesar de la evolución sostenida de la demanda interna. El indicador de confianza, elaborado por Eurostat, también ha mostrado un perfil menos expansivo en el segundo trimestre, retrocediendo en el mes de junio, debido a una peor valoración de la cartera de pedidos y, en especial, de la cartera exterior. Sin embargo, otros indicadores coyunturales ofrecen un perfil más positivo de la industria en los meses más recientes: las importaciones de bienes intermedios no energéticos y las de bienes de equipo, que se mostraron muy dinámicas en los meses de abril y mayo, o las exportaciones de productos industriales, que han mantenido unos ritmos de crecimiento elevados en esos meses.

El valor añadido de la construcción volvió a perder vigor en el primer trimestre de 2003, alcanzando un crecimiento interanual del 4%, frente al 4,9% del período anterior. Aunque la confianza de los constructores descendió ligeramente en el segundo trimestre, su nivel sigue siendo elevado, como lo corroboran otros indicadores

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.

contemporáneos, ya mencionados al analizar la inversión en construcción. En línea con este último agregado, se estima que en el segundo trimestre el valor añadido de la construcción pudo desacelerarse ligeramente, pero manteniéndose como la actividad más dinámica.

En los primeros meses de 2003, las actividades terciarias estabilizaron su crecimiento en el 2,2%, según estimaciones de la CNTR. La rama de servicios no de mercado creció un 4% en el primer trimestre, cifra similar a la observada en los meses finales de 2002. Por su parte, la rama de servicios orientados al mercado registró una aceleración de una décima de punto porcentual, creciendo un 1,7%, en tasa interanual. Según la nueva estadística de indicadores de actividad de los servicios, cuya reciente aparición viene a cubrir un hueco relevante en las necesidades de información estadística de esta rama, el mayor dinamismo en el primer trimestre correspondió a los servicios a empresas, seguidos del comercio, las tecnologías de la información y la comunicación y el transporte; el sector con una coyuntura más débil fue el turismo, cuya actividad se contrajo.

La información coyuntural más reciente muestra una suave revitalización de las actividades de mercado en el segundo trimestre del año. En un contexto de ligera mejora de las perspectivas del sector, el indicador sintético de servicios muestra una pauta de crecimiento estable. Las actividades de comercio, hostelería y transporte presentan signos de un mayor impulso en su actividad, mientras que el resto apunta hacia un mantenimiento. Así, el índice de ventas del comercio al por menor registró una recuperación en el mes de mayo, mientras que el indicador de confianza del comercio minorista cerró un segundo trimestre más positivo que el anterior. Algunos indicadores relacionados con la hostelería (viajeros alojados en hoteles, pernoctaciones) también han mejorado, abandonando la fase contractiva de trimestres anteriores. Por último, en los distintos subsectores del transporte se aprecia una evolución dispar.

La estimaciones de la CNTR indican que el empleo, medido en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo, se aceleró hasta el 1,5%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2003, frente al 1,1% con el que cerró el año anterior. En un contexto de estabilidad en el crecimiento de la actividad, este resultado llevó a una desaceleración de la productividad aparente del trabajo, que no consolidó el avance registrado en el último trimestre de 2002, y retrocedió hasta tasas del 0,6%, un valor próximo al promedio alcanzado en el pasado año. Los indicadores coyunturales avalan la evolución positiva del empleo en el primer

trimestre: la Encuesta de Población Activa (EPA) mostró un aumento de la ocupación del 2,3%, siete décimas por encima del registrado en el trimestre anterior, mientras que las afiliaciones a la Seguridad Social (SS) presentaron un avance interanual del 3,3%, tres décimas superior al del período previo.

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2003 señalan el mantenimiento de un sólido proceso de creación de empleo, que se estima que creció a tasas algo más elevadas que en el primer trimestre. Así, la EPA ha reflejado una nueva aceleración del número de ocupados, que se incrementó un 2,6% en relación con el segundo trimestre de 2002, en tanto que las afiliaciones, tras experimentar un crecimiento muy próximo al del primer trimestre, han aumentado un 3,2% en el conjunto de los seis primeros meses del año. Por su parte, el paro registrado, que mostró un crecimiento interanual del 4,8% entre enero y marzo, aumentó un 1,8% en el segundo trimestre, a pesar de que el dato de paro del mes de junio significó un cierto repunte de esta variable.

Como se aprecia en el gráfico 18, según datos de la CNTR, en el primer trimestre del año el empleo se aceleró en todas las actividades productivas, excepto en los servicios. En este caso, no obstante, el aumento del empleo fue más elevado que en las otras ramas: un 2,1%, solo una décima inferior al avance del valor añadido, que también permaneció estable, de forma que la productividad aparente del trabajo continuó estancada, como ya ocurriera en 2002; para el segundo trimestre, la EPA apunta hacia un mayor ritmo de creación de empleo en estas ramas, corroborado por las cifras de afiliaciones. La ocupación en la industria y la energía repuntó con notable dinamismo en el primer trimestre; no obstante, la EPA ha recogido un retroceso del empleo en el segundo trimestre, en línea con el freno registrado por la actividad y con la información procedente de las afiliaciones. En la construcción, las ganancias de productividad se moderaron en el primer trimestre, ya que el empleo repuntó en un contexto de ralentización del valor añadido, proceso que se estima que ha seguido en los meses de primavera; no obstante, el crecimiento de la productividad es todavía relativamente elevado. Finalmente, la agricultura fue el único sector productivo que experimentó mayores ganancias de productividad en el primer trimestre, debido a que el proceso de destrucción de empleo continuó a un ritmo más intenso (el 5,2%) que la caída del valor añadido; en el segundo trimestre, el ritmo de caída del empleo parece haberse contenido.

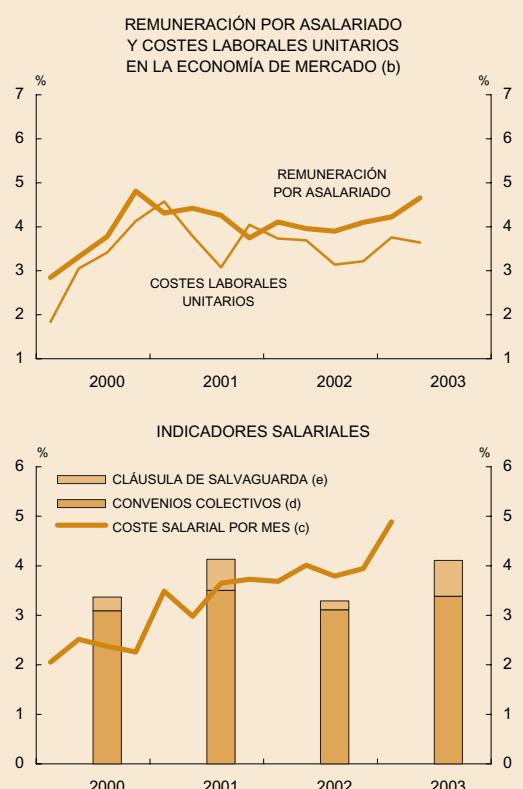
De acuerdo con la CNTR, el empleo asalariado creció un 2,1% en el primer trimestre, tres

décimas por encima de la tasa con la que cerró el año anterior, mientras que el empleo por cuenta propia continuó contrayéndose a un ritmo similar al observado en 2002. Los datos de la EPA relativos a las distintas modalidades de contratación muestran que el empleo indefinido registró un avance importante tanto en el primer trimestre como en el segundo, cuando registró un aumento interanual del 4,5%; por su parte, el empleo temporal experimentó un modesto incremento interanual en los tres primeros meses, que se ha intensificado en el segundo trimestre, en contraste con el descenso experimentado en la segunda mitad de 2002; no obstante, su ritmo de avance sigue siendo notablemente inferior al del empleo indefinido. La *ratio* de temporalidad se ha situado en el 30,6% en el segundo trimestre, seis décimas de punto porcentual por debajo de su valor un año antes, lo que ilustra la efectividad de las medidas de fomento del empleo estable adoptadas en el pasado y debería contribuir a reducir la rotación del empleo, favoreciendo el incremento de la productividad. Por su parte, la *ratio* de parcialidad se situó en el 8,2%, dos décimas por encima de su nivel en el segundo trimestre de 2002.

Aunque la población activa, medida por la EPA, conserva una notable fortaleza, en el cuarto trimestre de 2002 ralentizó suavemente su crecimiento, hasta el 2,7%, tasa a la que ha vuelto a crecer en el segundo trimestre de 2003; cabe recordar que en el promedio del pasado año la población activa creció un 3%. El aumento de la fuerza laboral se explica básicamente por el comportamiento de la tasa de actividad, que continúa elevándose, ya que la población en edad de trabajar ha moderado su crecimiento. En el segundo trimestre, la tasa de actividad se situó en el 54,9%, un punto por encima de la alcanzada el año anterior; considerando únicamente a la población de entre 16 y 64 años, su nivel fue del 68,3%, en línea con la senda de crecimiento que venía registrando en los últimos años. En este período, el dinamismo de la población activa prácticamente se ha igualado con el de la ocupación, lo que se ha traducido en un crecimiento también muy similar del número de desempleados (2,9% en tasa interanual) y en una estabilidad de la tasa de paro, en relación con el segundo trimestre de 2002, que se cifró en el 11,1%; en relación con el primer trimestre de este año, la tasa de paro se redujo en seis décimas, en parte por motivos estacionales. La tasa de paro femenina, que sigue duplicando a la de los hombres, disminuyó en relación con un año antes, a diferencia de lo sucedido en los trimestres anteriores, mientras que la masculina se incrementó. Finalmente, el porcentaje de desempleados de larga duración (36,9%) siguió reduciéndose.

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.

acelerado adicionalmente, a la vez que la remuneración por ocupado habría repuntado, el coste laboral unitario habría mantenido un perfil similar de aceleración en ese período.

Cabe señalar que los datos del índice de costes laborales (ICL) del primer trimestre de 2003 apuntan hacia una aceleración de la remuneración algo más intensa que la recogida por la CNTR para la economía de mercado. El coste laboral medio por trabajador y mes se incrementó un 5,2% en ese período, seis décimas más que en el último trimestre de 2002. Entre sus componentes, el coste salarial experimentó una aceleración significativa (del 3,9% hasta el 4,9%), al recoger un incremento muy pronunciado de los pagos atrasados, mientras que el coste no salarial registró una leve contención, aunque mantuvo ritmos de avance muy sustanciales (6%). Por ramas de actividad, cabe destacar la aceleración del coste laboral por trabajador en la construcción (6,0%) y en los servicios (5,0%), mientras que en la industria el ICL se desaceleró ligeramente (5,2%).

La información disponible sobre la evolución de la negociación colectiva en los cinco primeros meses de 2003 muestra que el aumento salarial pactado es del 3,4%, cifra que se ha ido rebajando progresivamente desde el mes de febrero, aunque se mantiene tres décimas de punto porcentual por encima del incremento pactado en 2002. Hasta la fecha, el crecimiento de las tarifas en los convenios revisados se sitúa en el 3,4%, mientras que el correspondiente a los convenios de nueva firma es del 2,9%, ligeramente superior al alcanzado con datos hasta abril, aunque compatible con el contenido del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva de 2003 (AINC 2003). No obstante, la representatividad de los convenios de nueva firma es todavía escasa, ya que, como viene siendo habitual, el grueso de los nuevos convenios se pacta en la segunda parte del año. A partir de los datos facilitados por el MTAS, se observa que el efecto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a los convenios del año 2002 —la diferencia entre el incremento pactado en 2002 con cláusula y sin ella— es de siete décimas, aproximadamente.

La aceleración que experimentaron los costes laborales unitarios en el primer trimestre de 2003 no se trasladó a los deflactores del valor añadido, ya sea del conjunto de la economía o de la economía de mercado, que mantuvieron tasas de crecimiento similares a las de los dos trimestres anteriores (el 4,3% y 4,7%, respectivamente). Este hecho implica que los márgenes por unidad de producto, aunque continuaron ampliándose, lo hicieron en menor medida (véase gráfico 20). En las principales ramas de

4.3. Costes y precios

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido se aceleró en el primer trimestre de 2003 tanto en el conjunto de la economía como en las actividades que forman la economía de mercado, hasta situar su crecimiento en tasas del 3,5% y del 3,8%, respectivamente (véase gráfico 19). Este comportamiento reflejó, en primer término, el recorte, ya mencionado, de las ganancias de productividad, que no consolidaron el avance registrado en el trimestre previo; también reflejó una ligera aceleración de la remuneración por ocupado, que se sumó a la que había tenido lugar al final del ejercicio anterior, situando la tasa interanual de este agregado en el 4,3%, en el primer trimestre del año en curso, para el total de la economía, y en el 4,2% para la economía de mercado. Dado que se estima que durante el segundo trimestre la productividad pudo haberse des-

actividad, el comportamiento de precios y márgenes fue desigual. En la industria, el deflactor del valor añadido se desaceleró en el primer trimestre, reflejando posiblemente los efectos de una mayor competencia externa, en un contexto de apreciación del euro; esta desaceleración, en combinación con la evolución alcista de los costes laborales unitarios, se tradujo en un estancamiento del margen unitario, que habría pasado a contraerse en el segundo trimestre. Como se ha comentado en ocasiones anteriores, las condiciones de competencia que imperan en estas actividades hacen que el crecimiento de la remuneración solo sea sostenible en el tiempo con avances paralelos de la productividad del trabajo. En la rama de construcción, por el contrario, la fortaleza de la demanda de vivienda y de la obra pública ha dado lugar a un pronunciado incremento de los precios, que, a pesar del repunte de los costes laborales unitarios, ha permitido una ampliación continuada de los márgenes. Por último, en los servicios de mercado la evolución del deflactor y de los costes es muy próxima, indicando una estabilidad de márgenes en un contexto de crecimiento moderado de la actividad.

En el primer trimestre de 2003, el deflactor de la demanda final estabilizó su ritmo de avance en el 3,2%, tasa inferior a la correspondiente al deflactor del PIB (4,5%). Este resultado fue consecuencia, nuevamente, del recorte que experimentaron los precios de importación, inferior, no obstante, al registrado en el trimestre precedente, a causa de la escalada de los precios energéticos en los tres primeros meses de 2003. Otros precios internacionales, en especial los de materias primas, han descendido de manera significativa, debido a la apreciación del euro y a la debilidad de la demanda.

Entre los indicadores de precios finales disponibles para el segundo trimestre de 2003, el IPC reflejó una nueva moderación de las tensiones inflacionistas, recortando su crecimiento nueve décimas, hasta el 2,7%. Uno de factores que contribuyó a esta corrección fue el abaratamiento de los precios energéticos, a partir del mes de abril, como consecuencia de la relajación de las tensiones que habían dominado los mercados internacionales del petróleo en los meses anteriores y durante el conflicto bélico en Irak; además, la factura energética se abarcó como consecuencia de la apreciación del euro frente al dólar. Entre abril y junio, la tasa de variación interanual media del IPC energético se situó en el -0,6%, frente al 6,1% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 21). Aunque los factores que están determinando en mayor medida la reducción de las tensiones inflacionistas son de carácter externo, también el IPSEBENE ha recortado su tasa de crecimien-

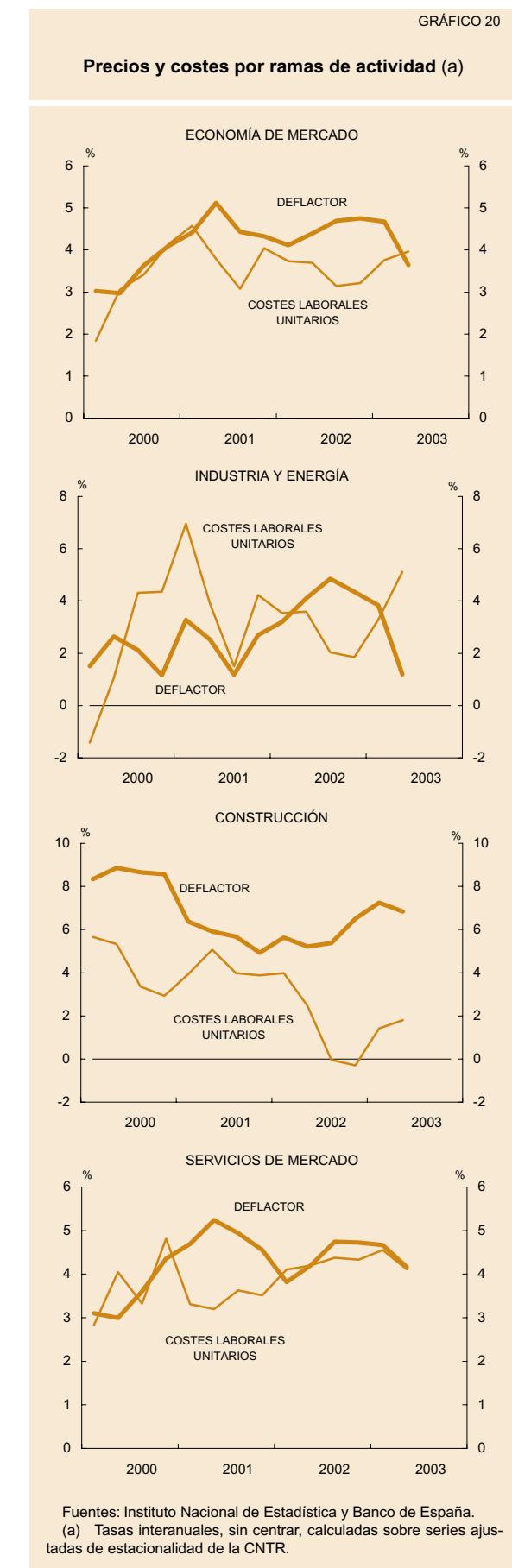
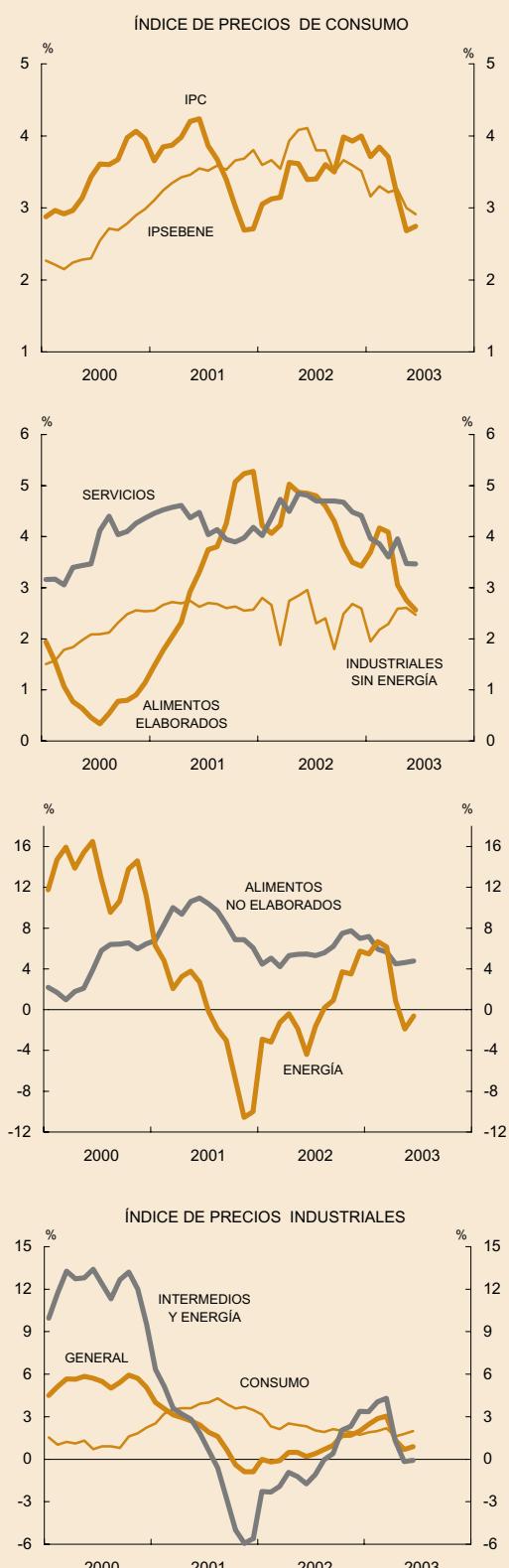


GRÁFICO 21

**Indicadores de precios (a)
España**


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

to, de forma que en el segundo trimestre de 2003 se situó en el 3,1%.

La desaceleración de los precios de consumo en España, medida por el IAPC, en el segundo trimestre del año ha sido más intensa que la ocurrida en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona se ha reducido en 6 décimas desde el mes de abril, hasta situarse en 0,8 puntos porcentuales en junio. Los diferenciales de inflación por componentes evolucionaron de un modo dispar: mientras los de servicios, alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos han permanecido estables, el de la energía se deterioró ligeramente y el de los alimentos no elaborados mejoró. En los casos de los precios energéticos y de los alimentos elaborados, el diferencial de inflación continúa siendo favorable a España (véase gráfico 22).

En el segundo trimestre de 2003, el índice de precios industriales (IPRI) quebró la trayectoria alcista que venía mostrando desde principios del pasado año, registrando un aumento interanual del 1% (0,9% en el mes de junio), frente al 2,8% observado en el promedio del primer trimestre. La desaceleración se debió, fundamentalmente, al descenso de precios de producción de la energía, que disminuyeron un 0,6% interanual en el conjunto del trimestre, si bien esta tendencia se quebró en el mes de junio. En el período más reciente se ha registrado una progresiva desaceleración de los precios de fabricación de los bienes intermedios no energéticos. Por su parte, los precios de producción de los bienes de equipo han mantenido un crecimiento relativamente estable, al igual que los precios de los bienes de consumo, si bien estos dentro de una mayor variabilidad. En la zona del euro, la desaceleración de los precios de producción, hasta el mes de mayo, ha resultado menos intensa que en España, dando lugar a un diferencial de seis décimas favorable a nuestro país. Los precios percibidos por los agricultores han mostrado un comportamiento favorable, en línea con los anteriores indicadores, si bien han abandonado las tasas de variación interanual negativas registradas en los 12 meses anteriores. Por último, los precios hoteleros se han desacelerado suavemente, salvo en el mes de abril, por el efecto de la Semana Santa.

4.4. La actuación del Estado

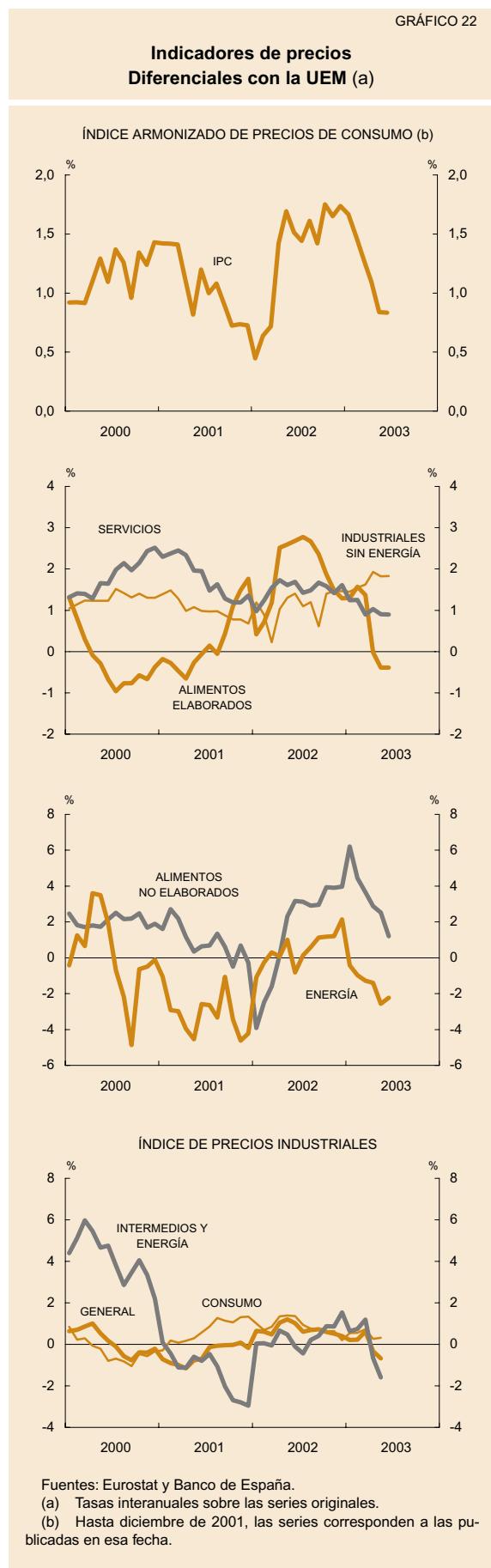
Según las cifras de ejecución del Presupuesto del Estado elaboradas con la metodología de la Contabilidad Nacional, hasta el mes de junio el Estado acumuló un déficit de 2.759 millones de euros (un 0,4% del PIB), inferior a los 3.431 millones de euros (0,5% sobre el PIB) registrados en el mismo período del año ante-

rior (véase el cuadro 3). Tanto los ingresos como los gastos se aceleraron ligeramente en el segundo trimestre, registrándose suaves crecimientos con respecto a las cifras acumuladas de la primera mitad del año anterior (del 2,2% en el caso de los ingresos y del 0,7% en el de los gastos). Entre estos últimos, cabe destacar los fuertes crecimientos registrados en algunos gastos de consumo y en los de formación bruta de capital.

Puede señalarse, no obstante, que la comparación de los datos de ejecución de 2003 con las cifras de 2002 (tanto en términos de Contabilidad Nacional como de caja) se encuentra distorsionada, por una parte, debido al proceso de transferencia de competencias de ingresos y gastos a las Comunidades Autónomas, que se desarrolló a lo largo del pasado año y que puede estar incidiendo todavía en dicha comparación, aunque en menor medida que el año anterior, y, por otra parte, porque se ha modificado el calendario del ingreso de las retenciones del trabajo procedentes de las Administraciones Públicas, que, desde principios de este año, han pasado a realizarse con periodicidad mensual. Además, los ingresos del IRPF de los primeros meses del año no estaban afectados por la rebaja en las retenciones motivada por la reforma de este impuesto. Las tasas de variación que aparecen en las columnas 5 y 8 del cuadro 3 reflejan estos hechos.

Por su parte, los datos de caja disponibles sobre la ejecución presupuestaria del Estado indican que en la primera mitad del 2003 se produjo un descenso del déficit, que quedó situado en los 6.892 millones de euros, frente a los 8.485 millones de déficit acumulado en el período enero-junio de 2002. Esta reducción del déficit de caja contrasta con el aumento presupuestado para el conjunto del año (cuadro 3), aunque hay que tener en cuenta los efectos de calendario que afectan a la comparación con el año anterior, a los que ya se ha hecho referencia.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con datos sobre la totalidad de la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Comunidades Autónomas, que no están incluidas en el cuadro 3. Así, en términos agregados, el IRPF tuvo un crecimiento del 10,5% en los seis primeros meses, notablemente superior a la tasa de crecimiento obtenida en el conjunto del año anterior (el 7,1%), aunque inferior a la del primer trimestre (en el que alcanzó un 14,7%), debido a que la rebaja de las retenciones va teniendo más peso. Los impuestos indirectos, por su parte, registraron en estos meses una significativa aceleración



CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación	Variación	Presupuesto	Variación	Liquidación	Liquidación		
		porcentual		porcentual	ENE-MAR	2002	2003	Variación
	2002	2002/2001	2003	2003/2002	Variación	ENE-JUN	ENE-JUN	porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	108.456	-13,4	105.696	-2,5	-3,1	47.703	48.031	0,7
Impuestos directos	55.531	-0,3	55.218	-0,6	7,9	19.029	20.427	7,3
IRPF	32.268	-11,5	32.217	-0,2	17,2	14.075	15.742	11,8
Sociedades	21.420	24,4	21.090	-1,5	—	4.078	3.915	-4,0
Otros (a)	1.843	-2,9	1.911	3,7	-2,3	875	770	-12,1
Impuestos indirectos	38.026	-28,5	37.741	-0,7	-7,3	21.772	20.948	-3,8
IVA	25.720	-25,8	25.742	0,1	-5,5	15.610	15.352	-1,7
Especiales	10.347	-37,7	9.880	-4,5	-16,7	5.200	4.556	-12,4
Otros (b)	1.959	2,5	2.119	8,2	4,7	962	1.040	8,1
Otros ingresos	14.898	-8,8	12.736	-14,5	-17,4	6.902	6.656	-3,6
2. Pagos no financieros (c)	111.082	-13,3	114.517	3,1	-2,9	56.188	54.924	-2,2
Personal	17.554	4,3	18.490	5,3	9,3	8.692	9.186	5,7
Compras	2.843	11,3	2.491	-12,4	14,6	1.204	1.351	12,2
Intereses	18.863	3,3	19.672	4,3	1,5	10.286	9.491	-7,7
Transferencias corrientes	58.324	-24,4	57.500	-1,4	-11,0	29.929	28.526	-4,7
Fondo de contingencia	—	—	2.290	—	—	—	—	—
Inversiones reales	7.043	9,0	7.247	2,9	5,5	3.159	3.374	6,8
Transferencias de capital	6.455	-5,3	6.827	5,8	8,5	2.918	2.996	2,7
3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-2.626	—	-8.821	—	—	-8.485	-6.892	-18,8
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	110.819	-12,5	—	—	-0,8	48.208	49.251	2,2
Pagos no financieros	114.395	-12,4	—	—	-2,8	51.639	52.010	0,7
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-3.576	—	-3.620	—	—	-3.431	-2.759	—

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.

respecto al conjunto del año 2002 y respecto al primer trimestre de este ejercicio, debido a la evolución del IVA. Este impuesto tuvo un crecimiento del 10,5%, en términos homogéneos (frente al 6,4% del año 2002 y al 6,1% del primer trimestre), mientras que los impuestos especiales aumentaron un 4,3% (4,6% en el año precedente y 5,3% en el primer trimestre). Cabe añadir, finalmente, que la caída registrada en los ingresos no impositivos refleja la reducción de los ingresos patrimoniales del Estado y que los datos sobre el Impuesto de Sociedades están influidos por

las mayores devoluciones que han tenido lugar en esta primera parte del año.

Por el lado del gasto, en los seis primeros meses se ha observado una caída, con respecto al mismo período del año anterior, debida a los capítulos de intereses y de transferencias corrientes. Estas últimas, influidas todavía por el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, se redujeron un 4,7%, atenuando su caída frente a la que tuvo lugar en el primer trimestre, del -11,0% (véase cuadro 3). Por su parte, los gastos de funcionamiento (personal

RECUADRO 5

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.252 millones de euros hasta abril de 2003, superior en 348 millones de euros (un 5,9%) al registrado durante el mismo período del año precedente, mejorando lo previsto en el presupuesto inicial de 2003 (véase cuadro adjunto). No obstante, como en el caso del Estado, la comparación interanual de estos datos se halla afectada por la culminación, en el transcurso del año 2002, del traspaso efectivo de la gestión de la asistencia sanitaria a todas las CCAA.

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 9,3% hasta abril, lo que supone un ritmo de crecimiento notablemente superior al previsto en el presupuesto y una apreciable aceleración respecto a la evolución seguida en 2002. Esta aceleración se explica solo en muy pequeña parte por un crecimiento ligeramente mayor del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3,2% hasta junio de 2003, frente al 3% en el conjunto del año 2002.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró hasta abril un ritmo de crecimiento del 6,8%, en línea con el presupuestado para el conjunto del año y con el experimentado en el año anterior. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 1% hasta junio, ligeramente por encima de lo previsto y del crecimiento registrado en 2002.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 8,7% hasta marzo, frente al 13,5% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo disminuyeron un 11,9% en el primer trimestre, en contraste con el 0,4% de crecimiento previsto.

Por otra parte, el gasto del INEM destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,3% hasta junio de 2003, lo que supone una importante desaceleración respecto al 14,6% de crecimiento acumulado en el año 2002. Esta evolución estuvo determinada tanto por la desaceleración del paro registrado (que aumentó un 3,5% hasta junio, frente al 7,4% en el conjunto de 2002) como por el descenso de la tasa de cobertura, que se situó en el 71,1% hasta mayo, frente al 71,6% con que terminó el año 2002. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 1,9% hasta mayo, frente al 12,3% de crecimiento medio en 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 %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2002 (c) 1	2003 2	% variación 3=2/1	2002 4	2003 5	% variación 6=5/4
1. Ingresos no financieros	83.282	77.100	-7,4	27.359	26.900	-1,7
Cotizaciones sociales (d)	67.852	72.174	6,4	22.987	25.130	9,3
Transferencias corrientes	14.389	4.294	-70,2	4.153	1.566	-62,3
Otros (e)	1.042	632	-39,4	219	204	-6,7
2. Pagos no financieros	79.411	73.191	-7,8	21.454	20.648	-3,8
Personal	6.683	1.785	-73,3	1.573	550	-65,0
Gastos en bienes y servicios	4.214	1.390	-67,0	742	348	-53,1
Transferencias corrientes	67.615	69.568	2,9	19.065	19.711	3,4
Prestaciones	67.615	69.568	2,9	19.065	19.710	3,4
<i>Pensiones contributivas</i>	56.231	60.024	6,7	15.841	16.911	6,8
<i>Incapacidad temporal</i>	4.027	4.623	14,8	1.195	1.376	15,1
Resto	7.358	4.922	-33,1	2.028	1.423	-29,8
Resto transferencias corrientes	0	0	-30,7	0	0	—
Otros (f)	899	446	-50,3	74	39	-48,0
3. Saldo no financiero	3.871	3.909	1,0	5.904	6.252	5,9

Fuentes: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.
(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2003.
(b) Las transferencias del Instituto Social de la Marina a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.
(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 2002, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.
(d) Incluye recargos y multas.
(e) Excluye recargos y multas.
(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4		
Balanza de pagos: resumen (a)		
	Millones de euros	
ENERO-ABRIL		
	2002	2003
INGRESOS		
Cuenta corriente	75.182	80.626
Mercancías	44.158	47.117
Servicios	18.533	19.543
Turismo	9.072	9.353
Otros servicios	9.461	10.190
Rentas	6.520	7.274
Transferencias corrientes	5.970	6.691
Cuenta de capital	2.909	2.216
PAGOS		
Cuenta corriente	80.005	87.340
Mercancías	52.875	57.540
Servicios	12.588	13.328
Turismo	2.002	2.015
Otros servicios	10.586	11.313
Rentas	10.356	11.617
Transferencias corrientes	4.187	4.854
Cuenta de capital	318	371
SALDOS		
Cuenta corriente	-4.823	-6.714
Mercancías	-8.716	-10.423
Servicios	5.945	6.215
Turismo	7.070	7.338
Otros servicios	-1.125	-1.123
Rentas	-3.836	-4.343
Transferencias corrientes	1.784	1.837
Cuenta de capital	2.592	1.845

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

y compras) siguieron mostrando notables crecimientos, especialmente en el caso de las compras, que se incrementaron un 12,2%, lo que contrasta fuertemente con la caída del 12,4% presupuestada para el conjunto del año 2003. No obstante, estos gastos de funcionamiento han comenzado a desacelerarse respecto al primer trimestre. Finalmente, las inversiones reales han registrado hasta junio un crecimiento superior al presupuestado para el conjunto del año, al contrario que las transferencias de capital, que se han desacelerado en estos meses.

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

En el período enero-abril de 2003, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y

de capital registró un déficit de 4.869 millones de euros, lo que supone un aumento de 2.637 millones en relación con el saldo negativo observado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica fundamentalmente por el deterioro que reflejó el saldo por cuenta corriente, que amplió su déficit en 1.891 millones de euros, hasta situarse en 6.714 millones de euros, aunque también contribuyó el descenso de 747 millones de euros del superávit de capital, en este período. Por partidas de la cuenta corriente, empeoraron notablemente el déficit de mercancías y, en menor medida, el déficit de rentas, mientras que los saldos positivos de servicios y transferencias corrientes experimentaron cierta mejora.

El déficit de la balanza comercial registró un deterioro de 1.707 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2003, en relación con el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 19,6%. En este período, el desequilibrio comercial continuó ampliándose, debido fundamentalmente a la evolución fuertemente alcista que experimentó la factura energética, a pesar de la fortaleza del euro, y al diferencial de crecimiento que mantuvieron los flujos reales de importaciones y de exportaciones.

En cuanto a los servicios, en el período enero-abril el saldo positivo ascendió a 6.215 millones de euros, 270 millones por encima del contabilizado en iguales fechas del año anterior. Esta mejora se tradujo en un incremento interanual del 4,5%, que se explica por el aumento del superávit turístico (3,8%) y la estabilidad del déficit de otros servicios (-0,2%). Los ingresos turísticos mantuvieron en este período la tónica ligeramente positiva iniciada en el trimestre final de 2002, con un avance interanual del 3,1%, en línea con la evolución de los turistas entrados por fronteras en los primeros meses de 2003. Por su parte, los pagos por turismo apenas crecieron un 0,7% en el primer cuatrimestre de 2003, intensificando la moderación observada a finales del año anterior, acorde con el retroceso de la confianza de los consumidores y la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad mundial.

El déficit de la balanza de rentas registró un deterioro de 508 millones de euros entre enero y abril de 2003, en relación con el mismo período del ejercicio anterior, situando su déficit en 4.343 millones de euros. Tanto los ingresos como los pagos crecieron de forma notable (11,6% y 12,2%, respectivamente), reflejando el dinamismo de los flujos de rentas del sector privado no financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.837 millones de euros en el primer cuatrimestre del año, con un aumento de 54 millones de euros en relación con el observado en igual período de 2002. Los ingresos aumentaron un 12,1%, fruto del avance de los flujos destinados al sector privado y procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía. Los pagos, por su parte, crecieron un 15,9%, gracias al

notable incremento de destinados a la UE por Recurso PNB.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital descendió un 28,8%, tasa que se explica por el retroceso que experimentaron los flujos de fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al FEDER. Esto se debe, en su mayor parte, a ciertos retrasos que son habituales en los primeros meses del año.

5. Evolución financiera

5.1. Rasgos más destacados

Durante la primera mitad del año, las condiciones financieras de la economía española se han hecho más favorables para la expansión del gasto privado, como consecuencia de la reducción de los costes de financiación y del incremento del valor de los activos de empresas y familias. Así, el tono expansivo de la política monetaria, junto con las perspectivas de una recuperación económica moderada en las principales economías, contribuyó a que las rentabilidades de la deuda pública continuaran mostrando un perfil descendente, llegando a alcanzar mínimos históricos, aunque con algunos episodios de volatilidad. De este modo, en junio, la rentabilidad de la deuda a diez años emitida por el Tesoro español se situó en el 3,7%, si bien ha repuntado hasta el 4% a mediados de julio. Las primas de riesgo crediticio de las empresas españolas negociadas en los mercados de derivados de crédito experimentaron caídas significativas, especialmente en la industria petrolífera, lo que se tradujo en descensos en los costes de financiación de dichas sociedades más acusados que los de los tipos de interés libres de riesgo (véase gráfico 23). La mayor holgura de las condiciones financieras también se reflejó en la reducción de los tipos de interés crediticios que aplican las entidades de crédito al sector privado.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones mostraron, durante el primer trimestre, un perfil descendente acompañado de una elevada volatilidad (véase gráfico 23). Cuando las dudas sobre la duración y el alcance del conflicto iraquí se fueron despejando, los inversores empezaron a mostrar una mayor predisposición a asumir riesgos en los mercados de renta variable, tras la intensa corrección de los precios de las acciones en los últimos tres años, alimentada por el nivel reducido de los tipos de interés sin riesgo. Así, a pesar de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, en los mercados bursátiles se reestableció cierta normalidad, con una reducción importante en la volatilidad de los precios negociados, iniciándose una trayectoria alcista de las cotizaciones, compartida por las principales bolsas internacionales. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) compensó las pérdidas de principio del año y cerró el primer semestre con una revalorización del 13,5%, superior a la del EURO STOXX de las bolsas del área del euro (2,9%) y a la del S&P 500 de los mercados norteamericanos (10,8%).

Por su parte, el precio de la vivienda continuó creciendo, en el primer trimestre, a una tasa interanual superior al 17%, de modo que la

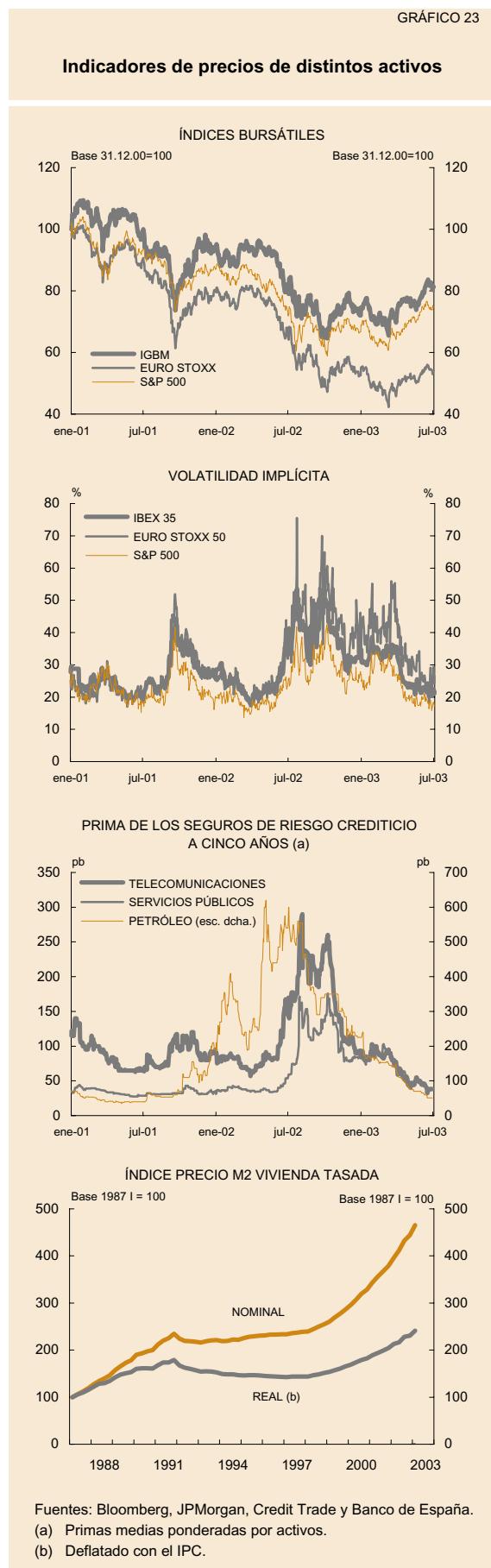
variación acumulada desde 1997 alcanzó el 68% en términos reales (véase gráfico 23).

En este contexto, durante el primer trimestre del año, los hogares mantuvieron su ahorro financiero en niveles reducidos, 1,3% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, y las sociedades no financieras incrementaron sus necesidades netas de financiación hasta el 4,7% del PIB, frente al 4,4% de 2002 (véase cuadro 5). Las operaciones financieras netas de las AAPP y de las instituciones financieras no experimentaron cambios y, como resultado, el saldo deudor de la nación se deterioró y alcanzó el 2% del PIB, frente al 1,6% de 2002.

La mayor holgura de las condiciones monetarias y financieras en España contribuyó a un aumento de la demanda de crédito para financiar las decisiones de gasto de los hogares y las empresas, a pesar de que la renta de estos sectores evolucionó de forma favorable. De este modo, la financiación de las familias y las sociedades no financieras siguió creciendo a tasas elevadas, aunque durante los tres primeros meses del año se observó una leve desaceleración, que no ha confirmado la información provisional disponible del segundo trimestre. Así, la deuda asumida por el sector privado crecía en junio a una tasa interanual de en torno al 15%, un registro similar al de finales de 2002. En el caso de los créditos bancarios, persisten los comportamientos diferenciados por finalidades, de modo que la contribución de los destinados al sector inmobiliario —construcción, adquisición de vivienda y servicios inmobiliarios— sigue siendo muy importante (véase el recuadro 6).

El aumento de los pasivos del sector privado no financiero determinó nuevos ascensos de sus *ratios* de endeudamiento. No obstante, las condiciones holgadas en las que se captaron los nuevos fondos permitieron que la carga financiera asociada a esa deuda se mantuviera en niveles moderados. El resto de indicadores disponibles de la situación financiera de las familias y las empresas ha evolucionado de forma favorable en la parte transcurrida del año. Así, la riqueza neta de los hogares ha seguido aumentando, y su ahorro bruto después de atender el servicio de la deuda, aunque continúa en niveles reducidos, se recuperó durante el primer trimestre. En el caso de las sociedades, su rentabilidad mostró signos de mejoría.

De este modo, la situación financiera del sector privado es propicia para la recuperación del gasto en consumo e inversión. No obstante, algunos desarrollos financieros recientes, relacionados fundamentalmente con el elevado nivel de endeudamiento de los hogares y las sociedades, plantean algunos elementos de ries-



CUADRO 5

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

% PIB

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS

	1998	1999	2000	2001	2002				2003
					I TR	II TR	III TR	IV TR	
Economía nacional	0,2	-1,0	-2,4	-2,1	-2,0	-1,9	-1,7	-1,6	-2,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	2,1	-0,3	-2,4	-3,5	-4,0	-3,2	-3,6	-3,0	-3,4
Sociedades no financieras	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,9	-4,2	-4,2	-4,4	-4,7
Hogares e ISFLSH	3,3	2,0	1,1	1,1	0,9	1,0	0,6	1,4	1,3
Instituciones financieras	1,1	0,5	0,7	1,5	1,6	1,5	1,7	1,5	1,5
Administraciones Públicas	-3,0	-1,2	-0,8	-0,1	0,3	-0,2	0,2	-0,1	-0,1
FLUJOS INTERSECTORIALES (a)									
Hogares e ISFLSH	3,3	2,0	1,1	1,1	0,9	1,0	0,6	1,4	1,3
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,6	0,5	-0,2	-1,5	-2,3	-2,9	-3,5	-2,9	-3,4
Inversores institucionales (c)	7,6	0,9	0,4	3,7	3,4	3,4	3,0	2,9	3,9
Sociedades no financieras	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,9	-4,2	-4,2	-4,4	-4,7
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,5	-4,1	-6,8	-4,0	-4,1	-4,3	-3,9	-3,1	-3,8
Resto del mundo	0,7	-0,7	2,0	-2,3	-2,5	-1,5	-1,2	-0,8	-0,9
Administraciones Públicas	-3,0	-1,2	-0,8	-0,1	0,3	-0,2	0,2	-0,1	-0,1
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,3	2,2	-2,3	-0,2	-0,3	0,9	1,0	-0,6
Inversores institucionales (c)	-2,6	1,7	3,9	2,9	1,6	1,3	0,8	0,5	0,7
Resto del mundo	-1,1	-4,3	-5,9	-1,6	-1,9	-1,6	-1,6	-1,1	0,1
Resto del mundo	-0,2	1,0	2,4	2,1	2,0	1,9	1,7	1,6	2,0
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	7,1	1,9	5,1	3,8	2,7	3,9	3,3	2,7	4,3
Inversores institucionales (c)	-6,3	-3,6	-5,7	-4,9	-3,7	-3,7	-3,3	-2,2	-3,5
Sociedades no financieras	-0,7	0,7	-2,0	2,3	2,5	1,5	1,2	0,8	0,9
Administraciones Públicas	1,1	4,3	5,9	1,6	1,9	1,6	1,6	1,1	-0,1

Fuente: Banco de España.

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

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

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

go relevantes para la evaluación de las perspectivas macroeconómicas. Así, el pronunciado aumento de los pasivos sugiere que la evolución del gasto de este sector deberá ser compatible con un recurso menos intensivo a la financiación ajena. Análogamente, el mayor endeudamiento de empresas y familias conlleva también, en relación con el pasado, una mayor sensibilidad de sus decisiones de gasto frente a cambios en las variables que determinan el coste de la deuda, así como la capacidad del sector para hacer frente al servicio de la misma. Por último, la vivienda evidencia una cierta sobrevaloración, de magnitud similar a la observada en el anterior ciclo alcista de principios de los noventa, que, como aquella,

puede ser absorbida de manera gradual y ordenada mediante una reconducción progresiva de los precios, hasta valores más próximos a los coherentes con sus determinantes fundamentales. No obstante, cuanto más se retrase la desaceleración esperada del valor de los activos inmobiliarios, mayor será la probabilidad de que se produzca un ajuste más brusco.

5.2. El sector de hogares

Durante el primer trimestre del año, el ahorro financiero neto de los hogares fue prácticamente nulo y, en términos acumulados de cua-

RECUADRO 6

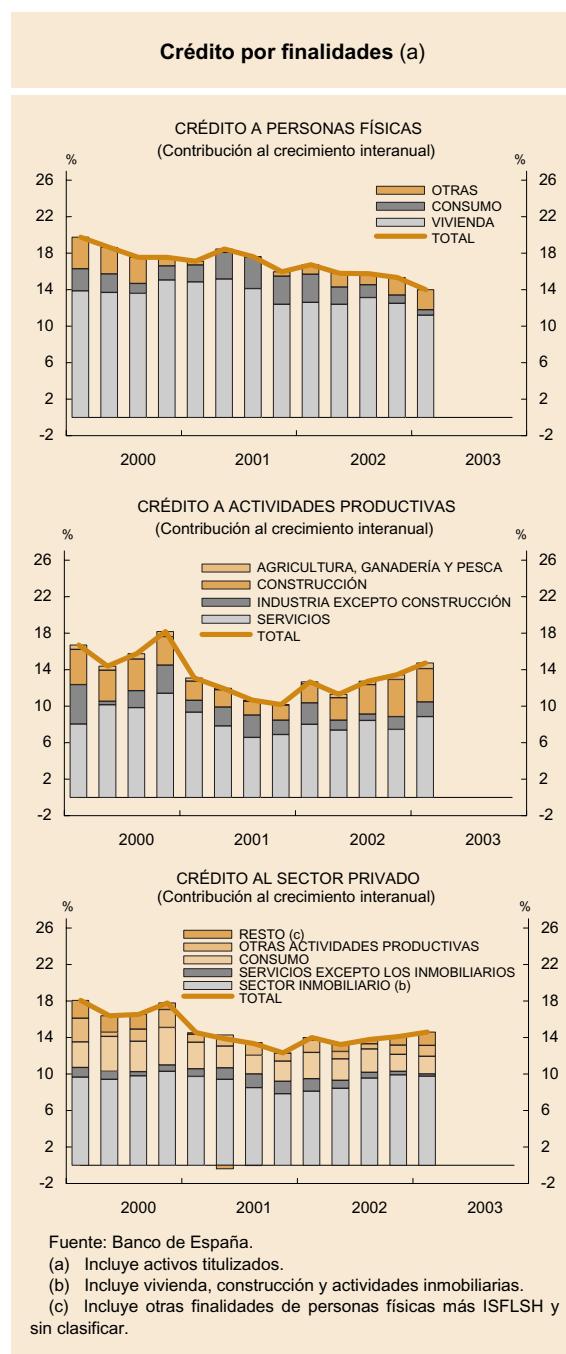
Evolución reciente del crédito bancario al sector privado y de sus componentes

Durante los últimos dos años, el crédito bancario a los hogares y las sociedades ha continuado mostrando ritmos de expansión elevados, a pesar del moderado crecimiento económico y del contexto de incertidumbre sobre las perspectivas económicas que han caracterizado buena parte de este período. Así, si se consideran, además de los préstamos al sector privado que están en los balances bancarios, aquellos que han sido traspasados a los fondos de titulización, la tasa interanual del agregado resultante se ha situado desde 2001 permanentemente en torno al 14% (1). Esta expansión de la financiación en España, muy superior a la observada en la mayoría de los países de la UEM, ha estado apoyada, fundamentalmente, en unas condiciones financieras muy holgadas en un contexto de elevada competencia entre las entidades de crédito.

Esta evolución del crédito es el resultado de un comportamiento heterogéneo por sectores y, sobre todo, por finalidades (2). Así, en el caso de las personas físicas, los fondos recibidos han mostrado una pauta suave de desaceleración desde principios de 2001 (véase panel superior del gráfico). Por finalidades, los destinados a la adquisición de vivienda han contribuido a explicar, de media, alrededor del 77% del avance de los préstamos concedidos a dicho sector durante este período. Este comportamiento es un reflejo de las mayores necesidades de financiación de activos inmobiliarios por parte de las familias, asociadas tanto al aumento de la inversión residencial como al ascenso del precio de la vivienda, junto con la moderada expansión del gasto en consumo. No obstante, la información más reciente apunta a una cierta ralentización de este componente, que no ha sido totalmente compensada por los préstamos destinados a consumo y otros fines.

Por lo que se refiere al crédito a actividades productivas, tras la acusada desaceleración que se observó en 2001, su ritmo de avance ha tendido a recuperarse desde principios de 2002 (véase panel central del gráfico). Por finalidad, los préstamos a la construcción y a los servicios contribuyen a explicar alrededor del 82% del incremento medio de los recursos captados destinados a las actividades productivas desde 2001. Dentro de los servicios destacan las inmobiliarias, que concentraron casi la mitad de los fondos tomados por dicha rama. Por el contrario, la financiación bancaria a la industria ha registrado un crecimiento muy moderado durante el mismo período, que se ha traducido en una menor contribución a la expansión del agregado. Este comportamiento de los componentes del crédito está en línea con el dinamismo del sector de la construcción e inmobiliario y con la atonía en las manufacturas. La información más reciente apunta a un mayor expansión del recurso a la deuda bancaria por parte de la industria, que parece confirmar los indicios de recuperación de la inversión en bienes de equipo. Por su parte, la financiación concedida a la construcción ha continuado mostrado una elevada tasa de avance interanual, que se situaba en marzo de 2003 en niveles superiores al 20%, evolución que resulta coherente con el nivel de actividad en dicha rama. Finalmente, los fondos captados por el sector servicios han mantenido su ritmo de crecimiento, debido principalmente a la demanda por parte de las inmobiliarias.

En definitiva, la evolución reciente del crédito al sector privado ha venido explicada en buena medida por el dinamismo de la actividad del sector inmobiliario. Así, la financiación a las personas físicas para adquisición de vivienda junto con la destinada a la construcción y los servicios inmobiliarios explica, de media, el 63% del crecimiento de los préstamos desde 2001 (véase panel inferior del gráfico). Durante 2002, la contribución de dichas finalidades a la expansión de la financiación bancaria a los hogares y las sociedades tendió a acelerarse, hasta representar el 70% a finales de dicho año. No obstante, la información más reciente muestra una cierta moderación en dicho indicador (67% en el primer trimestre de 2003). De este modo, las finalidades relacionadas con el sector inmobiliario concentraban en marzo de 2003 el 51% del saldo vivo de los créditos concedidos a las familias y las empresas, cinco puntos percentuales por encima del nivel observado a finales de 2000.



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye activos titulizados.

(b) Incluye vivienda, construcción y actividades inmobiliarias.

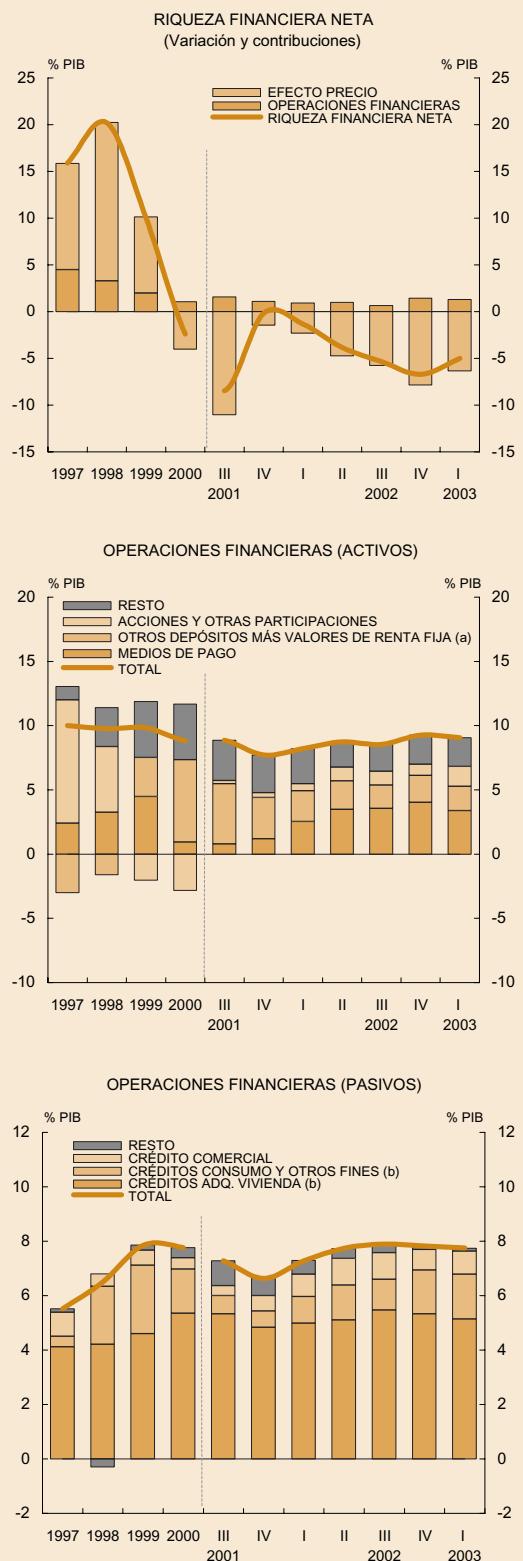
(c) Incluye otras finalidades de personas físicas más ISFLSH y sin clasificar.

(1) En el resto del recuadro se considerará siempre el crédito bancario incluyendo aquel que ha sido titulado.

(2) En este recuadro se utiliza una definición y sectorización del sector privado distinta a la que se considera en el resto del capítulo. Así, en este último caso, siguiendo la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras se distingue entre sociedades no financieras y hogares. Estos últimos incluyen, además de a las personas físicas, a los empresarios individuales y las ISFLSH. Por el contrario, en este recuadro el sector privado, que incluye, además de los grupos anteriores, las instituciones financieras no monetarias, se desglosa en personas físicas y actividades productivas. Se ha elegido esta sectorización porque la información disponible sobre crédito por finalidades no permite recuperar la otra.

GRÁFICO 24

**Hogares e ISFLSH
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**



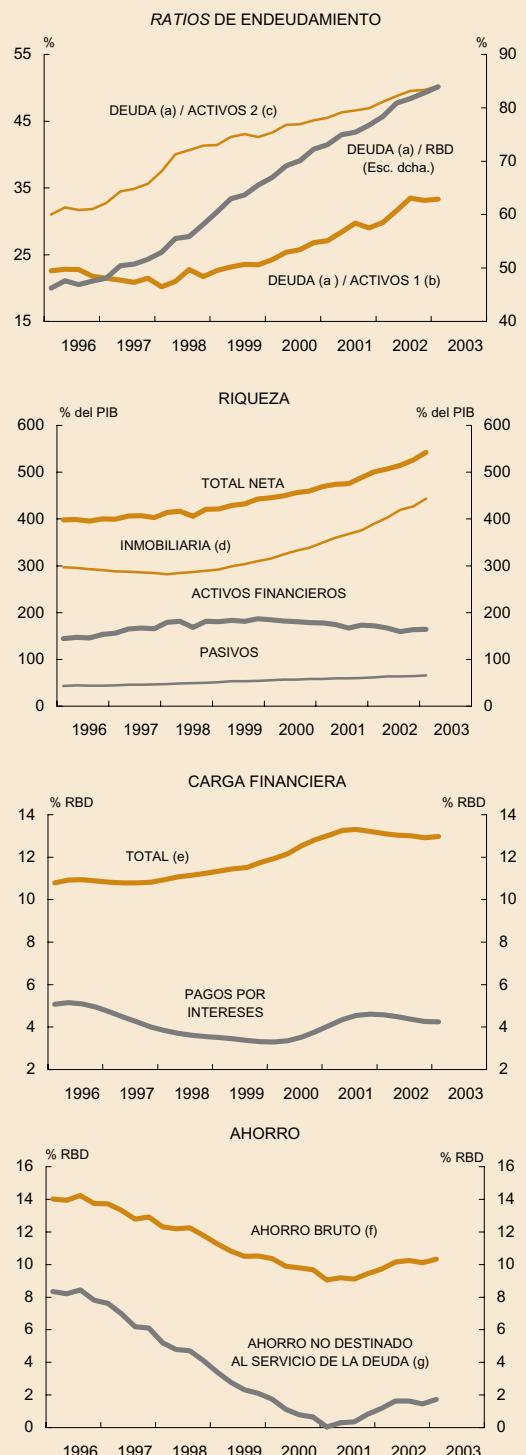
Fuente: Banco de España.

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

(b) Incluye los créditos titulizados.

GRÁFICO 25

Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye crédito bancario, titulización y valores de renta fija.

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

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

(d) Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m².

(e) Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

(f) Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

(g) Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

CUADRO 6

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

% PIB

	1999	2000	2001	2002		2003
				III TR	IV TR	I TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,8	8,8	7,7	8,5	9,3	9,1
Medios de pago	4,5	0,9	1,2	3,6	4,0	3,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,0	6,4	3,2	1,8	2,1	1,9
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	0,5	-0,4	0,4	0,7	0,5
Fondos de inversión	-2,1	-3,4	0,8	0,7	0,2	1,1
FIAMM	-1,4	-1,3	1,3	1,0	0,7	0,8
FIM	-0,8	-2,0	-0,5	-0,4	-0,5	0,3
Reservas técnicas de seguros	3,3	3,4	2,5	2,2	2,4	2,5
De las cuales:						
Seguros de vida	2,0	1,9	1,4	1,1	1,6	1,7
Fondos de pensiones	1,0	1,3	0,9	0,7	0,7	0,7
Resto	1,0	0,9	0,4	-0,1	-0,2	-0,2
Operaciones financieras (pasivos)	7,9	7,8	6,6	7,9	7,8	7,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,1	7,0	5,4	6,6	6,9	6,8
Créditos para adquisición de vivienda (c)	4,6	5,4	4,8	5,5	5,3	5,1
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,5	1,6	0,6	1,1	1,6	1,6
Resto	0,7	0,8	1,2	1,3	0,9	1,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	17,8	27,9	19,2	15,4	13,8	15,0
Medios de pago	0,7	0,9	1,7	1,5	1,5	1,9
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,1	1,2	1,1	1,4	1,7	2,2
Acciones y otras participaciones	8,4	14,9	5,8	4,5	4,2	4,0
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	6,8	11,3	4,9	3,3	2,8	2,9
Resto	8,9	10,8	10,7	8,1	6,5	6,9
Operaciones financieras (pasivos)	20,1	31,4	23,8	19,6	18,2	19,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,3	7,6	6,9	6,9	6,8	7,4
Préstamos exteriores	3,0	3,5	4,0	3,2	3,4	2,4
Valores de renta fija (a)	0,5	-0,7	0,1	-0,1	-0,3	-0,3
Acciones y otras participaciones	5,1	12,8	5,4	3,1	3,1	3,5
Resto	6,2	8,1	7,3	6,5	5,3	6,7
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (d)	19,5	18,8	15,7	14,9	14,8	14,0
Hogares e ISFLSH	19,6	17,3	12,4	14,5	15,0	14,4
Sociedades no financieras	19,4	19,9	18,2	15,3	14,6	13,6

Fuente: Banco de España.

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

(b) No incluye los fondos de inversión.

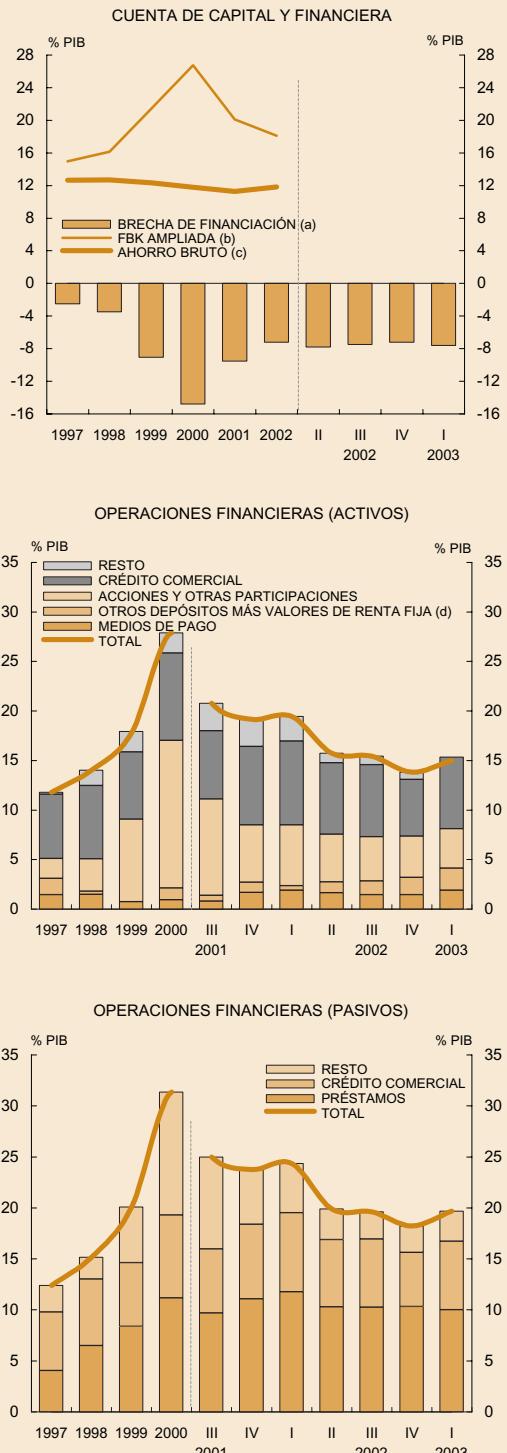
(c) Incluye los créditos titulizados.

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

tro trimestres, se mantuvo en un nivel reducido, 1,3% del PIB (véanse cuadro 5 y gráfico 24). El ahorro del sector no destinado al servicio de la deuda, que excluye los recursos destinados a amortizar préstamos, continuó la moderada recuperación observada desde mediados de 2001 y se situó en el 1,7% de su RBD (véase gráfico 25). Por su parte, el nivel de endeuda-

miento volvió a aumentar hasta alcanzar el 84% de la RBD de los hogares. Sin embargo, la carga financiera asociada se mantuvo en niveles moderados debido al comportamiento favorable de los tipos de interés. Además, la riqueza neta continuó incrementándose a pesar de los mayores pasivos, como consecuencia, fundamentalmente, de la revalorización de la vivienda. En

**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.

definitiva, todos estos indicadores muestran que, en conjunto, la posición patrimonial de las familias experimentó una mejoría durante el primer trimestre del año, aunque aumentó su vulnerabilidad a perturbaciones adversas, como consecuencia de los mayores niveles de deuda que soporta el sector.

En relación con sus decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares alcanzó, durante los tres primeros meses del año, el 9,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, y se dirigió de forma más intensa hacia instrumentos de menor riesgo (véanse cuadro 6 y gráfico 24). Además, la entrada en vigor de la reforma del IRPF, con la desaparición de la tributación en los movimientos de capital entre instrumentos de inversión colectiva, estimuló la compra de participaciones de fondos de inversión. De este modo, las suscripciones netas en dichos activos alcanzaron el 1,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 0,2%, en el año 2002. La distribución por categorías mostró una mayor preferencia por los fondos de inversión monetarios, FIAMM, que recibieron recursos por valor del 0,8% del PIB, frente al 0,3% que captaron los FIM. No obstante, la inversión neta en FIM volvió a ser positiva, en términos acumulados de cuatro trimestres, por vez primera desde 1999. Las suscripciones netas de FIM estuvieron concentradas en los fondos de renta fija en euros y en los garantizados de renta variable. La información provisional correspondiente al mes de junio indica una continuidad en este proceso.

Respecto a las operaciones de pasivo, la financiación recibida por las familias continuó creciendo a un ritmo elevado, aunque durante el primer trimestre su tasa de avance interanual se redujo ligeramente hasta el 14,4%. Esta evolución expansiva se produjo a pesar de que la nueva Encuesta sobre Préstamos Bancarios indicaba un cierto endurecimiento en las condiciones de concesión de créditos a los hogares y estuvo fundamentalmente apoyada por los descensos en los costes de financiación. Así, de acuerdo con la nueva información de tipos bancarios, los tipos de interés del crédito a la vivienda y al consumo y otros fines se redujeron en 26 y 38 pb, respectivamente, entre enero y marzo. En términos del PIB, el flujo de financiación de los cuatro últimos trimestres fue del 6,8%, una décima por debajo del registro de finales de 2002. Este descenso es el resultado de la desaceleración del crédito destinado a la adquisición de vivienda.

La información provisional del segundo trimestre no confirma la ralentización en el ritmo de expansión del crédito concedido a los hoga-

res observado entre enero y marzo, de modo que la tasa de crecimiento interanual se habría situado otra vez por encima del 15%. Por componentes, la financiación destinada a la adquisición de vivienda continúa desacelerándose, si bien la obtenida para financiar gasto corriente parece haber cobrado dinamismo.

5.3. El sector de sociedades no financieras

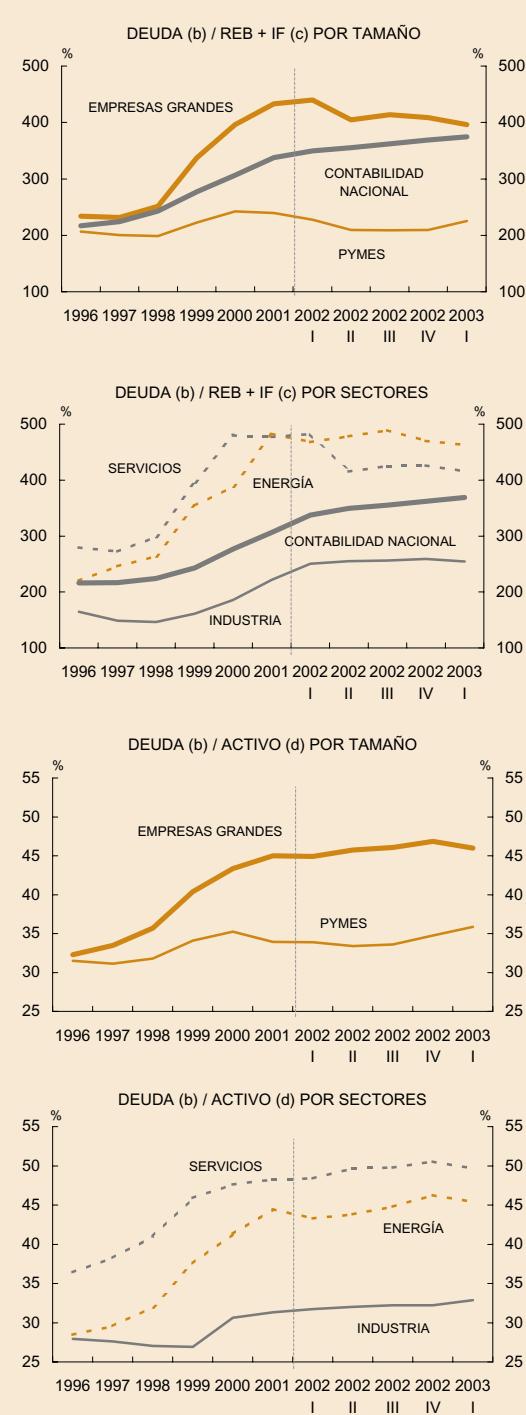
Durante el primer trimestre de 2003, las sociedades no financieras tuvieron unas necesidades netas de financiación elevadas, 2,3% del PIB, de forma que el saldo deudor acumulado de cuatro trimestres se incrementó tres décimas, hasta el 4,7% del PIB (véase cuadro 5). La brecha de financiación, que recoge los recursos externos necesarios para llevar a cabo la inversión real y financiera permanente, aumentó también ligeramente, hasta el 7,6% del PIB, a pesar de la recuperación del ahorro bruto de las empresas (véase gráfico 26).

La financiación recibida por las sociedades continuó creciendo a tasas elevadas, lo que determinó nuevos ascensos en las *ratios* de endeudamiento del sector. No obstante, de acuerdo con la Central de Balances, esta evolución es fruto de un comportamiento heterogéneo por tipo de empresas (véase gráfico 27). Así, las grandes, que son las que presentan un mayor volumen relativo de fondos ajenos, redujeron ligeramente sus *ratios* de endeudamiento. Por el contrario, las pequeñas y medianas son las que estarían contribuyendo al avance de dicho indicador.

La carga financiera por intereses de las sociedades se redujo ligeramente durante el primer trimestre gracias a los menores costes de financiación y continuó, por tanto, en registros moderados (19% de los resultados operativos). De acuerdo con la Central de Balances, esta evolución a la baja se observó en todos los sectores, si bien en el grupo de empresas de tamaño pequeño y mediano se registró un ligero ascenso, aunque su nivel sigue siendo muy reducido (véase gráfico 28). Si se añade la deuda a corto plazo, además de los intereses, el indicador de carga financiera mostró también descensos en el conjunto de empresas colaboradoras con la Central de Balances.

En cuanto a los resultados económicos de las empresas, estos mostraron una evolución muy favorable durante el primer trimestre. Así, el resultado ordinario neto, que excluye los ingresos y gastos extraordinarios, creció un 12,6% para el conjunto de las empresas inclui-

GRÁFICO 27
Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2001, la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

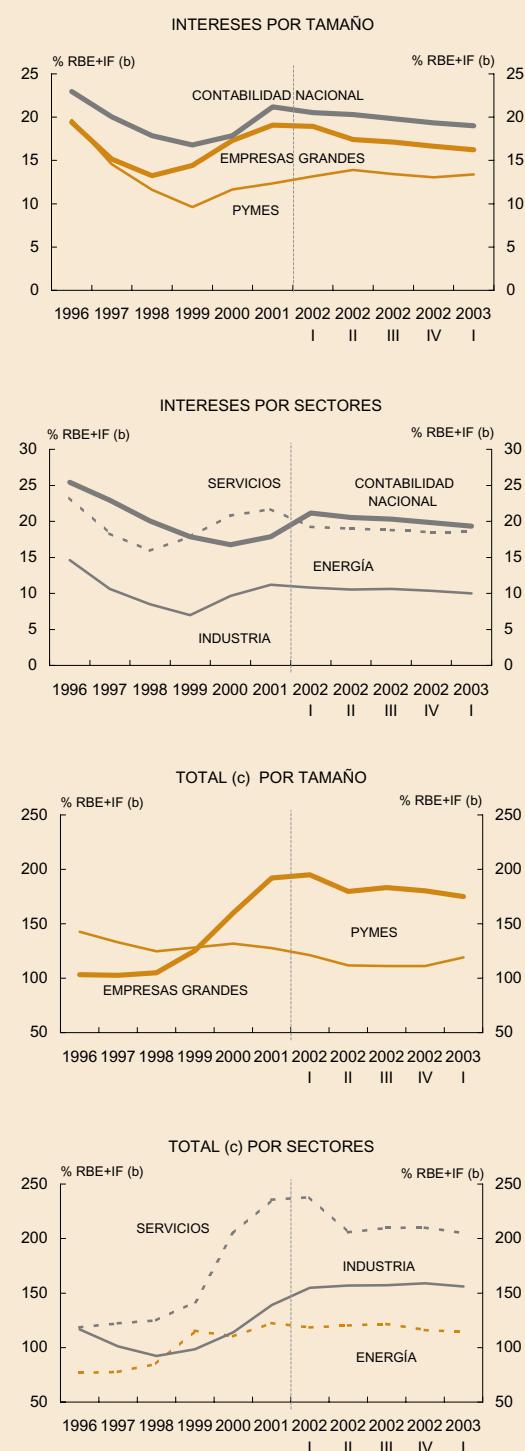
(b) Recursos ajenos con coste.

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

(d) Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

GRÁFICO 28

Carga financiera de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2001 la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

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

(c) Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

das en la Central de Balances Trimestral. Esta evolución positiva, que fue bastante generalizada entre los principales sectores de actividad, determinó una mejora de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que se situó en niveles relativamente elevados.

En definitiva, todos estos indicadores muestran que la posición patrimonial agregada de las sociedades sigue siendo sólida a pesar del crecimiento de su deuda, y que su situación financiera experimentó una mejoría en el primer trimestre.

En relación con la inversión en activos financieros de las sociedades no financieras, durante los tres primeros meses del año, se interrumpió la desaceleración observada en el período reciente y se situó en el 15% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véanse cuadro 6 y gráfico 26). Estas inversiones se materializaron, en mayor medida que en el pasado reciente, en los activos más líquidos —efectivo, depósitos y valores de renta fija—, mientras que la adquisición de acciones fue del 4% del PIB, ligeramente menor que en trimestres anteriores.

Por lo que se refiere a las operaciones de pasivo, también alcanzaron un volumen elevado, 19,7% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 18,2% de finales de 2002, con un comportamiento desigual por componentes. La financiación ajena con coste experimentó una ligera desaceleración y creció el 13,6%, frente al 14,6% de finales de 2002. Los fondos obtenidos a través de préstamos exteriores, más empleados por las grandes empresas, se redujeron hasta el 2,4% del PIB, frente al 3,4% del trimestre anterior, mientras que la financiación de entidades residentes pasó a tener mayor importancia, 7,4% del PIB. Por otro lado, las sociedades realizaron una amortización neta de valores de renta fija por importe de 0,3% del PIB, mientras que el crédito comercial, incluido en la partida «Resto», se incrementó. Finalmente, los recursos captados a través de la emisión de acciones y participaciones alcanzaron el 3,5% del PIB, y correspondieron, en su mayoría, a valores no cotizados.

Al igual que en el caso de los hogares, el comportamiento expansivo de la financiación ajena se produjo en un contexto en el que las condiciones de oferta del mercado de crédito fueron algo más restrictivas, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, y estuvo apoyado también por un descenso de los costes de financiación.

La evolución de la financiación por ramas de producción y tamaño de empresa continuó

mostrando un comportamiento heterogéneo. Así, el crédito de entidades residentes al sector de la construcción volvió a crecer a tasas del 20%, aunque experimentó una cierta desaceleración. Por otro lado, la reactivación de la actividad productiva en la industria se reflejó en una aceleración de los fondos recibidos de entidades residentes, que aumentaron su ritmo de expansión hasta el 4,8%, frente al 3,2% de finales de 2002. Por tamaño de empresa, el crecimiento de los pasivos fue más elevado en las pequeñas y medianas (PYMES), mientras que las empresas grandes, cuya *ratio* de endeudamiento es más elevada, aumentaron sus recursos ajenos de manera más moderada, reflejando, en parte, procesos de saneamiento de algunas de estas sociedades.

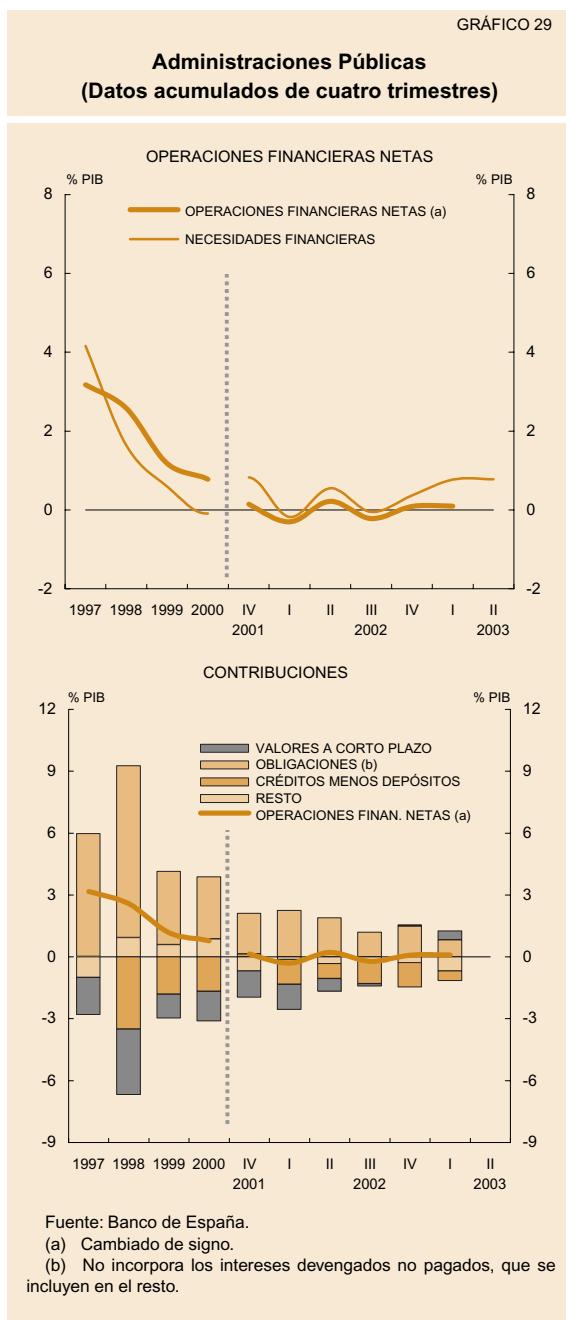
La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta un incremento en el ritmo de avance de la financiación obtenida por las sociedades, de modo que su tasa de crecimiento interanual se habría situado en torno a los niveles de finales de 2002. Por componentes, la evolución expansiva de los pasivos continuó estando apoyada en el avance de los préstamos de las entidades de crédito residentes.

5.4. Las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP durante el primer trimestre de 2003 fue positivo y, en términos acumulados de doce meses, se situó en el -0,1% del PIB (véase gráfico 29).

La emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue negativa entre enero y marzo, de modo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, esta se redujo hasta el 1,2% del PIB. Las emisiones de valores a corto plazo alcanzaron una cuantía relativamente elevada, 0,4% del PIB, con un relanzamiento de las subastas de letras a tres y seis meses por parte del Tesoro. Por otro lado, las AAPP amortizaron bonos y obligaciones por un importe de 5,7 mm de euros, de modo que la emisión neta en los cuatro últimos trimestres se redujo hasta el 0,8% del PIB. Para hacer frente a sus necesidades de fondos, las AAPP tuvieron además que disponer de sus depósitos, aunque en términos acumulados de cuatro trimestres la inversión neta en dichos instrumentos continuó siendo positiva.

Los avances del segundo trimestre del año en curso muestran un incremento de las emisiones netas de valores tanto a corto plazo como, sobre todo, a largo plazo. Aunque parte de los recursos obtenidos se destinaron a incrementar



el saldo de los depósitos, las *necesidades financieras*, indicador adelantado del ahorro del sector, aumentaron durante dicho período.

5.5. El resto del mundo

El saldo deudor de las operaciones financieras de la nación aumentó durante el primer trimestre de 2003 y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,2% del PIB, frente al 1,6% de finales de 2002. Este deterioro se debió, fundamentalmente, a las mayores necesidades de financiación de las sociedades no financieras, ya que el ahorro financiero del resto de sectores institucionales no experimentó

CUADRO 7

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

% PIB

	1999	2000	2001	2002		2003
				III TR	IV TR	I TR
Operaciones financieras netas	-1,0	-2,4	-2,1	-1,7	-1,6	-2,0
Operaciones financieras (activos)	15,3	25,2	12,2	11,7	11,9	13,5
Oro y DEG	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,7	2,8	-2,7	1,5	4,1	4,6
Sistema crediticio	3,7	2,5	-2,7	0,2	2,0	2,3
Otros sectores residentes	-2,1	0,4	0,0	1,4	2,0	2,3
Valores distintos de acciones	2,9	3,9	7,2	5,7	4,3	5,4
Sistema crediticio	-0,8	-0,3	2,0	1,2	0,6	0,8
Otros sectores residentes	3,7	4,2	5,3	4,5	3,7	4,6
Acciones y otras participaciones	10,1	15,6	5,2	3,7	3,1	3,0
Sistema crediticio	0,8	1,8	0,0	0,1	0,2	0,0
Otros sectores residentes	9,4	13,9	5,2	3,6	2,9	2,9
De los cuales:						
Sociedades no financieras	6,8	11,3	4,9	3,3	2,8	2,9
Créditos	0,7	2,8	2,5	0,7	0,4	0,5
Sistema crediticio	-0,2	0,5	0,8	0,5	0,0	0,1
Otros sectores residentes	0,9	2,3	1,7	0,2	0,3	0,4
Operaciones financieras (pasivos)	16,3	27,7	14,3	13,4	13,4	15,5
Depósitos	4,1	6,8	2,8	4,6	4,3	5,9
De los cuales:						
Sistema crediticio	4,1	6,8	2,8	4,7	4,3	5,9
Valores distintos de acciones	5,4	7,0	3,1	3,9	4,0	3,9
Sistema crediticio	0,9	0,7	0,6	0,7	1,2	1,7
Administraciones Públicas	4,3	5,7	1,6	1,6	1,1	-0,1
Otros sectores residentes	0,2	0,5	0,9	1,6	1,7	2,3
Acciones y otras participaciones	4,2	9,4	4,7	2,3	1,8	2,5
Sistema crediticio	0,3	1,8	0,5	0,2	0,1	0,2
Otros sectores residentes	3,9	7,7	4,1	2,1	1,7	2,4
Créditos	3,8	4,5	4,8	3,8	3,9	2,8
Administraciones Públicas	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Otros sectores residentes	3,7	4,4	4,7	3,6	3,9	2,8
Otros neto (a)	-1,2	0,0	-1,0	-1,2	-0,6	0,3

Fuente: Banco de España.

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

cambios significativos. Por otro lado, tanto las operaciones de activos financieros como de pasivos incrementaron su volumen, a pesar de que el clima económico internacional fue poco propicio para los flujos financieros con el exterior.

La adquisición neta de activos exteriores aumentó hasta el 13,5% del PIB, frente al 11,9% del trimestre anterior (véase cuadro 7). Esta evolución fue el resultado, nuevamente, de

un aumento en los activos de menor riesgo (efectivo, depósitos y valores distintos de acciones), mientras que el resto de partidas no experimentó cambios significativos. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta abril, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se redujo en más de un 80% respecto al mismo período del año anterior, en parte como consecuencia del efecto negativo de la incertidumbre en torno a la evolución económica internacional y las conse-

CUADRO 8

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

% PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (b)
Economía nacional	-21,8	-22,5	-20,4	-21,8	-24,3	-22,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,7	-8,7	-0,4	-1,2	-0,3	1,3
Sociedades no financieras	-14,9	-16,3	-8,2	-9,2	-9,8	-8,5
Hogares e ISFLSH	6,2	7,6	7,7	7,9	9,4	9,8
Instituciones financieras	4,8	6,8	4,9	4,6	1,4	-0,4
Instituciones de crédito (b)	-5,5	-7,6	-12,6	-14,6	-15,4	-17,5
Inversores institucionales (c)	10,7	15,0	18,3	20,9	20,3	21,2
Resto de instituciones financieras	-0,4	-0,6	-0,9	-1,8	-3,5	-4,1
Administraciones Públicas	-17,9	-20,6	-24,8	-25,1	-25,3	-23,8

Fuente: Banco de España.

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

(b) Datos del primer trimestre.

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

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

cuentas del conflicto en Irak. Por su parte, la inversión en cartera en el exterior continuó siendo elevada, dado el importante flujo de adquisición de bonos y obligaciones del resto del mundo.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos alcanzaron el 15,5% del PIB, frente al 13,4% del trimestre anterior. Las inversiones de los no residentes se dirigieron en buena parte hacia los depósitos y emisiones de renta fija del sector privado. Sin embargo, sus tenencias de deuda pública se redujeron. De acuerdo con la Ba-

lanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España en los cuatro primeros meses del año fue ligeramente más moderada que en el mismo período del año anterior.

Finalmente, la información provisional sobre la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, al final del primer trimestre del año, en el 22,9% del PIB, mejorando 1,4 puntos porcentuales frente a 2002 (véase cuadro 8).

30.7.2003.

La evolución del mercado de trabajo español en el entorno europeo

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada, Mario Izquierdo y Ana Regil, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

En este artículo se hace un repaso de la evolución reciente de las variables más significativas del mercado de trabajo español en el contexto europeo, además de una breve descripción de los resultados de la Unión Europea (UE). Este análisis se realiza a partir de información de la Encuesta de Fuerza Laboral (EFL), elaborada por Eurostat en colaboración con las Oficinas de Estadística Nacionales, con datos anuales para el período comprendido entre 1997 y 2002. La principal ventaja de esta estadística es su elevado grado de armonización entre países, que, además, está siendo reforzado en los últimos años, debido a su importancia en la valoración de los resultados de las políticas enmarcadas dentro de la Estrategia Europea para el Empleo.

El enfoque adoptado por esta estrategia enfatiza la necesidad de acometer reformas estructurales en los mercados laborales de la UE que permitan incrementar, a medio y largo plazo, la capacidad de la UE para crear empleo. Para ello, se establecieron como líneas de actuación prioritarias el incremento de la oferta de trabajo y el de las posibilidades de inserción laboral de los desempleados. En el primer caso, las medidas se dirigen a fomentar la participación, en especial de determinados colectivos de trabajadores, y a elevar su nivel de formación. En el segundo caso, el objetivo es reducir el importante componente estructural del desempleo europeo, con actuaciones prioritarias sobre colectivos como los jóvenes o los desempleados de larga duración. En conjunto, estas políticas deberían permitir incrementar el crecimiento del empleo en la UE. La Cumbre de Lisboa, celebrada en marzo del año 2000, supuso un impulso adicional a esta estrategia europea para el empleo, al establecer un objetivo concreto y ambicioso para el año 2010: la tasa de ocupación debería alcanzar el 70% de la población en edad de trabajar, y el 60% en el caso de las mujeres.

De los resultados del análisis cabe destacar, en general, los progresos que se han realizado en relación con los objetivos fijados en la Cumbre de Lisboa para el final de esta década, complementados un año más tarde en el Consejo Europeo de Estocolmo. La tasa de ocupación en la UE ha crecido casi 4 puntos porcentuales (pp) desde 1997, hasta alcanzar el 64,2%, si bien todavía se encuentra alejada del objetivo del 70%. Lo mismo ocurre en relación con la ocupación femenina

(55,5%), que aumentó 5 pp en esos años, pero que está aún distante del 60% deseado para final de la década; en cualquier caso, donde menos progresos se han observado es en el empleo del colectivo de más edad (mayores de 55 años), en el que la tasa de ocupación se elevó hasta el 39,8% en 2002, cuando el objetivo se fijó en el 50% para 2010. En el caso español, cabe resaltar el proceso de convergencia que se ha producido en los últimos años hacia el promedio europeo, si bien todavía se aprecian diferencias notables, especialmente en la evolución de la tasa de desempleo y las tasas de actividad de determinados colectivos, así como en algunas modalidades de empleo, que señalan el camino que todavía queda por recorrer.

En el siguiente apartado de este artículo, se hace una breve reseña metodológica de la EFL, así como de los cambios metodológicos que se han introducido recientemente en dicha encuesta. En el tercer apartado, se analizan los resultados globales para la Unión Europea en materia de empleo y, en especial, la progresión hacia los objetivos fijados en la Cumbre de Lisboa. En el cuarto y último, se comparan los resultados de la economía española con los del resto de países de la UE, en su conjunto.

2. RESEÑA METODOLÓGICA SOBRE LA EFL

La EFL es una encuesta por muestreo, dirigida a los hogares, y organizada por Eurostat en colaboración con las Oficinas de Estadística de los países miembros. De hecho, estos se encargan de la selección de la muestra, la preparación de los cuestionarios, la realización de las entrevistas y la remisión de los resultados a Eurostat, que, posteriormente, los procesa y los hace públicos (1). En el caso español, los datos que se envían a Eurostat para la EFL se extraen de la explotación del cuestionario de la Encuesta de Población Activa (EPA), por lo que ambas estadísticas están estrechamente relacionadas (2).

(1) Las características generales de la encuesta y los conceptos utilizados pueden consultarse en la publicación de Eurostat: «Labour Force Survey – Methods and definitions – 2001».

(2) Una de las principales diferencias es que en la encuesta comunitaria la población de 15 años pertenece a la fuerza laboral, mientras que en la EPA se considera que la edad mínima ha de coincidir con la edad legal para trabajar, es decir, los 16 años. Por ello, los individuos de 15 años de la EPA se incluyen en la EFL como población inactiva, lo cual repercute negativamente en los niveles de la tasa de actividad y de ocupación. Otra variable para la que existe una discrepancia significativa entre ambas estadísticas es el desempleo de larga duración (un año o más), ya que la EPA incluye en esa categoría a los parados que llevan un año o más buscando empleo, aunque hayan perdido el anterior puesto de trabajo hace menos de un año, y la EFL no.

Las variables básicas investigadas por esta encuesta son la población, la población activa, el empleo —y dentro de este, el temporal y el de jornada parcial—, el paro y el desempleo de larga duración. Estos datos aparecen desagregados por sexo, edad y nivel de estudios.

El grado de comparabilidad entre países de los resultados de la EFL resulta considerablemente más elevado que el del resto de indicadores de empleo o desempleo disponibles en el entorno comunitario, debido a que: 1) todos los países usan las mismas definiciones y clasificaciones, e investigan las mismas características de los hogares; 2) existe una estrecha correspondencia entre los cuestionarios nacionales y la lista comunitaria de preguntas; 3) todos los datos son procesados por Eurostat de forma centralizada. No obstante, existen todavía discrepancias entre los distintos países que deben tenerse en cuenta. Además, aunque desde 1998 se ha aprobado un conjunto de normas comunitarias (3) orientadas a aumentar el grado de armonización, en la medida en que estas normas se introducen en las encuestas nacionales en momentos distintos del tiempo, la adaptación puede reducir transitoriamente la comparabilidad de las cifras.

En concreto, uno de los cambios más importantes se refiere a la definición operativa de desempleo, más exactamente a lo que se considera búsqueda activa de empleo, que se introdujo en la EPA, junto con otras modificaciones implementadas por el INE, en el primer trimestre de 2002. El cambio en la definición del desempleo está incorporado en los datos españoles de la EFL desde el año 2001 y, según cifras de la EPA publicadas por el INE, supuso una reducción de la tasa de paro de en torno a 2,5 pp en dicho año. La información indirecta procedente de Eurostat (News Release n.º 61/2003, de 3 de junio de 2003) indica que Austria y Francia completarán la adaptación a todos los requisitos definidos en los Reglamentos Comunitarios con la encuesta de 2003, Italia en 2004, y Holanda y Suecia en 2005; en el resto de países la adaptación debe estar ya completada. En cualquier caso, parece que en dichos países el efecto de la adaptación habría sido bastante menos significativo que en España.

(3) El proceso de armonización de las estadísticas de fuerzas del trabajo se retomó con el Reglamento del Consejo n.º 577/1998, «relativo a la organización de una encuesta muestral sobre la población activa en la Comunidad», del cual emanaron otros que trataban diversos aspectos del mismo, y, en particular, el Reglamento de la Comisión n.º 1987/2000, «por lo que respecta a la definición operativa de desempleo».

Tasa de ocupación												CUADRO 1
												En % de la población
	Ambos sexos 15-64 años			Mujeres 15-64 años			Varones 15-64 años			Ambos sexos 55-64 años		
	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España
1997	60,3	49,1	61,6	50,5	34,4	52,5	70,1	64,0	70,8	36,4	34,0	36,6
1998	61,1	50,9	62,4	51,3	35,6	53,3	71,0	66,3	71,5	36,4	35,3	36,5
1999	62,2	53,6	63,3	52,7	38,1	54,5	71,7	69,1	72,0	37,0	35,0	37,2
2000	63,2	56,0	64,1	53,9	41,1	55,5	72,5	70,9	72,7	37,5	36,9	37,6
2001	64,0	57,5	64,8	54,9	42,7	56,4	73,0	72,4	73,1	38,3	39,1	38,3
2002	64,2	58,4	64,9	55,5	44,0	57,0	72,9	72,8	72,9	39,8	39,8	39,8
Ambos sexos 15-29 años				Ambos sexos 30-44 años				Ambos sexos 45-64 años				
	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España
	48,9	36,9	50,7	76,1	64,4	77,5	55,1	47,0	56,0	50,1	48,1	56,3
1997	50,1	38,9	51,7	76,8	66,3	78,0	56,4	49,1	57,2	52,3	51,1	57,8
1998	51,2	42,6	52,5	77,8	69,1	78,8	57,2	52,6	58,8	52,8	52,6	58,8
1999	52,3	45,7	53,3	78,8	70,9	79,7	58,2	53,5	59,6	52,5	53,5	59,6
2000	52,8	47,3	53,6	79,3	71,9	80,2	59,0	53,5				
2001	52,9	47,7	53,2	79,3	72,9	80,1						
2002												

Fuente: Eurostat (EFL).

3. RESULTADOS PARA LA UNIÓN EUROPEA

La Cumbre de Lisboa fijó como objetivo para el año 2010 el logro de un determinado nivel de la tasa de ocupación (es decir, el porcentaje de la población de entre 15 y 64 años que está trabajando), tanto a nivel agregado como para determinados colectivos. En concreto, el objetivo para la tasa de ocupación agregada es llegar al 70% en ese año, y, según lo acordado un año más tarde en Estocolmo, a mitad de la década debería alcanzarse el 67%. Como se puede comprobar en el cuadro 1, en el año 2002 esta tasa se situó en el 64,2%, por debajo del objetivo, pero 4 puntos porcentuales superior a la existente cinco años antes. En el caso de las mujeres, el objetivo es alcanzar una tasa del 60% a final de la década, y del 57% en 2005; en el año 2002, el peso de las trabajadoras en la población femenina se situó en el 55,5%, cuando en 1997 era el 50,5%. De todas formas, la mayor distancia se encuentra en el colectivo de más edad (mayores de 55 años), para el que la tasa de ocupación se elevó hasta el 39,8% en 2002, cuando el objetivo se fijó en el 50% para el último año del decenio; además, este es el colectivo que menor avance ha mostrado en los últimos cinco años. Extrapolando los progresos observados en el período considerado al resto de la década, se podría deducir que los objetivos de empleo son factibles tanto a nivel agregado como para las mujeres, sobre todo si se tiene en cuenta que en 2002 la mayor parte de los países europeos se encontraban en la parte

baja del ciclo económico. Sin embargo, en la medida en que en estos años buena parte de los países han introducido reformas en sus mercados de trabajo orientadas precisamente a afrontar tales retos, puede concluirse que, sin reformas adicionales en los próximos años, no parece que los objetivos fijados en Lisboa vayan a ser alcanzados con facilidad. Esto es especialmente claro en el caso de los trabajadores de mayor edad, para los que no se ha restringido sustancialmente la posibilidad de acogerse a la jubilación anticipada ni se ha favorecido el alargamiento de la vida laboral, lo que tiene, además, repercusiones para la sostenibilidad del sistema de pensiones.

Una forma de entender la evolución de la tasa de ocupación es teniendo en cuenta su relación directa con la tasa de actividad (porcentaje de la población en edad de trabajar que participa activamente en el mercado de trabajo) e inversa con la tasa de desempleo (4) (porcentaje de los participantes que no encuentran trabajo). De hecho, en el marco de las conclusiones de la Cumbre de Estocolmo se recalcó la necesidad de aumentar la participación en el mercado laboral, lo que unido a un descenso del paro debería llevar a la consecución de los objetivos marcados en términos de la tasa de ocupación. Como se puede observar en el cuadro 2, la tasa de actividad de la UE se situó en el 69,6% en 2002, mantenien-

(4) Nótese que la tasa de ocupación es igual al producto de la tasa de actividad por uno menos la tasa de desempleo.

CUADRO 2

Tasa de actividad

En % de la población

	Ambos sexos 15-64 años			Mujeres 15-64 años			Varones 15-64 años		
	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España
1997	67,7	62,1	68,3	57,7	48,0	58,9	77,6	76,4	77,8
1998	68,1	62,8	68,8	58,3	48,6	59,5	77,9	77,0	78,1
1999	68,7	63,5	69,4	59,3	49,5	60,5	78,2	77,6	78,3
2000	69,1	65,1	69,5	59,9	51,7	60,9	78,2	78,5	78,2
2001	69,1	64,2	69,6	60,0	50,3	61,2	78,1	78,1	78,1
2002	69,6	65,8	70,0	60,8	52,6	61,8	78,3	78,8	78,2

	Ambos sexos 15-29 años			Ambos sexos 30-44 años			Ambos sexos 45-64 años		
	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España
1997	59,1	55,0	59,7	83,7	78,4	84,3	60,0	53,6	60,7
1998	59,7	55,4	60,3	84,0	78,9	84,6	60,2	54,2	60,9
1999	60,2	56,3	60,8	84,5	79,6	85,1	60,7	54,4	61,4
2000	60,3	57,8	60,7	84,8	80,8	85,3	61,2	56,2	61,7
2001	59,7	56,7	60,1	84,6	78,8	85,3	61,7	56,3	62,3
2002	59,9	57,8	60,2	84,9	80,6	85,4	62,6	57,8	63,2

Fuente: Eurostat (EFL).

do un diferencial importante entre los hombres (78,3%) y las mujeres (60,8%), lo que, en relación con el año 1997, supone un progreso bastante más modesto que el obtenido en términos de tasa de empleo (alrededor de 2 y 3 pp, respectivamente). En cuanto a la tasa de desempleo (véase cuadro 3), en el año 2002 se truncó la senda de recortes que venía mostrando, al repuntar ligeramente hasta el 7,7%, frente al 7,4% de 2001. Este empeoramiento se observó tanto en el colectivo masculino como en el femenino y, por edades, fue más destacado entre los jóvenes (menores de 30 años). Sin embargo, en el conjunto de los últimos cinco años se ha producido una rebaja de más de 3 pp de la tasa de desempleo agregada, siendo algo mayor este recorte entre las mujeres, lo que ha permitido que la brecha entre ambos性es se estreche, si bien sigue siendo elevada (de casi 2 pp). Pese al deterioro del mercado laboral observado en el año 2002, la incidencia del paro de larga duración prolongó la tendencia descendente que le venía caracterizando desde 1997, lo que puede indicar que el aumento de la tasa de paro del año 2002 tuvo un marcado componente cíclico. Por tanto, puede concluirse que las reformas laborales introducidas en los países europeos, en los años noventa, han incidido en mayor medida sobre la reducción del componente más estructural del desempleo que sobre aumentos de la tasa de actividad. De cara al futuro, parece necesario cambiar ligeramente el centro de gravedad de estas políticas, reorientándolas hacia el fomento de la participa-

ción laboral, especialmente, de las mujeres y de los trabajadores más maduros. Estos colectivos presentan amplios diferenciales negativos en sus tasas de participación, tanto en comparación con el colectivo masculino de edad intermedia en la UE, como cuando se realiza esta comparación con los mismos colectivos en otras áreas económicas, como EEUU o Japón.

En línea con la evidencia empírica disponible, las políticas europeas para el empleo dan gran importancia a la mejora de la formación (5) de la población, en general, y de los trabajadores, en particular, tanto en lo que se refiere a la enseñanza reglada como a la formación continua a lo largo de la vida laboral. Los resultados mostrados en el cuadro 4 confirman esta preocupación. Como se puede apreciar, las mayores tasas de ocupación se registran en los niveles educativos superiores, y están asociadas tanto a mayores tasas de actividad como a menores tasas de des-

(5) La clasificación por nivel de estudios utilizada en la EFL se corresponde con los estudios de mayor nivel finalizados según la clasificación ISCED 1997, de forma que lo que en el texto se denomina «nivel bajo de estudios» se corresponde con los niveles 0-2 de dicha clasificación, es decir, comprende a personas sin estudios, con estudios primarios o que hayan completado la primera etapa de la educación secundaria; por su parte, los estudios universitarios se consideran «nivel alto», y se corresponden con los niveles 5-6 de la ISCED. Conviene resaltar también que en algunos países la partida de «no clasificados» por nivel de estudios es importante, por lo que este grupo no se ha tenido en cuenta en los cálculos aquí presentados para ningún país.

CUADRO 3

Tasa de desempleo e incidencia del paro de larga duración

TASA DE DESEMPLEO (en % de la población activa)									
	Ambos sexos 15-64 años			Mujeres 15-64 años			Varones 15-64 años		
	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España	UE	España	UE sin España
1997	10,9	21,0	9,8	12,5	28,3	10,9	9,7	16,3	8,9
1998	10,3	18,9	9,3	12,0	26,8	10,5	9,0	13,9	8,4
1999	9,5	15,7	8,8	11,1	23,1	9,9	8,3	10,9	8,0
2000	8,4	14,0	7,8	10,0	20,5	8,9	7,3	9,6	7,0
2001	7,4	10,4	7,0	8,5	15,2	7,9	6,5	7,3	6,4
2002	7,7	11,1	7,3	8,7	16,3	7,9	6,9	7,7	6,9
INCIDENCIA DEL PARO DE LARGA DURACIÓN (un año o más en paro, en % del total de desempleados)									
	Ambos sexos 15-64 años			Ambos sexos 15-29 años			Ambos sexos 45-64 años		
	UE	España	UE sin España (a)	UE	España	UE sin España (a)	UE	España	UE sin España (a)
1997	48,6	51,8	47,8	41,8	46,2	40,6	58,3	61,0	57,8
1998	47,6	49,8	47,0	38,8	42,8	37,7	58,9	60,4	58,7
1999	45,8	46,3	45,7	36,3	38,7	35,8	57,4	57,9	57,3
2000	45,1	42,5	45,6	35,8	34,5	36,1	57,0	54,0	57,5
2001	43,8	36,9	45,0	33,3	27,8	34,5	56,7	51,0	57,3
2002	40,2	34,3	41,2	30,4	26,3	31,3	52,4	46,7	53,1

Fuente: Eurostat (EFL).

(a) Sin Irlanda ni Holanda.

empleo, considerando siempre la población de entre 25 y 59 años. Además, entre 1997 y 2002 las tasas de ocupación tanto de los que tienen un nivel de estudios alto como de los que se encuentran en el grupo de menor nivel educativo experimentaron un aumento que vino acompañado de una reducción de la tasa de desempleo, mientras que las tasas de actividad se mantuvieron inalteradas; no obstante, en ambos casos el aumento fue inferior al registrado en el colectivo con estudios medios. Adicionalmente, la mejora en el nivel de formación medio de la población ha favorecido el aumento agregado de la tasa de participación y la mayor reducción de la tasa de paro.

4. COMPARACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA

En estos años, el mercado de trabajo español no ha sido ajeno a las tendencias que se

han observado en la Unión Europea (véase el gráfico 1). De hecho, tales tendencias fueron más acusadas (especialmente en lo que se refiere a la reducción de la tasa de desempleo), lo que permitió cerrar, en parte, el elevado diferencial que nos separaba de la media europea. De todas formas, en algunos aspectos que se detallan más adelante la brecha es todavía importante. Conviene resaltar, además, que, al no haberse homogeneizado las series históricas españolas de la EPA, la modificación en la definición operativa del desempleo (6) introduce una ruptura en la evolución de la tasa de actividad en el año 2001, a la vez que se observa también una discontinuidad en la tasa de paro,

(6) Para más detalle sobre los cambios metodológicos introducidos en la EPA en 2002, véase el artículo correspondiente del *Boletín económico* del Banco de España de abril de 2002.

CUADRO 4

Clasificación por nivel de estudios (a)

Ambos sexos 25-59 años

	PESO EN LA POBLACIÓN (%)						TASA DE OCUPACIÓN (%)					
	Nivel de estudios BAJO			Nivel de estudios ALTO			Nivel de estudios BAJO			Nivel de estudios ALTO		
	UE (b)	España	UE sin España (b)	UE (b)	España	UE sin España (b)	UE (b)	España	UE sin España (b)	UE	España	UE sin España (b)
1997	40,5	63,9	37,8	19,7	20,4	19,6	59,2	52,7	60,5	85,3	76,9	86,3
1998	...	63,0	...	...	21,4	...	...	54,3	...	...	77,6	...
1999	35,8	61,3	32,6	21,4	22,5	21,2	59,3	56,4	60,0	86,2	79,3	87,1
2000	34,7	59,3	31,6	22,1	23,8	21,9	60,2	57,9	60,7	86,8	81,1	87,6
2001	34,2	57,6	31,2	22,3	24,9	22,0	60,8	58,9	61,2	87,1	81,8	87,9
2002	33,4	56,0	30,5	22,6	25,8	22,2	61,1	59,7	61,4	86,9	81,9	87,7
TASA DE ACTIVIDAD (%)												
Nivel de estudios BAJO			Nivel de estudios ALTO			Nivel de estudios BAJO			Nivel de estudios ALTO			
UE (b)	España	UE sin España (b)	UE (b)	España	UE sin España (b)	UE (b)	España	UE sin España (b)	UE	España	UE sin España (b)	
1997	67,7	66,1	68,0	90,7	89,3	90,8	12,5	20,2	11,1	5,9	13,9	5,0
1998	...	66,3	...	...	89,3	...	...	18,1	...	...	13,1	...
1999	67,5	66,4	67,7	90,9	89,1	91,2	12,1	15,0	11,4	5,2	11,0	4,5
2000	67,6	67,4	67,6	90,9	89,5	91,1	10,9	14,1	10,2	4,5	9,3	3,8
2001	67,0	65,8	67,3	90,7	87,7	91,1	9,3	10,5	9,1	3,9	6,8	3,6
2002	67,7	67,3	67,8	90,8	88,6	91,1	9,8	11,3	9,4	4,3	7,5	3,8

Fuente: Eurostat (EFL).

(a) Nivel bajo comprende hasta la primera etapa de la educación secundaria (aproximadamente, hasta los 14 años). El nivel alto se refiere a los estudios universitarios. Los de estudios medios se han omitido en el cuadro por simplicidad, mientras que los no clasificados se han excluido de los cálculos.

(b) No incluye Irlanda.

que ha quedado más próxima a los estándares comunitarios. Como ya se ha comentado, esta modificación metodológica, al igual que otros cambios introducidos en la encuesta española en 2002, vinieron motivados por la regulación comunitaria, por lo que también son de aplicación en el resto de países de la UE, aunque no todos ellos los han implementado en las mismas fechas (algunos, aún no lo han hecho) ni tienen en todos el mismo impacto.

En el año 2002, la tasa de ocupación española se situó en el 58,4%, todavía 6,5 pp por debajo del promedio de la UE (excluyendo a España), cuando cinco años antes esta brecha se estimaba en casi el doble. Esta considerable mejora vino acompañada de un descenso importante de la tasa de desempleo y, también, de una mejora de la tasa de actividad. En efecto, mientras que en 1997 el diferencial de la tasa de desempleo fue de 11,2 pp (21% en España frente a 9,8% en la UE), en 2002 se redujo hasta 3,8 pp. Por su parte, la tasa de actividad española se situó en el 65,8% en 2002, 4,2 pp menos que en la UE, cuando en 1997 era 6,2 pp inferior. Analizando los

avances que se han producido por sexos, se aprecia que la mejora fue algo mayor entre el colectivo masculino, donde la brecha ya era más reducida. De hecho, la tasa de participación masculina en el año 2002 fue más alta en España que en la UE, la de ocupación de este colectivo fue prácticamente idéntica a la de esta área geográfica, y la diferencia entre las tasas de desempleo fue de solo 0,8 pp. Mientras tanto, en el caso de las mujeres, pese a que el avance de la participación y del empleo en España fue mayor, se mantuvo una brecha muy importante con Europa. En concreto, la tasa de ocupación se situó aún 13 pp por debajo de la de la UE en el año 2002, al combinar una tasa de actividad 9,2 pp inferior y una tasa de desempleo 8,4 pp superior.

Por grupos de edades, también se produjeron mejoras en la posición relativa española en todos los colectivos considerados, pero fueron más significativas entre los menores de 30 años, que, en este caso, eran los que partían de una posición más desfavorable. Así, su tasa de ocupación en 2002 se situó 5,5 pp por debajo del promedio de la UE (53,2%), cuando cinco

años antes la diferencia era de 13,8 pp. Estas diferencias fueron de 7,2 pp para el grupo de edades intermedias, y de 6,1 pp para los más maduros. Los avances han sido más apreciables en la tasa de desempleo (si bien la brecha es todavía elevada entre los más jóvenes: 5,9 pp), pero se han extendido también a la tasa de actividad (en este caso, la mayor brecha se registró entre los más maduros: 5,4 pp).

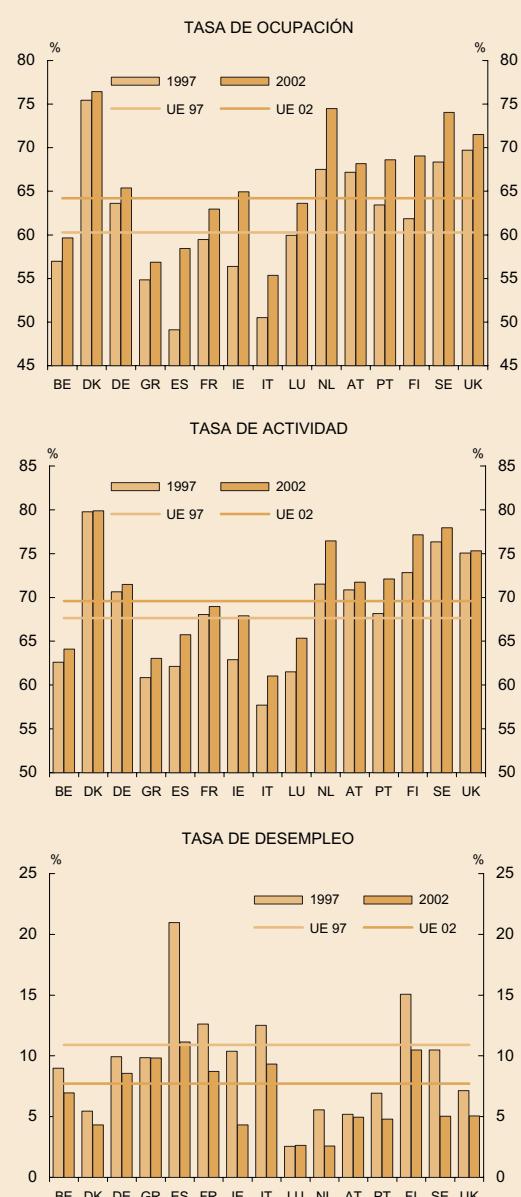
Uno de los avances más destacados del mercado de trabajo español respecto al comunitario ha radicado en la incidencia del paro de larga duración. En efecto, el peso de los desempleados que llevan más de un año en esa situación sobre el total se redujo de forma notable tanto en la UE como en España entre 1997 y 2002, pero en mayor medida en nuestro país, al haberse situado en el último año en el 34,3%, frente al 41,2% de la UE. Cinco años antes estas *ratios* se cifraban en 51,8% y 47,8%, respectivamente. Por grupos de edades, en el cuadro 3 se puede comprobar cómo el colectivo más beneficiado fue el de los más jóvenes, para los que la incidencia del desempleo de larga duración se situó en 2002 en el 26,3% (31,3% en la UE); para los mayores de 45 años la reducción también fue sustancial, pero el colectivo representa todavía el 46,7% del paro total de esa edad (53,1% en la UE). El conjunto de reformas llevadas a cabo en el mercado de trabajo español en estos últimos años, en especial, las políticas de fomento del empleo estable, ha contribuido a mejorar especialmente la situación laboral del colectivo de los trabajadores más jóvenes. Sin embargo, aunque esta política ha ido dirigida también hacia el colectivo de trabajadores de más edad, los efectos parecen haber sido considerablemente más reducidos.

En lo que respecta a la relevancia del empleo temporal y de jornada parcial (7), no se ha apreciado, sin embargo, un acercamiento significativo al patrón comunitario. En el caso del trabajo de duración determinada, las diferencias continúan siendo muy elevadas, y en cuanto a la incidencia de la jornada reducida en el total de ocupados, la divergencia se ha ampliado (véase el gráfico 2). En concreto, la *ratio* de temporalidad española sigue siendo casi tres veces más alta que la europea (31,2%, frente a 11,1%), a pesar de haber disminuido en 2,5 pp entre 1997 y 2002, a la vez que en el conjunto de la UE aumentó levemente (0,8 pp). La modesta reducción de esta tasa observada en España contrasta con el gran número de contratos

(7) Estos datos deben tomarse con cierta cautela, en la medida en que las diferencias en la regulación podrían distorsionarlos, ya que la frontera entre el empleo temporal y el parcial es difusa en ciertos casos (por ejemplo, en el de los trabajadores fijos-discontinuos).

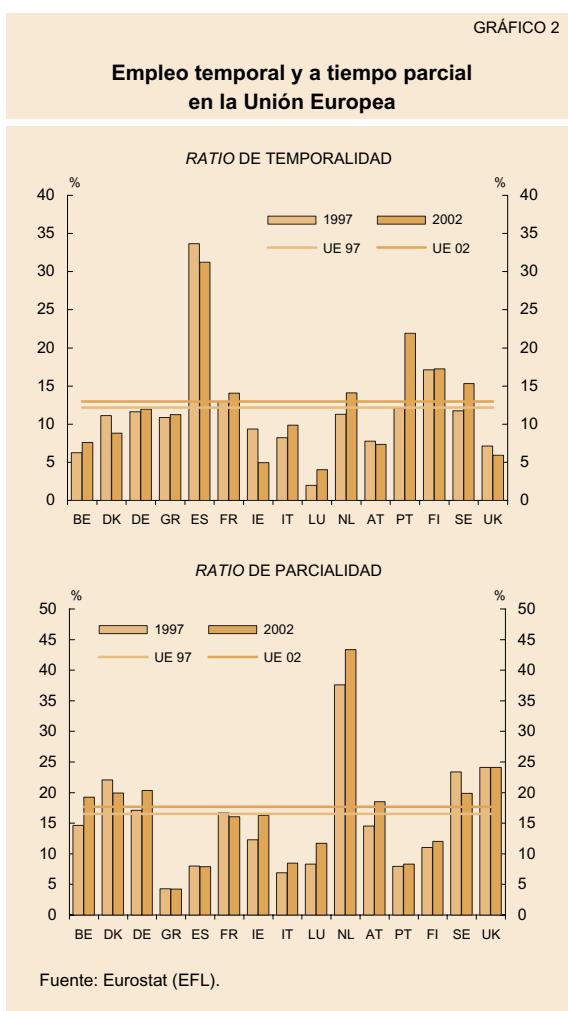
GRÁFICO 1

Principales variables del mercado de trabajo en la Unión Europea



Fuente: Eurostat (EFL).

temporales (más de dos millones, según los datos del INEM) que han sido transformados en indefinidos en este período, a raíz del establecimiento de bonificaciones en las cuotas de la Seguridad Social y la posibilidad, en muchos casos, de que el nuevo contrato gozara de unos costes de despidos más bajos. Analizando los resultados por grupos de edades, resulta que la *ratio* de temporalidad del colectivo juvenil (hasta 24 años, grupo que, como ya se apuntó previamente, fue el más beneficiado por las medidas de fomento del empleo estable) experimentó la reducción más importante (más de 10 pp),



con lo que se produjo, en este caso, un estrechamiento muy significativo del diferencial con la UE. En cambio, la brecha se amplió para los que superan los 40 años, al elevarse en estos cinco años su tasa de temporalidad, pese a que el colectivo de más de 45 años goza de las mayores bonificaciones a la contratación estable. El empleo a tiempo parcial, por su parte, mantuvo estabilizado su peso en España en esos años, mientras que avanzó ligeramente entre nuestros socios comunitarios (1,5 pp). Además, el grado de involuntariedad del empleo a jornada parcial en España es mayor al nivel que muestra en la UE (en torno a 5 pp), aunque en ambos casos ha ido aumentando su aceptación. En consecuencia, parece que las recientes reformas de la regulación del empleo a

tiempo parcial en España —encaminadas principalmente a implantarlo como una modalidad estable—, llevadas a cabo en 1998 y 2001, no han tenido el efecto deseado. Por sexos, merece la pena destacar cómo esta *ratio* disminuyó en ambos colectivos en España, si bien su incidencia es mucho mayor entre las mujeres (como también ocurre en la UE).

Por último, los resultados en cuanto a nivel de estudios también apuntan hacia la existencia de algunos retos pendientes en el caso español. Como se puede apreciar en el cuadro 4, la tasa de ocupación mejoró en estos cinco años tanto para los colectivos con estudios bajos como más altos, pero de forma más marcada entre los primeros, que, además, redujeron en mayor medida el diferencial con la UE. Esto se debió, por un lado, a que entre los menos formados disminuyó en mayor medida la tasa de desempleo; de hecho, en 2002 su diferencial con la UE fue incluso menor que para el colectivo con estudios superiores. Esto sugiere la necesidad de adecuar en mayor medida la oferta existente de estudios universitarios a las necesidades del aparato productivo. Por otro lado, mientras que la tasa de actividad aumentó para los individuos con estudios bajos, se mantuvo estable para los más formados (8), en línea con lo ocurrido en la UE.

En todo caso, España mantiene un diferencial importante con respecto a la UE en cuanto a la composición de la población por nivel de estudios, que explica, parcialmente, los diferenciales agregados existentes tanto en tasas de actividad como de desempleo. A pesar de la disminución ocurrida en los últimos años, más de la mitad de la población española tiene solo estudios bajos, mientras que en la UE este porcentaje ronda el 30%, sin que el diferencial se haya recortado apreciablemente desde 1997. Por el contrario, la población con estudios altos es más numerosa, en términos relativos, en España, habiéndose ampliado el diferencial, en este caso positivo, con la UE desde 1997.

15.7.2003.

(8) Téngase en cuenta que el cambio en la definición operativa de desempleo redujo el nivel de la tasa de participación de todos los colectivos en el año 2001.

Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes Egusquiza, del Servicio de Estudios.

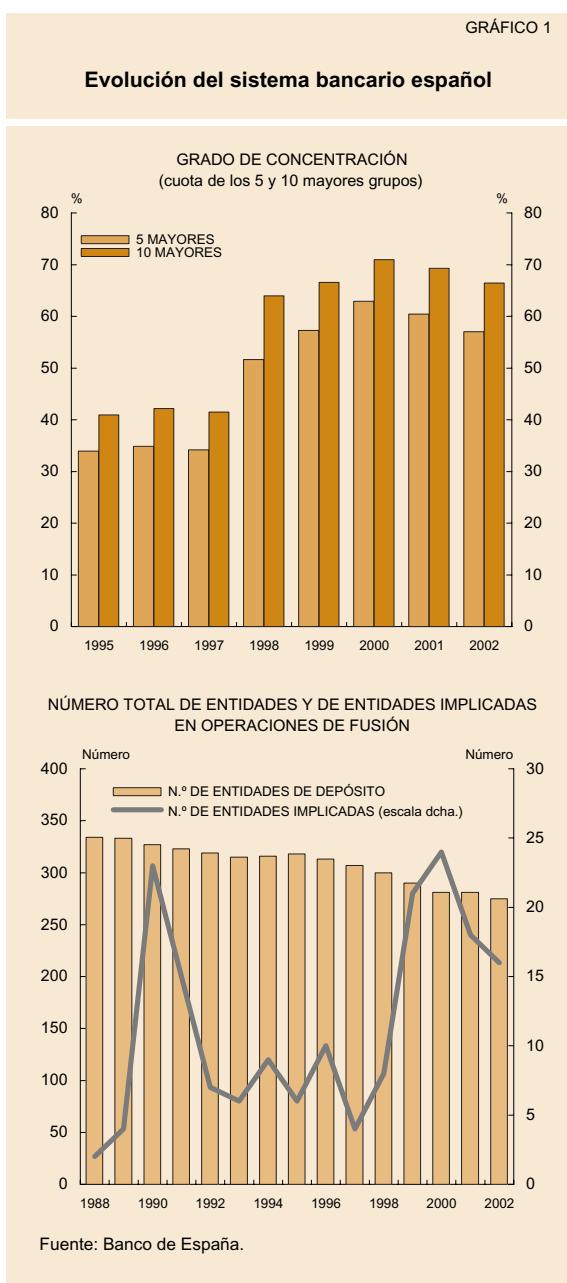
1. INTRODUCCIÓN

El proceso de concentración del sistema bancario español ha continuado en los últimos años como consecuencia, básicamente, de la necesidad de las entidades de responder a la creciente competencia en los mercados financieros, tanto nacionales como internacionales. Por un lado, esta mayor competencia hace que, en ocasiones, sea necesaria una mayor dimensión para poder expandir la actividad internacional. Pero, por otro lado, e independientemente del tamaño de la entidad, también obliga a mejorar la eficiencia y la productividad, para así conseguir mantener un nivel de rentabilidad aceptable en un entorno de márgenes operativos cada vez más estrechos.

Las operaciones de fusión entre entidades independientes, unidas en algunos casos a reestructuraciones internas de los grandes grupos bancarios, han seguido reduciendo el número de entidades operativas (véase gráfico 1), lo que ha propiciado un mayor grado de concentración de la actividad en el mercado español. A ello han contribuido especialmente las fusiones de los cuatro grandes grupos que tuvieron lugar entre 1998 y 2000, pero también la continuación del proceso de concentración regional de las cajas de ahorros, si bien con menor intensidad que en años anteriores, y el inicio de un movimiento similar en las cooperativas de crédito.

El objeto de este trabajo es ofrecer un primer análisis de los principales resultados de las operaciones recientes de fusión, a fin de determinar si con las mismas se ha conseguido algún incremento significativo en la rentabilidad, eficiencia, productividad o nivel de capitalización de las entidades implicadas. Para ello, se comparan los cambios de una serie de *ratios* obtenidas de los estados financieros de las entidades, con los correspondientes a un grupo de instituciones de control. Las *ratios* analizadas ofrecen información sobre distintos aspectos de la actividad bancaria, como la capacidad de generación de beneficios, el nivel de capitalización, los niveles de eficiencia y productividad y el crecimiento y la estructura del negocio.

El análisis realizado está sujeto, no obstante, a dos cautelas que es preciso mencionar. En primer lugar, el corto espacio de tiempo transcurrido puede ser insuficiente para valorar el impacto en las operaciones más recientes.



La segunda cautela, común a todos los análisis de las operaciones de fusión, radica en la imposibilidad de reproducir el escenario alternativo a la fusión para las entidades involucradas en esta. Por ejemplo, por las características que rodean a alguna de las operaciones analizadas, podría suponerse que, en ocasiones, estas han respondido a estrategias defensivas para mantener la posición en los mercados. En tales casos, aunque no se produzca una mejora en las *ratios* con respecto al grupo de control (y, por tanto, desde el punto de vista de este trabajo, no pueda calificarse como exitosa), probablemente la alternativa de «no fusión» habría llevado a una situación de las entidades consideradas peor que la del grupo de control.

Este trabajo es una continuación de otro anterior (1), donde se analizaron los resultados de las operaciones de fusión que supusieron el inicio del actual proceso de concentración y que cubrieron el período 1988-1996.

La estructura del resto del trabajo es la siguiente. En la segunda sección, se describe la metodología aplicada, explicando los criterios de selección de las operaciones analizadas, las *ratios* utilizadas y las distintas comparaciones que se han efectuado según los diversos grupos de control considerados. En la tercera sección, se presentan y comentan los resultados del análisis de las operaciones de fusión. Por último, en la cuarta, se resumen las principales conclusiones.

2. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA

2.1. Selección de la muestra y período de análisis

El período analizado comprende el intervalo desde 1997 hasta el año 2001, para, por una parte, incluir todas las operaciones de fusión que no se consideraron en el anterior trabajo por falta de datos para su análisis y, por otra parte, garantizar que exista información sobre, al menos, un ejercicio completo después de cada operación de fusión.

Solo se han tenido en cuenta las operaciones de fusión entre entidades de depósito, excluyendo las de otras instituciones que, en muchos casos, han sido el resultado de procesos de reestructuración interna de los grandes grupos bancarios. Tampoco se han incluido las de sucursales o filiales de entidades extranjeras que han sido consecuencia de los procesos de fusión de las entidades principales.

Por otra parte, se ha aplicado un criterio de tamaño mínimo, excluyendo del análisis aquellas fusiones donde las entidades fusionadas o absorbidas no superaran el 15% del balance de la entidad de mayor dimensión. Con esto se trata de evitar la inclusión de operaciones en las que muy probablemente no se detectarían apenas cambios, dada la reducida dimensión de una entidad con respecto a otra.

Con la aplicación de estos criterios, se han incluido en el análisis 8 operaciones de fusión. De ellas, 2 son de bancos privados de gran dimensión, 1 de bancos de pequeña dimensión,

(1) Fuentes, I. y Sastre, T. (1999). *Mergers and Acquisitions in the Spanish Banking Industry: some Empirical Evidence*. Banco de España. Documento de Trabajo 9924.

CUADRO 1

Ratios utilizadas en el análisis de las operaciones de fusión**Grupo I: Capacidad de generación de beneficios***En porcentaje del balance medio total:*

Ingresos totales (IT) = ingresos financieros + comisiones netas + resultado de operaciones financieras

Gastos financieros (GF)

Margen ordinario (MO) = ingresos totales – gastos financieros

Gastos de explotación (GE)

Margen de explotación (ME) = margen ordinario – gastos de explotación

Resultado antes de impuestos (RAI) = margen de explotación – saneamientos +/- otros resultados

En puntos porcentuales:

Rentabilidad de recursos propios (RAI / RRPP) = resultado antes de impuestos / recursos propios

Grupo II: Eficiencia y productividad

Gastos de explotación (GE) = gastos de explotación / balance medio total (en %)

Ratio de eficiencia (GE/MO) = gastos de explotación / margen ordinario (en %)

Productividad por empleado (ATM / NE) = activos totales medios / n.º de empleados

Productividad por oficina (ATM / NO) = activos totales medios / n.º de oficinas

Grupo III: Otros indicadores

Cuota de mercado I (CM 1) = % del total activo de la entidad / total entidades de depósito

Cuota de mercado II (CM 2) = % de la inversión crediticia total + acreedores de la entidad / total entidades de depósito

Porcentaje de la inversión crediticia total + acreedores sobre total balance (P+D / ATM)

Recursos propios / total activo en puntos porcentuales (RRPP / ATM)

2 de cajas de ahorros y 2 de cooperativas de crédito (2).

2.2. Descripción de las ratios analizadas

Para evaluar los efectos de las fusiones, se ha elegido una serie de variables, 15 en total, que tratan de medir los efectos de la operación sobre diversos aspectos de la actividad de las entidades. En particular, se pueden distinguir tres grupos de indicadores: los relativos a la capacidad de generación de beneficios [7], que recogen varias ratios sobre márgenes operativos, costes y rentabilidad; los que aproximan los niveles de eficiencia y productividad [4], basados en ratios sobre costes, gastos sobre márgenes y productividad de empleados y oficinas; y, por último, un grupo variado de indicadores [4] sobre la estructura del negocio, el nivel de capitalización y la evolución de la cuota de mercado. Para complementar esta información, también se ha analizado la evolución del número de oficinas y empleados tras la operación de fusión. La definición exacta de cada una de las ratios consideradas se recoge en el cuadro 1.

(2) Las operaciones analizadas han sido las siguientes: BBV y Argentaria; Banco de Santander y BCH; Cajas de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra; Cajas de Ahorros de Navarra y Pamplona; Cajas Rurales Intermediterránea, Grumeco y Málaga; Cajas Rurales de Huelva y Sevilla; Caja de Ahorros de Salamanca y Soria, y Bancos Credit Lyonnais y Comercial Español; Banco 21 y Banco Gallego.

2.3. Determinación de los grupos de control y método de agregación

La evolución de las ratios de las entidades fusionadas se compara con la de las de distintos grupos de control. En primer lugar, se considera el grupo más amplio posible, formado por el total de entidades de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito). En segundo lugar, se analiza también el grupo al que pertenecen las instituciones fusionadas, es decir, en el caso de fusiones entre bancos, con el total de bancos (3); en el de operaciones entre cajas de ahorros, con el total de cajas de ahorros; y en el de cooperativas de crédito, con el total de cooperativas. Estas comparaciones se han hecho excluyendo de los distintos grupos las entidades fusionadas.

El análisis se ha hecho tomando como base la suma de los balances individuales de las entidades de los grupos bancarios que intervienen en la operación. No se han utilizado los datos de los estados financieros consolidados por dos motivos principales. En primer lugar, por la menor información disponible en los mismos y, en segundo lugar, por los problemas que surgen por la incorporación en los estados financieros consolidados de los dos grandes bancos

(3) En este caso, también se hace una comparación con el total bancos nacionales, que sería el grupo de total de bancos menos las sucursales de entidades bancarias extranjeras.

de las filiales adquiridas en su proceso de expansión en los mercados financieros latinoamericanos (4).

En cuanto a la metodología de análisis, se comparan los tres ejercicios previos a la fusión con los tres posteriores a la misma. Cuando esto no es posible, por tratarse de operaciones recientes, se considera el número máximo de años completos. En el caso de que se produzcan varias operaciones de fusión en el intervalo de dos años, imposibilitando así el análisis de cada una de ellas por falta de datos, se tratan ambas conjuntamente, comparando los ejercicios previos a la primera con los posteriores a la segunda. Esto ha ocurrido en dos de los casos considerados.

Para cada operación y año, se calcula la diferencia entre el valor de la *ratio* para las entidades objeto de análisis y para el grupo de control. A continuación, se compara la media de dichas diferencias en los tres períodos anteriores al del año de la fusión con la media de los años que estén disponibles después de la fusión, y se observa si se han producido mejoras y si estas son significativas (5). Una mejora significativa de un número elevado de indicadores en un determinado apartado sería una evidencia de que la operación de fusión ha resultado favorable en dicha área de actividad para las entidades implicadas.

3. RESULTADOS DEL ANÁLISIS

Los resultados de los distintos análisis efectuados se recogen en los cuadros 2 y 3, donde se muestran los cambios de las variables analizadas para cada fusión, indicándose si se ha registrado una mejora o un empeoramiento y si este ha sido o no significativo. Las operaciones están numeradas siguiendo un orden arbitrario.

3.1. Generación de beneficios

Las *ratios* que aproximan la capacidad de generación de beneficios, recogidas en el blo-

(4) Si bien, hay que mencionar que parte de la información obtenida de los estados individuales está afectada por ese proceso, debido a los ajustes realizados como consecuencia de dichas operaciones en los balances de la entidad matriz.

(5) Los indicadores se han definido de tal manera que las variaciones positivas suponen siempre mejoras y las negativas un empeoramiento. Por mejora significativa se entiende una variación positiva de las medias de las diferencias de la variable con respecto a su valor en el grupo de control que sea superior al valor de una desviación típica (calculada sobre la serie formada por los valores de dicho indicador en los estados financieros de las entidades que intervienen en la fusión durante todo el período de análisis). Un empeoramiento significativo ocurre cuando se produce una variación negativa que en valor absoluto es superior a la desviación típica.

que 1 de los cuadros 2 y 3, no muestran, en general, una evidencia concluyente sobre un predominio claro de efectos positivos de las operaciones de fusión en esta área. Si la comparación es con el total de entidades de depósito, de los 56 casos analizados (8 fusiones y 7 *ratios*), en 27 se registró una mejora (11 de ellas significativas) y en 29, un empeoramiento (10 de ellos significativos). Si se comparan con su grupo específico, los resultados mejoran ligeramente: 29 variaciones positivas (10 significativas) y 27 negativas (7 significativas).

Si se analiza el comportamiento individual de las distintas *ratios* utilizadas, se comprueba que, en general, los resultados son neutros, con algunas excepciones. Estas son los gastos financieros (GF), donde se observa una mayoría de variaciones positivas (si bien ninguna de ellas significativa) y el margen ordinario (MO), donde hay un ligero predominio de las variaciones positivas significativas. La *ratio* que registra un peor comportamiento, sea cual sea el grupo de control que se utilice, es la de resultados sobre recursos propios, con un predominio de las variaciones negativas.

Por último, el análisis individualizado por operaciones revela diferencias importantes entre las mismas. Así, hay fusiones con un predominio claro de variaciones positivas (fusiones 2 y 3 y, en menor medida, la 1), y otras donde son mayoría las variaciones negativas (fusiones 4, 5 y 7). Estas diferencias podrían responder a la existencia de dos tipos distintos de operaciones de fusión, unas con un objetivo más claro de reducción de costes y mejora de la eficiencia de la estructura productiva, y otras en las que el objetivo principal sería el aumento de dimensión para abordar una estrategia de crecimiento. En las primeras, las reducciones de costes que se producen se reflejan más rápidamente en los márgenes operativos, mientras que en las segundas, las estrategias de expansión tienen un coste inicial y, por tanto, los beneficios tardan más en recogerse en las cuentas de resultados. No obstante, debe también tenerse en cuenta que alguna de las fusiones con resultados más negativos corresponde a las de fechas más recientes, por lo que es probable que gran parte de los posibles efectos de la operación aún no se hayan reflejado en los estados financieros.

3.2. Eficiencia y productividad

Las variaciones de las *ratios* utilizadas para analizar la evolución de los niveles de eficiencia y productividad de las entidades, recogidas en el bloque 2 de los cuadros 2 y 3, muestran que, en general, las operaciones de fusión analiza-

CUADRO 2

Resultados del análisis: comparación con total de entidades de depósito (a)

	IT	GF	MO	GE	ME	RAI	RAI/RRPP	Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
I. Generación de beneficios											
Fusión 1	M	M	M *	P *	M *	P	P	4	2	3	1
Fusión 2	M	M	M *	M	M *	M *	M *	7	4	0	0
Fusión 3	M	M	M *	M	M *	M *	M *	7	4	0	0
Fusión 4	P	P	P	M	P	P	P *	1	0	6	1
Fusión 5	P	M	P *	M	P *	P *	P *	2	0	5	4
Fusión 6	P	M	P	M	P	M	P	3	0	4	0
Fusión 7	P	P	P	P	P *	P *	P *	0	0	7	3
Fusión 8	M	M	M *	P *	P	P	P	3	1	4	1
Mejor (c)	4 (0)	6 (0)	4 (4)	5 (0)	3 (3)	3 (2)	2 (2)	27	11		
Peor (c)	4 (0)	2 (0)	4 (1)	3 (2)	5 (2)	5 (2)	6 (3)			29	10
	GE	GE/IT	GE/MO	ATM/NE	ATM/NO			Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
II. Eficiencia y productividad											
Fusión 1	P *	M	M *	M	M *			4	2	1	1
Fusión 2	M	P	M *	P *	P *			2	1	3	2
Fusión 3	M	M *	M *	M	M *			5	3	0	0
Fusión 4	M	M	P	M	M			4	0	1	0
Fusión 5	M	P	P *	P	M			2	0	3	1
Fusión 6	M	P	P	P	P *			1	0	4	1
Fusión 7	P	P	P *	P *	P *			0	0	5	3
Fusión 8	P *	P *	P *	P *	P *			0	0	5	5
Mejor (c)	5 (0)	3 (1)	3 (3)	3 (0)	4 (2)			18	6		
Peor (c)	3 (2)	5 (1)	5 (3)	5 (3)	4 (4)					22	13
	CM 1	CM 2	P+D/ATM	RRPP/ATM				Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
III. Otros indicadores											
Fusión 1	P *	P *	M	P				1	0	3	2
Fusión 2	P *	M	M *	M				3	1	1	1
Fusión 3	P *	P *	P *	M *				1	1	3	3
Fusión 4	M *	P *	P *	M *				2	2	2	2
Fusión 5	P *	M *	M	M *				3	2	1	1
Fusión 6	P *	P *	P	M *				1	1	3	2
Fusión 7	M *	M *	P	P *				2	2	2	1
Fusión 8	P *	P *	P	M *				1	1	3	2
Mejor (c)	2 (2)	3 (2)	3 (1)	6 (5)				14	10		
Peor (c)	6 (6)	5 (5)	5 (2)	2 (1)						18	14

Fuente: Banco de España.

(a) El significado de las siglas de las ratios puede verse en el cuadro 1. M significa una mejora con respecto al grupo de control y P un empeoramiento. El asterisco tras la letra indica que la variación es significativa.

(b) Variaciones significativas son aquellas superiores a una desviación estándar de la serie de la ratio de las entidades que intervienen en la operación.

(c) Entre paréntesis, el número de variaciones significativas, que son las que tienen un asterisco en el cuadro

CUADRO 3

Resultados del análisis: comparación con grupo específico (a)

	IT	GF	MO	GE	ME	RAI	RAI/RRPP	Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
I. Generación de beneficios											
Fusión 1	M	M	M *	M	M *	P *	P *	5	2	2	2
Fusión 2	M	M	M *	M	M *	M *	M *	7	4	0	0
Fusión 3	P	M	M	M *	M *	M *	M	6	3	1	0
Fusión 4	P	P	P	M	P	P	P *	1	0	6	1
Fusión 5	P	M	P	P	P *	P *	P *	1	0	6	3
Fusión 6	P	M	M	P	P	M	M	4	0	3	0
Fusión 7	P	P	P	P	P	P	P	0	0	7	0
Fusión 8	M	M	M *	P *	M	M	P	5	1	2	1
Mejor (c)	3 (0)	6 (0)	5 (3)	4 (1)	4 (3)	4 (2)	3 (1)	29	10		
Peor (c)	5 (0)	2 (0)	3 (0)	4 (1)	4 (1)	4 (2)	5 (3)			27	7
	GE	GE/IT	GE/MO	ATM/NE	ATM/NO			Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
II. Eficiencia y productividad											
Fusión 1	M	M	M *	M	M *			5	2	0	0
Fusión 2	M	P	M *	P *	P *			2	1	3	2
Fusión 3	M *	M *	M *	M	M *			5	4	0	0
Fusión 4	M	M	P	M	M			4	0	1	0
Fusión 5	P	P	P *	P	M			1	0	4	1
Fusión 6	P	P	P	P	P *			0	0	5	1
Fusión 7	P	P	P *	P	P			0	0	5	1
Fusión 8	P *	P *	P	P *	P *			0	0	5	4
Mejor (c)	4 (1)	3 (1)	3 (3)	3 (0)	4 (2)			17	7		
Peor (c)	4 (1)	5 (1)	5 (2)	5 (2)	4 (3)					23	9
	CM 1	CM 2	P+D/ATM	RRPP/ATM				Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
III. Otros indicadores											
Fusión 1	P *	P *	P	P				0	0	4	2
Fusión 2	P	M	M	P				2	0	2	0
Fusión 3	M *	P *	P *	M *				2	2	2	2
Fusión 4	P *	P *	P *	M *				1	1	3	3
Fusión 5	P *	M *	M *	M *				3	3	1	1
Fusión 6	P *	P *	M	M *				2	1	2	2
Fusión 7	M *	M *	M	P *				3	2	1	1
Fusión 8	P *	P *	M	M *				2	1	2	2
Mejor (c)	2 (2)	3 (2)	5 (1)	5 (5)				15	10		
Peor (c)	6 (5)	5 (5)	3 (2)	3 (1)						17	13

Fuente: Banco de España.

(a) El significado de las siglas de las ratios puede verse en el cuadro 1. M significa una mejora con respecto al grupo de control y P un empeoramiento. El asterisco tras la letra indica que la variación es significativa.

(b) Variaciones significativas son aquellas superiores a una desviación estándar de la serie de la ratio de las entidades que intervienen en la operación.

(c) Entre paréntesis, el número de variaciones significativas, que son las que tienen un asterisco en el cuadro.

das no han tenido un efecto positivo en dicha área, ya que predominan las variaciones negativas. Así, del número total de 40 variaciones posibles, 18 son positivas (6 significativas) y 22 negativas (13 significativas), si se compara con el total de entidades de depósito, y 17 positivas (7 significativas) y 23 negativas (9 significativas), si se compara con el grupo específico de cada operación.

En el análisis individual de las *ratios* también predominan las variaciones negativas, y tan solo los gastos de explotación (GE) parecen tener un comportamiento más positivo. Esta evolución puede ser debida a varios factores, como, por ejemplo, a la dificultad de reducir los gastos de personal debido a las limitaciones existentes en los planes de reducción de plantillas, con costosas indemnizaciones o planes de prejubilación, que hacen que el reflejo de una disminución del número de empleados en los costes de personal sea un proceso muy lento. Pero, además, en el caso de las operaciones analizadas existe otro factor adicional, y es que, en algunas de ellas, las reducciones en el número de empleados y de oficinas son moderadas, o incluso se producen incrementos, lo que dificulta más los aumentos de productividad y las reducciones de costes. Como resultado de estos factores y teniendo en cuenta lo comentado sobre las *ratios* del bloque 1, que muestran un comportamiento de los márgenes neutro o negativo, los indicadores que registran una evolución más desfavorable son los que relacionan los ingresos con los gastos.

El análisis individualizado de las distintas operaciones pone otra vez de manifiesto la existencia de dos tipos de fusiones: unas en las que parece predominar el objetivo de reducción de costes e incremento de la eficiencia de la estructura productiva, en las que se registran disminuciones del número de empleados y de oficinas en porcentajes de entre el 5% y el 25% (fusiones 1, 3 y 4), y otras en las que las reducciones son mínimas o se produce un notable incremento en ambas variables (fusiones 5, 6, 7 y 8). En general, en el primer grupo de fusiones, el análisis de las *ratios* refleja una ligera mejoría de los niveles de eficiencia y, especialmente, de los de productividad, mientras que, en el segundo grupo, predominan las variaciones negativas.

Un factor adicional que podría contribuir a explicar el peor resultado registrado en este terreno por las fusiones basadas en estrategias de crecimiento estaría relacionado con las fechas en las que se produjeron esas operaciones, que son las más recientes, por lo que es probable que los efectos positivos (6) sobre los ingresos no hayan

tenido tiempo todavía de reflejarse en los estados financieros, y si lo hayan hecho los costes derivados de la estrategia de expansión.

3.3. Otros indicadores

En el tercer bloque del cuadro 1, se recogen una serie de indicadores sobre diversos aspectos del negocio de las entidades, como su posición en el mercado, la estructura del negocio o su solvencia.

Respecto a las dos primeras *ratios*, se observa, en general, un empeoramiento en las cuotas de mercado de las entidades tras la fusión (véanse cuadros 2 y 3). Estos resultados parecen confirmar que, si bien estas operaciones pueden servir para ganar tamaño y reorganizar la estructura productiva, tienen un coste en términos de clientela. No obstante, habría que tener en cuenta dos factores que podrían contribuir a matizar esta conclusión. En primer lugar, como solamente se analizan los balances individuales, no se incluye gran parte de la actividad en mercados extranjeros realizada a través de filiales, en la que se ha apoyado buena parte del crecimiento del negocio de algunos de los grupos fusionados en los últimos años. Por otra parte, como ya se ha comentado anteriormente, las fusiones que parecen tener como objetivo principal una estrategia de crecimiento son las más recientes, por lo que el análisis efectuado podría infravalorar el impacto sobre las cuotas de mercado.

En cuanto a los efectos de las operaciones de fusión sobre la estructura del negocio, estos son muy distintos dependiendo del grupo de control utilizado. Como se puede ver en el cuadro 2, las variaciones negativas predominan cuando se compara con el total entidades de depósito, mientras que utilizando el grupo específico (véase cuadro 3) son mayoría las variaciones positivas. No obstante, el número de casos significativos es muy pequeño. En el análisis por fusiones de esta *ratio* parece existir cierta evidencia, siempre que se utilicen los datos que comparan con el grupo específico (cuadro 3), de un incremento del peso de las operaciones de préstamo-depósito en aquellos casos en que se registran menores descensos o incluso incrementos del número de empleados y oficinas (fusiones 5 a 8), si bien tan solo en un caso la variación es significativa.

Por último, por lo que respecta al nivel de solvencia, el efecto de las fusiones es, en gene-

(6) Sobre todo, los incrementos de ingresos derivados de la expansión de la actividad de intermediación tradicional.

ral, favorable, con un predominio de las variaciones positivas (6 casos, 5 de ellos significativos, comparando con el total entidades de depósito; y 5, 3 significativos, con el grupo específico). De todas las *ratios* analizadas, esta es la que presenta unos resultados favorables más evidentes.

4. CONCLUSIONES

El primer resultado de este trabajo que merece la pena destacar es la gran heterogeneidad en las variaciones de las *ratios* analizadas, tanto por lo que respecta a los grupos de indicadores, como en lo que se refiere a cada una de las operaciones. No parece, por tanto, existir ninguna evidencia de un patrón común de comportamiento en las fusiones estudiadas.

Pero pese a dicha heterogeneidad, sí existe una cierta similitud en las variaciones de las *ratios* de algunas de las operaciones analizadas. En particular, parece haber cierta evidencia de la existencia de, al menos, dos tipos distintos de fusiones. Un primer grupo, donde los objetivos principales serían la reducción de costes y el aumento de los niveles de productividad y eficiencia, y que están caracterizadas por un descenso significativo en el número de empleados y de oficinas, y un segundo grupo, donde el objetivo principal no estaría en la reorganización de la estructura productiva sino en la expansión hacia nuevos mercados, ampliando la base de negocio, por lo que, en estos casos, el número de empleados y oficinas o no registra variaciones significativas o se incrementa.

Como consecuencia de la existencia dentro de la muestra analizada de operaciones con objetivos diferentes, cuando se analiza en términos generales el comportamiento de las *ra-*

tios utilizadas, los efectos de las fusiones sobre las distintas áreas de negocio contempladas suelen ser, en general, neutros. No obstante, en algunas de las *ratios* sí se observan efectos más claros. Así, las fusiones parecen tener cierto efecto positivo sobre los niveles de solvencia y, en menor medida, el margen financiero y los gastos financieros, y un impacto negativo sobre los indicadores de cuota de mercado. Dos de estos resultados (la mejora en los niveles de solvencia y en los gastos financieros) también se detectaban en las fusiones realizadas entre 1988 y 1996 analizadas en un trabajo previo, lo que contribuye a reforzar la evidencia acerca de los efectos positivos de las fusiones sobre estas variables. El otro efecto detectado en el trabajo anterior, la existencia de una cierta correlación positiva entre la evolución de la cuota de mercado y la del número de empleados y oficinas después de la fusión, no se observa en esta ocasión, aunque el hecho de que las operaciones donde se produce un incremento del personal y oficinas sean las más recientes hace pensar que los efectos de la política de expansión pueden no haberse reflejado aún en los balances.

Conviene recordar, finalmente, que los resultados de este trabajo deben interpretarse con las debidas cautelas por, al menos, dos razones. En primer lugar, el escaso número de años analizados en algunas operaciones, que puede impedir evaluar correctamente alguno de los efectos de las fusiones. En segundo lugar, este tipo de análisis solo permite investigar si la fusión ha contribuido a mejorar la posición relativa de las entidades con respecto a un grupo de control, pero no puede evaluar de modo certero lo que habría ocurrido en el caso de que no se hubiera realizado la operación.

24.7.2003.

Estado actual de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional

Este artículo ha sido elaborado por Xavier Serra Stecher, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

1. INTRODUCCIÓN

En el marco de un acuerdo de préstamo alcanzado entre un país con dificultades financieras y el Fondo Monetario Internacional (FMI), el término «condicionalidad» (*conditionality*) hace referencia al conjunto de condiciones —formuladas como objetivos cuantitativos y reformas estructurales— incluidas en los programas económicos financiados por este organismo. La adopción y cumplimiento de este protocolo de compromisos ofrece una doble garantía: mientras el país beneficiario de la asistencia financiera asegura la continuidad de los fondos puestos a su disposición por la institución, el FMI verifica que sus recursos financieros —propios o administrados— se destinan a la consecución de los objetivos plasmados en el programa.

Como se advierte, el país suscriptor del acuerdo de préstamo con el FMI contrae con este dos clases de obligaciones bien diferenciadas: una obligación financiera de reembolso, con intereses, de los fondos puestos a su disposición, y otra obligación programática de aplicación y cumplimiento de las condiciones incorporadas en el programa apoyado por el FMI. Desde esta segunda perspectiva, la condicionalidad opera, en ausencia de un colateral financiero, como el colateral de compromisos vinculado a la utilización de los recursos del FMI. La condicionalidad del FMI puede ser considerada, por tanto, como el principal canal de transmisión de la doctrina económica que emana de esta institución. En el ámbito político, algunos detractores de la condicionalidad tienden a identificarla con el diseño de los programas y cuestionan su efectividad en términos de éxito o fracaso de dichos programas (1).

En el seno del organismo, persiste el reconocimiento unánime de que el vínculo entre el cumplimiento de condiciones y la concesión de recursos es absolutamente necesario. Esta postura institucional no impide al mismo FMI reconocer que en las dos últimas décadas la expansión de la condicionalidad ha podido limitar la efectividad de los programas e incluso representar, en ocasiones, una cierta injerencia para los países responsables de su ejecución. Dos elementos fundamentan este reconoci-

(1) Para un análisis de la efectividad de los programas financiados por el FMI en términos de balanza de pagos, reservas internacionales, inflación y crecimiento, véase Haque y Khan (1998).

miento explícito: la multiplicación de reformas estructurales dentro y fuera de las áreas de especialización del FMI, y la ausencia de mecanismos que garanticen una mayor titularidad nacional (*ownership*) de los programas. En un sentido amplio, promover la titularidad nacional de un programa supone conferir al país la responsabilidad última en el diseño, aplicación y seguimiento de dicho programa. Obviamente, una concepción tan radical de la titularidad nacional plantea un dilema en relación con la condicionalidad del FMI.

Fruto de estas preocupaciones, en marzo de 2000 el FMI emprendió un proceso de revisión de la condicionalidad con la finalidad de racionalizar las condiciones incluidas en los programas apoyados por la institución y, paralelamente, fomentar una mayor participación e identificación de los países perceptores de la ayuda con dichos programas. En septiembre del pasado año, el FMI aprobó unas nuevas directrices sobre esta materia. El nuevo texto deroga las directrices vigentes desde 1979 y da el necesario cierre normativo al mencionado proceso de revisión.

Este artículo revisa las aportaciones más recientes sobre la condicionalidad del FMI y examina cuál es su estructura actual. El resto del trabajo se organiza en cinco secciones. La segunda sección aborda el concepto, finalidad y posibles alternativas de la condicionalidad. La tercera sección traza los principales rasgos de la condicionalidad antes de que la institución acometiera su reforma. La cuarta sección analiza uno de los dos elementos centrales de la reciente revisión: el fomento de la titularidad nacional de los programas. La quinta sección describe el estado actual de la condicionalidad, conforme a las nuevas directrices. La última sección recoge las conclusiones.

2. CONDICIONALIDAD. CONCEPTO, FUNDAMENTO Y ALTERNATIVAS

2.1. Cuestiones preliminares

El FMI, a diferencia del resto de instituciones financieras multilaterales, es una organización peculiar en cuanto a su naturaleza y funcionamiento. Concebido según un esquema cooperativo, sus recursos ordinarios provienen de las aportaciones de moneda de sus países miembros. La terminología del FMI hace referencia insistente al acceso y al uso de sus recursos financieros más que a la concesión de líneas de crédito tradicionales. Esta matización no es gratuita. El FMI funciona como un fondo multidivisa a disposición de sus miembros. Cuando uno de ellos experimenta desequili-

brios exteriores, puede acudir a la institución para comprar otra divisa a cambio de su propia moneda, con el compromiso de recomprar esta última tan pronto como cesen los problemas que motivaron el recurso al FMI. Mientras esta práctica no sobrepase un determinado límite —la aportación del país miembro al FMI en forma de cuota— no cabe hablar de crédito. No obstante, antes incluso de alcanzar dicho límite, el FMI introduce como línea de defensa de sus recursos el establecimiento de determinadas garantías, bajo la forma de condiciones en sus programas de préstamo.

La financiación del FMI descansa sobre un triángulo cuyos vértices, no siempre bien delimitados, son un programa económico, un acuerdo institucional y una determinada línea de financiación o facilidad financiera. El programa es el resultado de las negociaciones entre las autoridades del país y el FMI. En él se detallan las medidas monetarias, cambiarias, fiscales y estructurales que el país tiene intención de aplicar para alcanzar la estabilización económica y sentar las bases de un crecimiento sostenido. Conviene aclarar que no todas las medidas incluidas en el programa son condiciones ligadas a la continuidad de la financiación del FMI.

El acuerdo es una decisión aprobada por el Consejo Ejecutivo del FMI en virtud de la cual la institución se compromete a proveer divisas o Derechos Especiales de Giro (DEG) al país, de acuerdo con los términos de la decisión y durante un período de tiempo especificado. El acuerdo se alcanza en apoyo del programa y carece de naturaleza contractual.

Finalmente, la facilidad es el instrumento específico de financiación del programa. Las líneas de financiación del FMI difieren en cuanto a su finalidad, vigencia, límites de acceso, remuneración, calendario de reembolsos y otras características (recuadro 1 y cuadro 1). A lo largo de su historia, el FMI ha ido adaptando paulatinamente su repertorio de facilidades financieras a los requerimientos institucionales y a las crisis de cada momento. Con frecuencia, la literatura sobre la condicionalidad del FMI ha tendido a centrarse únicamente en este vértice del triángulo.

2.2. Concepto y fundamento de la condicionalidad

Gutiérn (1995) define la condicionalidad del FMI como el cuerpo pragmático y flexible de medidas y procedimientos que gobiernan el acceso y el uso de sus recursos. La necesidad de este cuerpo de condiciones se fundamenta en cuatro requerimientos: asegurar el cumplimiento del código de conducta de la institución,

RECUADRO 1

Principales líneas de financiación del FMI

El FMI proporciona financiación a sus países miembros bajo diferentes facilidades financieras.

Acuerdo de derecho de giro

Estos acuerdos (*Stand-By Arrangements*) se establecieron en 1952 con una finalidad preventiva, si bien pronto se extendió su utilización para cubrir necesidades financieras inmediatas. La duración de los acuerdos varía desde los seis meses hasta un máximo legal de tres años, aunque lo frecuente es que cubran períodos regulares de uno o dos años. Los reembolsos oscilan entre los dos años y un trimestre y los cinco años después de la fecha del desembolso original. Los desembolsos bajo este acuerdo que excedan del 25% de la cuota del país están sujetos a una condicionalidad centrada en medidas macroeconómicas de corte fiscal, monetario y cambiario para corregir el desequilibrio de balanza de pagos (*upper credit tranche conditionality*). Desde mediados de la década de los ochenta, un elevado número de estos acuerdos han incorporado también la aplicación de reformas estructurales. Más recientemente, en los acuerdos aprobados en apoyo de las crisis de cuenta de capital, el núcleo principal de los programas se ha concentrado en torno a las reformas del sector financiero.

Servicio ampliado

Este servicio (*Extended Fund Facility*, EFF) se creó en 1974 para proporcionar asistencia financiera a medio plazo a aquellos países miembros afectados por problemas de balanza de pagos crónicos debidos a distorsiones estructurales o a un débil crecimiento económico. La duración habitual de esta facilidad es de tres años, con una posible extensión a cuatro años. Los reembolsos se mueven entre los 4 años y medio a los 10 años desde la fecha del correspondiente desembolso. Aunque la condicionalidad de esta facilidad es análoga a la de los Acuerdos de Derecho de Giro, los programas que financia suelen ser más intensivos en reformas estructurales.

Servicio de complementación de reservas

Esta facilidad (*Supplemental Reserve Facility*, SRF) se estableció a finales de 1997, durante la fase más virulenta de la crisis asiática. Su finalidad es suministrar asistencia financiera a aquellos países afectados por dificultades excepcionales de balanza de pagos, debidas a una cuantiosa necesidad de financiación a corto plazo, por una pérdida súbita de confianza reflejada en presiones sobre la cuenta de capital y las reservas exteriores. El acceso a esta facilidad carece de un límite explícito y este es independiente de las otras facilidades del FMI. No obstante, sus recursos se otorgan bajo un Acuerdo de Derecho de Giro o la aprobación de un Servicio Ampliado, y comparte con estos servicios la misma condicionalidad. Los períodos de reembolso son más cortos que en las facilidades anteriores, porque se confía en que su utilización sirva para restablecer rápidamente el equilibrio.

Línea de crédito contingente

El FMI creó esta línea de crédito (*Contingent Credit Line*, CCL) en 1999 como mecanismo preventivo de posibles contagios internacionales. Dos son los elementos diferenciadores en cuanto al uso de los recursos de este servicio: la precalificación y un relativo automatismo. Esta línea está concebida para países que no tengan una necesidad de apelación al FMI en el momento de su aprobación, que evidencien una adecuada trayectoria, más un programa en curso satisfactorio a juicio de la institución, y muestren unas relaciones constructivas con sus acreedores privados. Tras la aprobación de la línea, el FMI pone a disposición del país una pequeña cantidad, aunque no se espera que disponga de ella. Si la crisis finalmente se manifiesta, el país solicita del FMI la activación de la línea en dos fases. En la primera, el FMI debe dictaminar que la crisis no es imputable a las medidas del país, sino que obedece a un contagio, y pone a su disposición en torno a un tercio del total de financiación comprometida. En la segunda fase, el FMI concreta los desembolsos y aprueba la condicionalidad macroeconómica de la cantidad remanente. Como en el caso de la SRF, los fondos de la CCL se otorgan bajo un Acuerdo de Derecho de Giro, pero el límite de este acceso no computa para el resto de facilidades. El tipo de interés es inferior al de la SRF y sus períodos de reembolso son más cortos. Revisada en dos ocasiones, para hacerla más atractiva e incentivar su utilización, no ha sido usada nunca.

Servicio para el crecimiento y la reducción de la pobreza (PRGF)

A diferencia de las demás líneas de crédito del FMI, esta facilidad concesional (*Poverty Reduction and Growth Facility*, PRGF) no se nutre de los recursos ordinarios de la institución, sino que obtiene sus fondos principalmente de las contribuciones voluntarias de los países miembros a un servicio fiduciario administrado por el FMI para esta finalidad. Creada en 1999 en sustitución de otra facilidad aprobada en los años ochenta, apoya estrategias integrales de fuerte orientación social formuladas por el propio país, a partir de un proceso de participación nacional e internacional relativamente amplio. La facilidad abarca un período de tres años, con reembolsos a partir de los 5 años y medio hasta los 10 años desde el desembolso correspondiente, a un tipo de interés fijo subsidiado del 0,5%. Los criterios de ejecución y las revisiones de los programas financiados por la PRGF tienen normalmente una periodicidad semestral, que puede ser trimestral en los casos que requieren de un seguimiento más estrecho.

CUADRO 1

Principales facilidades financieras del FMI

	Límites de acceso En % de la cuota	Cargo sobre el tipo del DEG	Reembolsos		
			Esperados	Obligatorios	N.º de reembolsos
RECURSOS GENERALES:					
Stand-By	100 anual - 300 acum.	Según volumen (a)	2 años y 3 meses - 4 años	3 años y 3 meses - 5 años	8 trim.
EFF	100 anual - 300 acum.	Según volumen (a)	4 años y 6 meses - 7 años	4 años y 6 meses - 10 años	6 sem. 12 sem.
SRF	Sin límites	300 - 500 pb (b)	2 años - 2 años y 6 meses	2 años y 6 meses - 3 años	2 sem.
CCL	300 - 500	150 - 350 pb (b)	1 año - 1 año y 6 meses	2 años - 2 años y 6 meses	2 sem.
	Límites de acceso En % de la cuota	Tipo de interés aplicado	Calendario de reembolsos		N.º de reembolsos
RECURSOS ADMINISTRADOS:					
PRGF	140 - 185	Subsidiado al 0,5% sin sobrecargo	A partir de 5 años y 6 meses - 10 años		10 sem.

Fuente: FMI.

(a) 100 pb por encima del 200% de la cuota y 200 pb por encima del 300% de la cuota.

(b) A partir del límite inferior, se incrementa en 50 pb tras el primer año y en 50 pb adicionales cada seis meses.

plasmado en su Convenio Constitutivo; prevenir o limitar el riesgo de endeudamiento y préstamo imprudentes (*debtor-creditor moral hazard*); proteger la calidad de los activos del FMI y garantizar una movilización de unos recursos que —dada la naturaleza cooperativa de la institución— son limitados y rotatorios.

El FMI considera la condicionalidad como un vínculo explícito entre la puesta en práctica de ciertos aspectos específicos de los programas y la aprobación o la continuación de la financiación por parte del organismo. Para ello, la condicionalidad dispone de una amplia batería de instrumentos con los que seguir la ejecución de los programas y la progresión hacia sus objetivos: acciones previas, criterios de ejecución, objetivos indicativos y parámetros de referencia estructurales (recuadro 2). Estos instrumentos proporcionan dos ventajas añadidas: un marco sólido para la extracción de señales y, en su caso, un mecanismo de limitación de pérdidas (*stop loss mechanism*).

2.3. Alternativas a la condicionalidad

Autores como Killick (1997) sostienen que la condicionalidad debería ser la excepción y no la regla. Este autor argumenta que la financiación condicional del FMI, en vez de apoyar las políticas propias del país, ha presionado para que se aplicaran reformas que, de otro modo, el país o no hubiera adoptado o, de haberlo hecho, tal vez las hubiera aplicado de una forma menos traumática. White y Morrissey (1997), basándose en modelos principal-agente con información asimétrica, refrendan la posición de

Killick. Argumentan que, en el contexto de la asistencia al desarrollo, las instituciones financieras internacionales (IFI) tienden a *comprar* con su financiación reformas no deseadas por el país. Esta situación con frecuencia se agrava en la medida en que las IFI carecen de la penetración suficiente para observar directamente parte de las actuaciones del país.

Varias son las propuestas para reemplazar la condicionalidad o restringir su alcance. Algunas de ellas persiguen directamente estos objetivos, mientras que otras lo que buscan es potenciar una mayor titularidad nacional de los programas, dentro de una redefinición más amplia y más o menos explícita del papel del FMI dentro del sistema financiero internacional. En síntesis, se pueden agrupar según tres tipos de propuestas:

2.3.1. Adopción de criterios de calificación

Esta opción supone que el FMI preste incondicionalmente a cambio de una mayor selección en el acceso a sus recursos. Collier y Dollar (2000), y Dollar y Svensson (2000) argumentan que, como la ayuda multilateral solo contribuye al crecimiento en entornos adecuados, el papel primordial de las IFI sería el de *identificar gobiernos reformadores*, en vez de diseñar e impulsar reformas.

Con diferente énfasis, la Comisión Meltzer (2000) considera que una condicionalidad detallada es lesiva para los programas del FMI y propone reemplazarla por una estricta precalificación, basada en varios criterios. Según esta

RECUADRO 2

Instrumentos de la condicionalidad del FMI**Acciones previas**

Las acciones previas (*prior actions*) son medidas que un país conviene en adoptar antes de *a) alcanzar un acuerdo de préstamo con el FMI, b) culminar la revisión de un programa económico previamente aprobado o c) que el FMI autorice la exención en el cumplimiento de un determinado criterio de ejecución*. En el primer caso, las acciones previas forman la base preliminar del futuro programa financiado por el FMI. El reajuste del tipo de cambio, la eliminación de determinados controles interiores o la aprobación inmediata del presupuesto público de un determinado ejercicio ilustran posibles acciones previas.

Criterios de ejecución

Los criterios de ejecución (*performance criteria*) son objetivos cuantitativos o medidas estructurales cuyo cumplimiento o puesta en práctica se establece como una condición formal para efectuar los desembolsos previstos bajo el acuerdo de préstamo contraído con el FMI. Los criterios de ejecución cuantitativos se formulan en términos de niveles máximos y mínimos sobre determinadas variables macroeconómicas (reservas internacionales, agregados monetarios y crediticios, saldos fiscales, endeudamiento externo, etc.). Los criterios de ejecución estructurales se introducen cuando el programa económico contempla también la adopción de reformas sustanciales sobre determinados sectores clave (sistema bancario, mercado laboral, sector energético, etc.).

Objetivos indicativos

Los objetivos indicativos (*indicative targets*) son indicadores cuantitativos que se introducen opcionalmente en la fase inicial del programa, cuando el grado de incertidumbre acerca del ciclo económico es alto. Conforme se disipa la incertidumbre, las medidas indicativas pueden transformarse, con las necesarias modificaciones, en criterios de ejecución cuantitativos. Adicionalmente, los objetivos indicativos también pueden medir el grado de progresión en la consecución de los objetivos del programa cuando este se somete a revisión.

Parámetros de referencia estructurales

De forma análoga, a los objetivos indicativos, los parámetros de referencia estructurales (*structural benchmarks*) son indicadores empleados en la revisión de un programa para evaluar los avances de las reformas formuladas como criterios de ejecución estructurales. A diferencia de estos criterios, el incumplimiento de los parámetros no interrumpe la financiación del FMI.

Revisión de los programas

La revisión semestral de un programa por el FMI proporciona el marco de referencia para evaluar si se encuentra bien encauzado y si requiere de modificaciones. Con carácter general, la revisión se fundamenta en la trayectoria económica del país y en las intenciones futuras de sus autoridades. En particular, considera el cumplimiento de los criterios de ejecución, los objetivos indicativos y los parámetros de referencia estructurales, además de la necesidad estatutaria de salvaguardar los recursos de la institución.

Cuando un país apoyado por el FMI acumula atrasos en los pagos de su deuda soberana con otros acreedores oficiales y privados, o cuando, en virtud de la imposición de controles de cambios, acumula atrasos en los pagos de su deuda externa no soberana, el FMI efectúa también un examen de las garantías financieras del país. Esta revisión tiene por finalidad determinar si, dadas las circunstancias del país, se mantienen las adecuadas salvaguardas para un posterior acceso a los recursos del FMI y si unas relaciones poco constructivas entre deudor y acreedores minan los esfuerzos de ajuste del país. Mientras el país se encuentre en esta situación de acumulación de pagos pendientes frente a terceros, todo desembolso del acuerdo de préstamo aprobado se encontrará sujeto a la resolución satisfactoria de esta revisión.

Exenciones

A solicitud del país, el FMI puede autorizar la exención o dispensa (*waiver*) en el cumplimiento de un determinado criterio de ejecución o suspender su seguimiento, siempre y cuando no se cuestione la finalización satisfactoria del programa económico.

propuesta, el FMI solo proveería fondos —hasta un límite específico y a tipos penalizados— a países con una adecuada supervisión financiera y una buena trayectoria en la aplicación de medidas. Con ello, se protegerían los recursos de la institución, se animaría a los países a que primero demandaran financiación en los mercados internacionales de capitales y el recurso al FMI solo tendría lugar en los casos verdaderamente necesarios.

En realidad, esta propuesta no reemplaza la condicionalidad, sino que la transforma en otra *ex ante*. Otras objeciones a la propuesta de la Comisión Meltzer se refieren a los límites de la prevención y, en particular, a la imposibilidad de determinar con fines preventivos todas las causas determinantes de una crisis. En el ámbito institucional, también puede objetarse que un esquema como el propuesto supone una discriminación —contraria a la naturaleza cooperativa y a los estatutos del FMI— para aquellos países sin posibilidad de acceso a los mercados internacionales de capitales.

Un ensayo de condicionalidad *ex ante* que el FMI ha intentado implantar, aunque sin éxito, es la que incorpora la Línea de Crédito Contingente (*Contingent Credit Line*, CCL), concebida para apoyar a economías emergentes sanas que verifiquen determinadas precondiciones. En la práctica, ningún país miembro ha solicitado esta línea de crédito desde que se estableciera en 1999, y el FMI estudia su posible suspensión en noviembre de 2003.

2.3.2. Cumplimiento de estándares y códigos internacionales

Como alternativa a una detallada condicionalidad, la literatura propone que el FMI confíe en la adopción de estándares y códigos internacionales y anime a los países a aplicarlos. El Institute for International Economics (IIE, 1999) sugiere la creación de una nueva facilidad preventiva de posibles contagios, libre de condiciones y basada en la adhesión voluntaria a un cuerpo de estándares y códigos internacionales. La iniciativa abre también interrogantes sobre la uniformidad de trato entre los miembros del FMI. En una línea similar, Williamson (2000) también apoya una sustitución de la condicionalidad por estos instrumentos.

De una forma más matizada, Kenen (2000) propone separar de la condicionalidad del FMI las reformas a largo plazo que se aplicarían sobre el sector financiero. Estas reformas se regularían mediante contratos de cinco años de duración con la adopción de estándares y códigos internacionales. La principal ventaja de

este enfoque reside en que, en caso de crisis, y en la medida en que el país hubiera ya acometido las reformas financieras básicas, se acelerarían las negociaciones con el FMI y se restauraría antes la confianza.

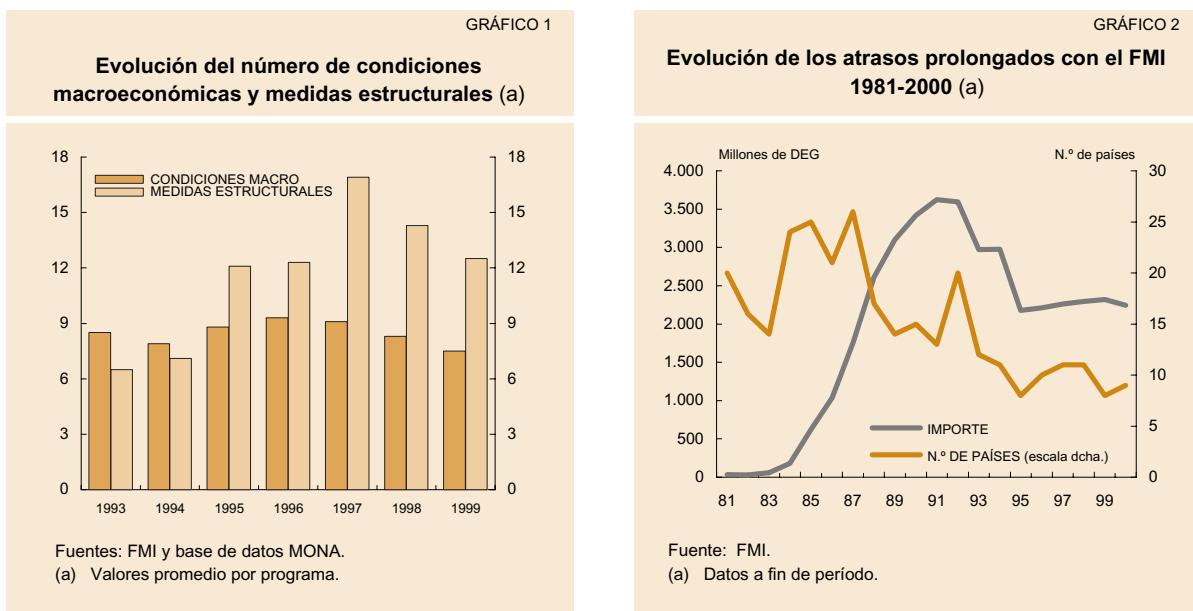
Con carácter voluntario y sin un vínculo explícito con la financiación del FMI, la institución actualmente promueve entre sus miembros la emisión de Informes sobre la Observancia de Estándares y Códigos (*Reports on the Observance of Standards and Codes*, ROSC).

2.3.3. Empleo de colateral

Feldstein (1998) y Meltzer (1998) proponen reemplazar la condicionalidad por la entrega de colateral (bonos estadounidenses, ingresos fiscales o petrolíferos, etc.). Esta opción se encuentra contemplada en los estatutos del FMI (2). Goldstein (2000) señala como principal objeción la calidad del colateral. Si este tuviera calidad suficiente, entonces el país se financiaría en los mercados internacionales de capitales, antes de apelar a la financiación multilateral.

Como se aprecia, ninguna de las alternativas apuntadas garantiza una sustitución satisfactoria de la condicionalidad, y algunas de ellas cuestionan incluso la naturaleza y funciones del FMI. En el supuesto de impago, la institución rara vez dispone de un colateral tangible ni, por supuesto, de un tribunal internacional al que apelar. *A priori*, solo cuenta con una calificación de acreedor preferente, una financiación condicional y una combinación informal de elementos de disuasión orientados a mantener la reputación del país prestatario. La experiencia reciente del FMI evidencia los límites de estos tres elementos. A esta reflexión cabe añadir lo que la literatura denomina el *dilema del samaritano*: en el ámbito mercantil, un acreedor privado no dudaría en liquidar el patrimonio del deudor, al objeto de ver reembolsados todos sus créditos. Por el contrario, del FMI siempre se espera que anteponga el salvamento de sus miembros en dificultades a otras prioridades, sin comprometer con ello los recursos de la institución. Drazen y Fischer (1997) argumentan que esta situación lleva a las autoridades del país en crisis a la certeza de que, en la peor de las situaciones, el programa siempre se renegociará.

(2) El Artículo V, Sección 4, del Convenio Constitutivo referido a la dispensa del cumplimiento de condiciones establece: «El Fondo también tendrá en cuenta la anuencia del país miembro a entregar como garantía prendaria activos aceptables cuyo valor sea suficiente, a juicio del Fondo, para proteger sus intereses, y podrá exigir como condición para la dispensa la prestación de dicha garantía real».



3. PRINCIPALES RASGOS DE LA CONDICIONALIDAD EN LA DÉCADA DE LOS AÑOS NOVENTA

La actuación del FMI en esta década se centró en la asistencia a tres grandes grupos de países: de bajos ingresos, en transición hacia economías de mercado y con mercados emergentes afectados por severas crisis de cuenta de capital. Estas últimas incluyen las crisis más graves de los últimos años, como, por ejemplo, México, Sudeste asiático, Brasil, Turquía, Argentina, Uruguay, etc. Un examen del número de medidas incluidas en los programas apoyados por el FMI durante el período 1993-1999 revela cómo la estabilidad en el número de condiciones macroeconómicas contrasta con el incremento del número de medidas estructurales (gráfico 1). Por países destinatarios de la ayuda, el grueso de medidas estructurales se concentró en los países de bajos ingresos y en las economías en transición, si bien este tipo de reformas tuvieron también un papel significativo e inesperado en los programas en apoyo de las crisis del Sudeste asiático. La expansión de las reformas estructurales incluidas en los programas vino acompañada por un mayor grado de detalle en cuanto al seguimiento de dichas reformas.

Evaluar la eficacia de la condicionalidad del FMI bajo las directrices de 1979 comporta dar contestación a dos cuestiones: en qué medida se ha conseguido proteger los recursos de la institución y cuál ha sido el grado de desembolso de las facilidades financieras inicialmente otorgadas.

La primera cuestión, por aproximación, remite a cómo ha evolucionado el estado de los

atrasos prolongados con el FMI (gráfico 2). Durante el período considerado, el volumen de las obligaciones en mora por principal e intereses con la institución tuvo un acusado crecimiento en la década de los ochenta y cayó durante la primera mitad de la década siguiente, hasta estabilizarse en torno a los 2.250 millones de DEG. Contrariamente, el número de países con acumulación de atrasos se redujo a cerca de la mitad. Se trata de unos volúmenes poco significativos en comparación con los recursos propios de la institución (actualmente, en torno a los 213.000 millones de DEG) y muy concentrados en unos pocos países, por lo general de bajos ingresos (Congo, Liberia, Somalia, Sudán, Zambia, etc.).

Según la Oficina de Evaluación Independiente del FMI (IEO, 2002), cerca del 70% de los países en mora con el FMI desde mediados de los ochenta incurrieron también en lo que el organismo tipifica como un uso prolongado de sus recursos; es decir, la aplicación continuada de programas económicos por espacio de 7 o más años, sobre un período total de cómputo de 10 años.

Con respecto a la segunda cuestión, la que se refiere a la continuidad de la financiación del FMI, Mussa y Savastano (1999) emplean como variable *proxy* la proporción de fondos girados sobre el total de fondos aprobados. Para estos autores, un porcentaje elevado de desembolsos denota éxito del programa financiado por el FMI y, contrariamente, un porcentaje bajo indica fracaso. Con un umbral de éxito del 75% de desembolso o superior, concluyen que en el período 1977-1997 solo el 45% de los programas tuvieron éxito. Entre las objeciones al análisis, se halla el hecho de que

este no contempla la posibilidad de que la interrupción de los fondos girados obedezca, en algunos casos, a una consecución anticipada de los objetivos del programa y, en otros, a una relajación en el cumplimiento o en el seguimiento de sus condiciones.

4. TITULARIDAD NACIONAL DE LOS PROGRAMAS DEL FMI

4.1. Concepto y alcance de la titularidad nacional

El origen de la preocupación del FMI por la titularidad nacional de los programas financiados con sus recursos data de 1959, en el contexto de las discusiones de un préstamo a favor de España (3). Se trata de un concepto de difícil definición y el FMI, hasta la última revisión de la condicionalidad, no contribuyó mucho a su clarificación.

Dentro de la literatura oficial del FMI, entran distintas acepciones para este concepto. Unas defienden el liderazgo de las autoridades del país en la formulación, diseño y puesta en práctica de las medidas contenidas dentro del programa, sean estas o no condiciones vinculadas al uso de los recursos de la institución. Otras se orientan más por una titularidad basada en el hecho de que las autoridades del país perciban como *suyos* los objetivos cuantitativos y las reformas estructurales plasmados en el programa, con independencia de quién los proponga.

La propia condicionalidad del FMI abre interrogantes sobre la titularidad nacional. Las condiciones de los programas no son, en un sentido estricto, una imposición del organismo, sino el resultado de una negociación asimétrica. Durante el proceso negociador, las autoridades del país disponen de un mayor volumen de información que el FMI, y este cuenta con la asistencia financiera y técnica necesaria. La negociación requiere que ambas partes identifiquen las causas de la crisis, convengan unos objetivos comunes e incorporen el mayor número de condiciones propias.

Según el FMI, son las autoridades del país quienes deciden qué medidas adoptar, incluida la decisión de apelar a la financiación del FMI, y son plenamente responsables de la aplicación

del programa. Paralelamente, la institución provee fondos solo si estima que el programa es capaz de alcanzar los objetivos de una forma coherente respecto a los propósitos del organismo.

En la interpretación anterior, el FMI introduce un elemento de debate añadido, al identificar titularidad nacional con gubernamental. Esta identificación se sustenta en el hecho evidente de que los interlocutores directos e inmediatos del FMI en la negociación de un programa y su posterior seguimiento son las autoridades económicas y financieras del país, como los ministerios de economía y hacienda o el banco central. No obstante, la aspiración real del FMI va más allá y persigue involucrar en la formulación del programa a una base amplia y suficientemente representativa de interlocutores nacionales e internacionales.

Este propósito se evidencia con claridad en la asistencia financiera que otorga el organismo a los países miembros con ingresos más bajos. Desde 1999, el Banco Mundial y el FMI han venido promoviendo un diseño concertado de estrategias orientadas a la reducción de la pobreza, mediante una estrecha participación gubernamental, parlamentaria, civil, de IFI y de otros agentes involucrados en las políticas de fomento del desarrollo. Naturalmente, la concurrencia de más de un interlocutor tiende a complicar y dilatar las negociaciones, pero, en contrapartida, ancla el programa sobre un diálogo sólido.

Quienes defienden que condicionalidad y titularidad nacional son términos incompatibles, argumentan que solo hay titularidad cuando se verifica una identidad entre el contenido de un programa financiado por el FMI y el que elaboraría el país en ausencia de intervención del FMI. Otra línea de argumentación se fundamenta en reducir la titularidad a la aceptación voluntaria de una imposición. Contrariamente, autores como Branson y Hanna (2000) o Drazen (2002) abogan por una posible complementariedad entre ambas nociones, siempre que la condicionalidad no sea tan fuerte que lesione el margen de actuación de los países. Bird (2000) ilustra la idea anterior proponiendo una *curva de Laffer* de la condicionalidad: hasta un determinado valor, condicionalidad y titularidad crecen juntas; superado este máximo, toda condición adicional disminuye la titularidad y el número de reformas finalmente completadas.

4.2. Propuestas para fomentar la titularidad nacional

En el curso de la última revisión de la condicionalidad del FMI, se propusieron cinco iniciativas orientadas a promover una mayor titulari-

(3) En apoyo del Plan de Estabilización, España y el FMI suscribieron un Acuerdo de Derecho de Giro por valor de 25 millones de dólares norteamericanos que nunca fue utilizado. Por el contrario, España giró contra el FMI por el doble de esta cantidad, de acuerdo con el derecho de uso de la cuota, que había sido establecida en 100 millones de dólares. Para más detalles de las relaciones entre España y el FMI, ver Muns (2001).

dad nacional de los programas. Entre estas, las dos últimas son las de mayor calado.

4.2.1. Formulación nacional de los programas

En su versión más radical, implica reemplazar las condiciones del FMI por las que impongan las autoridades del país. Según este enfoque, el FMI vincularía su financiación al cumplimiento de un programa íntegramente diseñado por el país. Esta opción no siempre es factible —por las limitaciones en la capacidad institucional del país— e introduce incertidumbre sobre la protección de los recursos del FMI y el cumplimiento del principio de uniformidad de trato entre sus miembros.

Una versión más ecléctica sugiere que las autoridades desarrollen el programa a partir de un núcleo mínimo de objetivos previamente convenido. Esta iniciativa, implícita en la intención del FMI, tropieza con varias objeciones, entre otras los posibles retrazos en la fase de negociación y la preferencia de las autoridades del país porque el FMI dé *siempre el primer paso* y anticipe cuáles son sus intenciones respecto al diseño del programa que se negocia.

4.2.2. Elección de condiciones según un menú de opciones

La posibilidad de que el FMI proponga de antemano un menú de opciones con distintos escenarios se va consolidando paulatinamente. En el anexo que acompaña a las directrices recientemente aprobadas, se manifiesta la predisposición del FMI a proporcionar este tipo de menús. Como en la iniciativa anterior, determinadas crisis no admiten una excesiva demora en la evaluación de todas las opciones planteadas.

4.2.3. Fomento de la transparencia y promoción de los programas

La transparencia en las negociaciones se orienta hacia una titularidad nacional de base amplia y participativa, en la que se genere un consenso que vaya más allá del gobierno del país. No obstante, en ocasiones la transparencia tiene ciertos límites, ya que puede provocar un efecto contrario al deseado. Sería tarea de las autoridades nacionales promover en el seno del país una aceptación suficientemente amplia del futuro programa.

4.2.4. Condicionalidad basada en resultados

La iniciativa de condicionar los desembolsos de los préstamos del FMI al logro de determina-

dos resultados es antigua y se encuentra sugerida en la literatura por Díaz-Alejandro (1984), Spraos (1986) y, más recientemente, Goldstein (2000). Este criterio de *resultados primero y financiación después*, admite tres formas de aplicación: el cumplimiento de un mínimo normativo e institucional, la consecución de objetivos macroeconómicos o la finalización satisfactoria de reformas.

La preocupación del FMI por racionalizar la condicionalidad estructural ha centrado el debate fundamentalmente sobre esta última variante. En síntesis, supone identificar aquellas áreas donde la puesta en práctica de reformas pueda ser seguida en función de resultados, en vez de en función de compromisos de actuación detallados.

De la adopción de una condicionalidad por resultados se desprenden dos ventajas: una para el país que aplica el programa y otra para el FMI. En principio, este tipo de condicionalidad fomenta una mayor titularidad nacional, porque concede a las autoridades del país mayor flexibilidad en la elección de las medidas para alcanzar los resultados convenidos y disminuye el grado de detalle con el que el FMI sigue la puesta en práctica del programa. Desde el punto de vista del FMI, este protege más eficazmente sus recursos en la medida en que solo efectúa desembolsos una vez que verifica el cumplimiento de dichos resultados.

Sin embargo, una condicionalidad por resultados tropieza con, al menos, tres obstáculos. En primer lugar, añade incertidumbre sobre las circunstancias que posibilitan el acceso a los recursos del FMI y puede demorar en exceso, o incluso denegar, la asistencia financiera necesaria. Es posible que este riesgo, además, incentive a las autoridades del país a adoptar actuaciones inadecuadas, con el único propósito de alcanzar antes y a cualquier coste los resultados convenidos.

En segundo lugar, una condicionalidad basada en resultados traslada al país el riesgo de no recibir ayuda del FMI por un incumplimiento de objetivos que no sea imputable a la actuación del propio país, sino a perturbaciones exógenas fuera del control de las autoridades o a errores de modelización. Esta circunstancia se puede paliar mediante la figura de la exención en el cumplimiento de una condición.

En tercer lugar, con este tipo de condicionalidad el calendario de desembolsos del FMI tiende a aplazarse de forma sustancial (*back-loading*), con el riesgo de que estos tengan lugar en un momento cíclicamente inadecuado. Esta posibilidad puede verse agravada si se

producen retardos en la disponibilidad de la información. Cuando se aborda la revisión de un determinado programa, el seguimiento de los objetivos indicativos y, sobre todo, de los parámetros de referencia estructurales permite contrarrestar este inconveniente.

Los programas financiados por el FMI para responder a una crisis de la cuenta de capital, donde la clave es recuperar la confianza y restaurar el flujo de capitales hacia el país, no se adaptan bien a una condicionalidad según resultados, porque lo que prima es un desembolso sustancial e inmediato de financiación oficial. Consideraciones análogas son de aplicación para los países que experimentan desequilibrios macroeconómicos más tradicionales. En el extremo contrario, se encuentran los programas financiados por el servicio PRGF (recuadro 1), donde la clave es alcanzar un crecimiento económico sostenido a medio plazo mediante la adopción de reformas estructurales. Estos programas y, en menor medida, los apoyados mediante el Servicio Ampliado, ofrecen más posibilidades de reorientar la condicionalidad hacia el cumplimiento de resultados que los programas financiados bajo un Acuerdo de Derecho de Giro tradicional.

La opción de poner más el énfasis en el cumplimiento de resultados que en la puesta en práctica de determinadas medidas depende de la naturaleza y del horizonte temporal de las reformas y del papel de estas últimas dentro de cada programa económico. Cuando lo que se adoptan son reformas estructurales, cuya aplicación exige un tiempo dilatado y cuyos resultados solo son visibles a más largo plazo, habría que buscar el necesario equilibrio para no demorar en exceso los desembolsos. Para posibilitar este equilibrio, los desembolsos del FMI podrían organizarse por tramos, el primero de ellos basado en una expectativa. Actualmente, los programas del FMI combinan condiciones basadas en la puesta en práctica de actuaciones con otras fundamentadas en la consecución de resultados. Las nuevas directrices sobre condicionalidad vienen a ratificar esta práctica.

4.2.5. Introducción de tramos flotantes

Esta propuesta cuenta con dos precedentes: la condicionalidad de los *Higher Impact Adjustment Lending* (HIAL) introducidos por el Banco Mundial en el continente africano en 1995 y, más recientemente, la posibilidad de que un país pueda concluir antes la iniciativa de alivio de deuda *Heavily Indebted Poor Countries* (HIPC), siempre que, a juicio del Banco y del Fondo, verifique una progresión

mínima en su estrategia de desarrollo (*Floating Completion Point*).

La introducción de tramos flotantes implica dividir los desembolsos del acuerdo en dos tramos: uno fijo, vinculado con el cumplimiento de los criterios de ejecución macroeconómicos, y otro flotante, ligado a la puesta en práctica de criterios de ejecución de las reformas estructurales, en cualquier momento, con anterioridad a la finalización del acuerdo y siempre que el programa se encuentre bien encauzado. Bajo este segundo tramo, las autoridades del país disponen de una relativa autonomía y flexibilidad para llevar a la práctica estos criterios estructurales, mientras que el FMI protege adecuadamente sus recursos, desembolsándolos solo cuando verifica la materialización de las referidas reformas. Como se aprecia, la introducción de tramos flotantes complica el ritmo o la periodicidad de los desembolsos del FMI (*phasing*), pero, en contrapartida, puede fomentar una mayor titularidad nacional de los programas apoyados por la institución.

Qué proporción de condiciones corresponde a cada tramo depende de la naturaleza de las medidas incluidas en el programa. No obstante, conviene evitar el automatismo de incluir bajo el tramo flotante todos los desembolsos ligados a las reformas estructurales, por cuanto que algunas de ellas deben contemplar una fecha específica de finalización. Se trata, en definitiva, de decisiones negociadas caso por caso entre las autoridades del país y el FMI. Como en la condicionalidad basada en el logro de resultados, son los programas financiados por el servicio PRGF los que mejor se adaptan a la introducción de tramos flotantes.

5. LAS NUEVAS DIRECTRICES SOBRE CONDICIONALIDAD

Las nuevas directrices sobre condicionalidad aprobadas por el FMI (2002b) son el resultado de la tercera revisión integral de este protocolo de compromisos. A diferencia del texto aprobado en 1979, referido únicamente a los Acuerdos de Derecho de Giro, el texto actual cubre la totalidad de las líneas de financiación del organismo. Los elementos más novedosos se refieren a la titularidad nacional de los programas, la delimitación y alcance de las diferentes condiciones, el posible fundamento de la condicionalidad en función de resultados y no solo por actuaciones, las relaciones del FMI con otras IFI, la especificación de todos los instrumentos para seguir la ejecución del programa y la posibilidad de establecer tramos flotantes vinculados a la aplicación de determinadas reformas estructurales.

Como complemento a las nuevas directrices y para facilitar su interpretación, el FMI acompaña un anexo en el que sienta los cinco principios rectores de la condicionalidad: titularidad nacional, número limitado de condiciones (*parsimony*), adaptación de los programas a las circunstancias del país (*tailoring*), coordinación efectiva con otros organismos multilaterales y claridad en la especificación de condiciones.

5.1. Propósito y marco normativo de la condicionalidad

La condicionalidad del FMI —definida en las directrices como las condiciones relativas a los programas— especifica cómo se vincula la financiación del organismo a la puesta en práctica de un adecuado programa de políticas de ajuste, en respuesta a los desequilibrios exteriores del país beneficiario de los recursos de la institución. Este vínculo persigue una provisión de recursos segura y coherente con los estatutos de la institución.

5.2. Señal anticipada y prevención

Las directrices caracterizan la condicionalidad como un elemento más dentro de una estrategia amplia para ayudar a los países miembros a fortalecer sus políticas económicas y financieras. Mediante las consultas formales e informales con el FMI, la supervisión y vigilancia multilateral, el asesoramiento sobre la adopción voluntaria de los adecuados estándares y códigos y la provisión de asistencia técnica, la institución anima a sus miembros a prevenir posibles desequilibrios exteriores o a adoptar medidas correctivas en un estadio preliminar. Como ya se ha discutido, la literatura reciente propone algunas de estas figuras como alternativas plausibles para reemplazar a la condicionalidad.

5.3. Titularidad de los programas y capacidad para aplicarlos

Para que los programas apoyados por el FMI sean efectivos, las directrices consideran crucial que el país disponga de un adecuado marco institucional y asuma la titularidad de las medidas económicas y financieras del mismo. Consecuentemente, el FMI se guiará, en el establecimiento de las condiciones de los programas, por el principio de que la responsabilidad primaria en la selección, diseño y aplicación de las medidas contempladas por el programa recae en el propio país.

El FMI puntualiza que la noción de titularidad nacional se basa en la asunción, por parte

de las autoridades del país que formula y ejecuta el programa, de que este es alcanzable y beneficioso para el país. Esta concepción encierra al menos tres implicaciones: la titularidad nacional no es observable hasta que las medidas se aplican; la titularidad nacional supone titularidad gubernamental; y esta caracterización no prejuzga el proceso —con distintos grados de participación nacional— por el cual se ejecutan los compromisos del programa.

Para el FMI, los juicios sobre la amplitud y profundidad de la titularidad nacional son inherentemente complejos y subjetivos y pueden variar con el curso del tiempo. La institución señala que las nuevas directrices aspiran a promover la titularidad nacional por medio de una condicionalidad bien diseñada y formulada a través de un proceso de mutua aceptación, liderado por el país. Las directrices también indican que la titularidad nacional implica un cierto grado de discrecionalidad, en la medida en que la aprobación del uso de los recursos del FMI depende de la evaluación acerca de si el país se encuentra suficientemente comprometido con la ejecución satisfactoria del programa.

Que la titularidad nacional prospere depende en parte de un proceso integral y efectivo de plena implicación entre las autoridades del país y el FMI. Ante una petición de recursos, la institución determina primero las intenciones de ajuste de las autoridades del país e intenta alcanzar después determinados compromisos de entendimiento sobre la consecución de los objetivos. Cuando la capacidad institucional del país es limitada, el FMI manifiesta su disposición a asesorar a las autoridades con un menú de medidas y planes y proveer la asistencia técnica adecuada para facilitar la selección de los criterios de condicionalidad apropiados.

5.4. Circunstancias de los países miembros

En apoyo del diseño del programa, el FMI tendrá en cuenta los objetivos sociopolíticos nacionales, las prioridades económicas y las circunstancias del país, incluidas las causas de su desequilibrio exterior. La condicionalidad también considerará las características de la línea de crédito bajo la cual el FMI financia el programa. Un factor adicional que será tenido en cuenta es la actuación anterior del país, en especial en qué medida en el pasado se han producido interrupciones en la aplicación de las políticas y reformas acordadas. El FMI interpreta que el reconocimiento de diferencias entre los países miembros no contradice la aplicación consistente de su política de mantener un tratamiento uniforme para todos los países que integran el organismo.

5.5. Aprobación del acceso a los recursos del FMI

Con objeto de mantener un tratamiento uniforme, el FMI garantizará la coherencia en la aplicación de las medidas relacionadas con el uso de sus recursos. La petición de fondos de un país será aprobada solo si el FMI estima que el programa es coherente con las políticas de la institución y, en particular, si juzga que el país se encuentra suficientemente comprometido con la aplicación del programa. Coherencia y compromiso guiarán la aprobación de un determinado acuerdo.

5.6. Objetivos del programa

Las nuevas directrices señalan que los programas apoyados por el FMI persiguen dos grandes objetivos macroeconómicos: resolver los desequilibrios de balanza de pagos sin recurrir a medidas lesivas para la prosperidad nacional o internacional y alcanzar la viabilidad externa a medio plazo, mientras se impulsa un crecimiento económico sostenido (4). El FMI define este último como un crecimiento sólido, duradero y equitativo, con un grado razonable de estabilidad de precios.

5.7. Alcance de las condiciones

Este asunto ocupa una posición central dentro de las nuevas directrices y en él coinciden dos cuestiones clave: la caracterización de las variables o medidas que forman parte de la condicionalidad del FMI y el escueto reconocimiento de que la condicionalidad puede basarse en actuaciones y resultados.

Con relación a la primera cuestión, el FMI ha otorgado cada vez más énfasis a la idea de limitar a un mínimo necesario el número de condiciones incluidas en los programas. Estas condiciones se establecerán solo en función de aquellas variables o medidas que se encuentran de forma razonable bajo el control directo o indirecto del país y que generalmente son tanto de importancia crítica para alcanzar los objetivos del programa, o para seguir la aplicación del mismo, como necesarias para la protección de los recursos de la institución.

(4) Esta mención amplía lo dispuesto en el Artículo 1 v) del Convenio Constitutivo sobre los fines del FMI: «infundir confianza a los países miembros, poniendo a su disposición temporalmente los recursos del Fondo, bajo las garantías adecuadas, dándoles así la oportunidad de que corrijan los desequilibrios en su balanza de pagos sin recurrir a medidas perniciosas para la prosperidad nacional o internacional».

Las condiciones normalmente serán variables macroeconómicas o medidas estructurales dentro de las áreas de especialización del FMI. En este sentido, las directrices señalan las siguientes áreas: estabilización macroeconómica, medidas monetarias, cambiarias y fiscales —incluidos los acuerdos institucionales subyacentes y las medidas estructurales estrechamente relacionadas con aquellas— y los aspectos del sistema financiero vinculados con el funcionamiento tanto de los mercados financieros nacionales como internacionales.

Las variables y medidas fuera de las áreas de especialización del FMI también son susceptibles de ser incluidas como condiciones, siempre que se justifique detalladamente su importancia crítica para la consecución de los objetivos del programa o el seguimiento de su ejecución. Las condiciones se pueden formular en términos de adopción y puesta en práctica de actuaciones y consecución de resultados.

5.8. Responsabilidad del FMI en materia de condicionalidad

Las directrices reconocen que el FMI es plenamente responsable del establecimiento y seguimiento de las condiciones vinculadas al uso de sus recursos. No tiene cabida ningún tipo de *condicionalidad cruzada*, bajo la cual el uso de los recursos de la institución estaría directamente sujeto a las normas y decisiones de otras organizaciones internacionales. Cuando se establezcan y sigan condiciones basadas en variables y medidas fuera de sus áreas de especialización, el FMI, en la medida de lo posible, girará fondos bajo consulta de otras instituciones multilaterales, en particular el Banco Mundial. Con relación a este organismo, la puesta en práctica de la iniciativa conjunta de *agencia líder* (5) se aplicará de forma flexible, teniendo en cuenta las circunstancias del país y el solapamiento de intereses de las dos instituciones, con respecto a determinados aspectos de las medidas del país.

Siempre que sea posible, el asesoramiento, el diseño de los programas y la condicionalidad del FMI serán coherentes y estarán integrados con los de otras instituciones internacionales, dentro de un marco liderado por el país. El papel de cada institución, incluida toda condicionalidad relevante, se reflejará con claridad en la documentación de los programas.

(5) En julio de 2001, el FMI y el Banco Mundial convinieron designar, para cada área de especialización, a una de las dos organizaciones como *agencia líder* en las negociaciones con las autoridades del país. Esta iniciativa conjunta persigue delimitar con más precisión las competencias de cada institución en apoyo de un mismo país.

5.9. Naturaleza de los acuerdos del FMI

Un acuerdo del FMI es una decisión del Fondo por la cual un país miembro asegura la posibilidad de recibir desembolsos de la institución según los términos de dicha decisión, durante un período de tiempo especificado y hasta un determinado importe. Los acuerdos del FMI no son acuerdos internacionales y, en consecuencia, su redacción y la de los documentos del programa carecerán de connotaciones contractuales. Todos los acuerdos incorporarán las adecuadas cláusulas consultivas.

5.10. Seguimiento de la ejecución del programa

La condicionalidad del FMI dispone de distintas herramientas para determinar el grado de cumplimiento de los programas: acciones previas, criterios de ejecución, objetivos indicativos, parámetros de referencia estructurales, revisión de los programas y de las garantías financieras, y exenciones en el cumplimiento de las condiciones (recuadro 2).

En un sentido estricto, solo son condiciones de los programas las variables y reformas que revisten la forma de criterios de ejecución. Los objetivos indicativos y los parámetros de referencia estructurales son, respectivamente, variables y reformas incluidas en los programas como indicadores del grado de ejecución. Esto comporta que el incumplimiento de estos dos instrumentos no detiene los desembolsos de la facilidad.

Las anteriores directrices normalizaban el uso de los criterios de ejecución y la posibilidad de revisar formalmente los programas. La adopción de acciones previas y objetivos indicativos se contemplaba más tangencialmente, como medidas correctivas que permitieran la aprobación de un Acuerdo de Derecho de Giro o como provisiones para revisar indicadores que —por motivos de incertidumbre— no se podían calificar como criterios de ejecución en el momento de la aprobación del acuerdo. El nuevo marco normativo consolida la finalidad y características de todas estas herramientas.

5.11. Tramos flotantes

Normalmente, las condiciones de los programas vienen referidas a fechas específicas o son de aplicación continuada. No obstante, cuando el FMI juzgue que la puesta en práctica de una determinada reforma estructural o el cumplimiento de un objetivo de ejecución no necesariamente se puede referir a una determi-

nada fecha o cuando la titularidad nacional del programa aconseje cierta flexibilidad en el calendario, el acuerdo puede contemplar que los desembolsos de fondos se hagan efectivos cuando la medida se ejecute o se alcance el objetivo. En principio, los tramos flotantes son de aplicación para los criterios de ejecución estructurales, incluidos por su importancia para la sostenibilidad exterior y el crecimiento a medio plazo.

5.12. Evaluación de los programas y revisión periódica de la condicionalidad

El FMI analizará y evaluará sus programas en conexión con las consultas supervisoras del Artículo IV y, en su caso, con posteriores peticiones de fondos. El FMI revisará la aplicación de sus Decisiones al menos cada dos años. Las revisiones evaluarán la consistencia de la condicionalidad con sus directrices, la adecuación y puesta en práctica de los programas y la efectividad de la instrumentación de las medidas.

6. CONCLUSIONES

Como en otras áreas del FMI, la condicionalidad se mantiene en un difícil equilibrio entre un enfoque basado en la norma, que dé garantías al país y asegure la uniformidad de trato a todos sus miembros, con otro enfoque más discrecional, que favorezca una mayor flexibilidad y se adapte a las circunstancias intrínsecas del país que solicita financiación. Como ejemplo de este equilibrio, mientras que el establecimiento de un criterio de ejecución obedece a un enfoque basado en la norma, la exención de su cumplimiento requiere de una cierta discrecionalidad.

Con frecuencia, se tiende a identificar la condicionalidad de los programas económicos financiados por el FMI con los propios programas. Como se ha discutido, no todos los objetivos cuantitativos y reformas estructurales incluidos en un programa apoyado por la institución son condiciones cuyo incumplimiento paraliza los desembolsos del organismo. Además de los indicadores cuantitativos y cualitativos que permiten —sin interrumpir los desembolsos— observar la progresión del programa cuando este se revisa, determinadas medidas —atribuibles al país, al FMI o a la negociación entre ambos— no revisten la forma de condiciones.

Con carácter general, las principales críticas a la condicionalidad del FMI apuntan en realidad al mandato y a la doctrina de la institución. Dentro del organismo se constata un amplio

consenso sobre la necesidad de que la financiación del FMI se condicione a una serie de compromisos. Esta visión no solo es compartida por el *staff* y la dirección del FMI, sino por la generalidad de los 184 países integrantes de este organismo. Las propuestas orientadas a eliminar la condicionalidad, reemplazándola por la utilización de criterios de calificación, estándares y códigos internacionales o colateral financiero, no satisfacen todos los requisitos institucionales y estatutarios del FMI con relación al acceso a sus recursos.

En las dos últimas décadas, varios factores contribuyeron a complicar la condicionalidad del FMI: el número de condiciones estructurales incluidas en los programas se incrementó sustancialmente; con frecuencia se establecieron condiciones de corte microeconómico en áreas dentro y fuera de la especialización natural del FMI; en ocasiones, las condiciones de los programas financiados por el FMI se duplicaron y solaparon con las condiciones de los programas apoyados por el Banco Mundial y otras IFI (particularmente bancos multilaterales y regionales de desarrollo); las revisiones oficiales de los programas tendieron a multiplicarse, etc.

Este cuadro general motivó que la condicionalidad se percibiera como excesiva y con una fuerte carga de injerencia. Esta percepción abrió un proceso de revisión integral de la condicionalidad durante el período 2000-2002, impulsado por dos ideas motrices: afinar el vínculo entre condiciones y recursos, y fomentar una mayor identificación del país con las condiciones que garantizan la continuidad de los fondos.

Tanto dentro como fuera de la institución, no hay una interpretación unánime de lo que se entiende por titularidad nacional de los programas. Esta falta de uniformidad conduce bien a confrontar condicionalidad y titularidad nacional como dos conceptos antagónicos e incompatibles, bien a abrir vías intermedias de conciliación de ambas nociones. La condicionalidad basada en el logro de determinados resultados y la introducción de tramos flotantes son dos propuestas que pueden dar más margen de intervención a las autoridades del país que aplica el programa. Un aspecto clave para resolver el conflicto planteado es considerar que las condiciones no son una imposición del FMI sino el resultado de una negociación asimétrica, en la que el país dispone de más información que el FMI, y este dispone de los fondos que necesita el país o de la capacidad suficiente para atraerlos de otras fuentes oficiales y privadas.

La última revisión de la condicionalidad puede calificarse de muy oportuna. Desde la aprobación de las anteriores directrices (1979), se

han producido cambios sustanciales dentro del sistema financiero internacional, y el FMI ha tenido que adaptarse, con diferente fortuna, a dichos cambios. Con relación a la condicionalidad, el FMI ha emprendido, con alguna demora, un positivo ejercicio de autocritica y corrección.

En líneas generales, las nuevas directrices reflejan de forma adecuada el debate planteado, pero persiste la impresión final de que quedan aún algunos cabos sueltos. Entre los aspectos positivos, se pueden reseñar los siguientes: el nuevo texto contribuye a aclarar la titularidad nacional de los programas; delimita las diferentes condiciones y su alcance; amplía la posibilidad de basar parte de la condicionalidad en resultados; descarta la *condicionalidad cruzada* con otras IFI; precisa los vínculos con el Banco Mundial; especifica todos los instrumentos para seguir la ejecución de un programa; posibilita que se establezcan tramos flotantes vinculados a la aplicación de determinadas reformas estructurales, y se compromete a efectuar revisiones de la condicionalidad cada dos años.

Entre los aspectos aún susceptibles de mejora, cabe reseñar dos: uno relativo a los criterios por los que una variable o una reforma entra a formar parte de la condicionalidad, y el otro referido a la ausencia de un enfoque por facilidades financieras. Con relación al primer aspecto, aunque las anteriores directrices ya reconocían la aspiración de que el número de condiciones se limitara al mínimo necesario para la consecución de los objetivos macroeconómicos del programa, sin embargo esta aspiración no siempre se ha visto avalada en la práctica. Pese a que el FMI ha dado importantes pasos en esta dirección, el actual marco normativo no garantiza plenamente este objetivo y, en última instancia, deja al arbitrio del FMI la interpretación de si una determinada medida o reforma merece o no ser incluida como condición del programa.

Un enfoque novedoso y que finalmente no se incorporó al nuevo marco normativo era el de considerar la condicionalidad no solo desde el punto de vista de los acuerdos institucionales y programas económicos, sino también de las diferentes clases de facilidades financieras en apoyo de los programas. La opción de incorporar este enfoque por líneas de financiación dentro de las nuevas directrices hubiera sido muy conveniente. La revisión de la condicionalidad puso de manifiesto que su cobertura, modalidades e instrumentos difieren también en función del tipo de facilidad que financia el programa. En consecuencia, las nuevas directrices hubieran podido hacer referencia explícita a las características de las distintas líneas de financiación, con especial mención a los préstamos

PRGF, para clarificar cómo afectan sus provisiones a las condiciones contenidas en los correspondientes programas.

En suma, el FMI ha culminado de forma globalmente satisfactoria el proceso de revisión integral de su condicionalidad, mediante la aprobación de un cuerpo normativo completo, actualizado y con el alcance suficiente para garantizar los propósitos que impulsaron el mencionado proceso de revisión.

15.7.2003.

BIBLIOGRAFÍA

- (2001c). *Strengthening Country Ownership of Fund Supported Programs*, diciembre, Washington, DC.
- (2002a). *Guidance on the Design and Implementation of IMF Conditionality: Preliminary Considerations*, mayo, Washington, DC.
- (2002b). *Guidelines on Conditionality*, septiembre, Washington, DC.
- GOLDSTEIN, M. (2000). «IMF Structural Conditionality: How Much Is Too Much?», presentado en *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, NBER (National Bureau on Economic Research), octubre, Woodstock.
- GUITIAN, M. (1995). «Conditionality: Past, Present and Future», en *IMF Staff Papers*, vol. 42, n.º 4, Washington, DC.
- HAQUE, N. y KHAN, M. (1998). «Do IMF-Supported Programs Work? A Survey of Cross-Country Empirical Evidence», WP/98/169, diciembre, FMI, Washington, DC.
- IEO (INDEPENDENT EVALUATION OFFICE) (2002). *Evaluation of the Prolonged Use of Fund Resources*, FMI, septiembre, Washington, DC.
- IFIAC (INTERNATIONAL FINANCIAL INSTITUTION ADVISORY COMMISSION) (2000), «Meltzer Report», por A. H. Meltzer *et al*, Washington, DC.
- KENEN, P. (2000). «Financial-Sector Reform in Emerging-Market Countries: Getting the Incentives Right», presentado en *Strengthening the Resilience of Financial Systems*, Fundación Per Jakobsson, junio, Lucerna.
- KILICK, T. (1997). «Principals Agents and the Failings of Conditionality», *Journal of International Development*, vol. 9, n.º 4.
- MELTZER, A. H. (1998). «What's Wrong With the IMF? What Would Be Better?», presentado en *Asian: An Analysis on Financial Crisis*, Federal Reserve Bank of Chicago, octubre.
- MUNS, J. (2001). «España y el Fondo Monetario Internacional (FMI)», en *Internacionalización de la economía española*, Economistas, año XIX, n.º 90, Madrid.
- MUSSA, M. y SAVASTANO, M. (1999). «The IMF Approach to Economic Stabilization», WP/99/104, FMI, Washington, DC.
- SVENSON, J. (1999). «Why Conditional Aid Doesn't Work and What Can Be Done About It?», Working Paper, Banco Mundial, Washington, DC.
- WHITE, H. y MORRISSEY, O. (1997). «Conditionality When Donor and Recipient Preferences Vary», *Journal of International Development*, vol. 9, n.º 4.
- WILLIAMSON, J. (2000). «A more focused IMF», IIE (Institute for International Economics), Washington, DC.

Inversión, progreso técnico y empleo

Este artículo ha sido elaborado por J. David López-Salido, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

Un número importante de los estudios pioneros sobre las fuentes del crecimiento económico suponía que la mayor parte del progreso técnico *no estaba incorporado* a los procesos de acumulación de capital [véase Solow (1956) y Jorgenson (1966)]. De este modo, el progreso técnico observado en las economías occidentales estaría ligado a aspectos tales como el progresivo desarrollo y la mejor organización de los mercados de factores y productos, el perfeccionamiento en las técnicas de organización y gestión de recursos a nivel empresarial, etc., que aumentan la eficiencia de todos los factores productivos desplazando la frontera de posibilidades de producción en la economía.

Sin embargo, el propio Solow (1960) señalaba que la hipótesis anterior entraba en conflicto con una simple observación: la mayor parte de las innovaciones tecnológicas producen efectos sobre la eficiencia y productividad de la economía siempre y cuando se realicen las inversiones necesarias que hagan que dicha tecnología esté disponible para las empresas. Desde esta perspectiva, la mayor parte del progreso técnico no sería neutral, sino que estaría *incorporado* en la adquisición de nuevos bienes de capital por parte de las empresas. Resulta, pues, de especial interés tratar de identificar cuál de los anteriores mecanismos determina el progreso técnico.

El objeto de este artículo es doble. En primer lugar, trata de resumir el estado actual del debate sobre la medida en la que los procesos de inversión en bienes de equipo y nuevas tecnologías disponibles determinan el progreso técnico de la economía. Los trabajos más recientes concluyen que el progreso técnico incorporado en la adquisición de bienes de equipo parece haber explicado en torno al 60% de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo de la economía estadounidense durante el período 1954-2000, siendo esta fracción mucho mayor si solo se analiza el período 1994-2000 (1). Dichos resultados aparecen resumidos en la segunda sección de este artículo. En la sección tercera, se presenta *nueva evidencia para la economía estadounidense* sobre cuáles son los efectos, en el corto plazo, de las dos formas de progreso técnico sobre el crecimiento de la productividad, así como sobre la creación y destrucción de empleo. Las estimaciones económétricas parecen indicar que, a corto pla-

(1) Véanse Gordon (1990), Jorgenson (1995), Greenwood, Hercowitz y Krussel (1996) y, recientemente, Cummins y Violante (2002).

zo, el progreso técnico de tipo neutral puede tener efectos adversos sobre la dinámica del empleo, que no aparecen cuando el progreso técnico se encuentra incorporado al capital. Por supuesto, en cualquier caso, ambas formas de incorporar el cambio técnico son favorecedoras del empleo y la productividad en el largo plazo.

2. PROGRESO TÉCNICO INCORPORADO Y NO INCORPORADO EN LA INVERSIÓN EN BIENES DE CAPITAL

Se puede demostrar que, a lo largo de una senda de crecimiento equilibrado, la tasa de variación de la productividad del trabajo de una economía (Δy_n , medida como *output* por hora trabajada) puede expresarse (en desviaciones respecto a su media) como una media ponderada de las dos formas de progreso técnico consideradas (2):

$$\Delta y_n = \left(\frac{1}{1-\alpha} \right) \Delta z + \left(\frac{\alpha}{1-\alpha} \right) \Delta q \quad [1]$$

donde α representa la elasticidad del *output* al capital físico en la función de producción, Δz representa la tasa de variación del progreso técnico neutral, y Δq representa la tasa de variación del progreso técnico incorporado al capital. A partir de la información de la tasa de variación de la productividad del trabajo, así como del índice de precios de los bienes de inversión ajustados por calidad, es posible obtener como residuo la fracción de la tasa de crecimiento de la productividad asociada con el progreso técnico neutral.

Para medir el progreso técnico incorporado, resulta necesario definir qué es una unidad de un bien de capital ajustado de calidad, q . Para ello, resulta conveniente expresar la inversión en términos de unidades de consumo. En este caso, q refleja el número de unidades de bienes de inversión que se estaría dispuesto a obtener por unidad de bien de consumo.

Desde un punto de vista práctico, controlar todos los cambios en la calidad resulta extremadamente complicado, pero es crucial para identificar la contribución que la acumulación de bienes de capital tiene sobre el progreso técnico. No obstante, Gordon (1990) y, recientemente, Cummins y Violante (2002) han construido índices de precios de producción de bienes de equipo ajustados por calidad para EEUU usando información desagregada sectorial.

En el gráfico 1 se presentan los niveles y las tasas de variación de los índices q y z para la

(2) Véanse Greenwood, Hercowitz y Krusell (1997) para más detalles.

economía estadounidense durante el período 1948-2001. Como puede apreciarse, dos son los principales resultados que surgen del análisis de las fuentes del progreso técnico en Estados Unidos. En primer lugar, el índice q crece de manera pronunciada, lo que sugiere que la hipótesis de Solow (1960) parece ajustarse más a los datos, pues existe una proporción importante del progreso técnico que ha estado asociado a la inversión en bienes de equipo, es decir, a la acumulación de capital productivo. En segundo lugar, la descomposición entre las fuentes del progreso técnico permite identificar dos grandes subperiodos. El primero, desde comienzos de los años cincuenta hasta mediados de los años setenta, en el que se aprecia que los dos componentes del progreso técnico —neutral e incorporado al capital— resultan relevantes para explicar el comportamiento de la productividad. Sin embargo, una primera revolución tecnológica, que arrancó en la segunda mitad de los setenta, generó un cambio importante en la composición de dicho progreso técnico. Así, a partir de ese momento se observa un descenso en la productividad americana, asociado a la reducción de la tasa de crecimiento del progreso técnico neutral, mientras que la mayor parte de las ganancias de productividad observadas durante los noventa han estado asociados a la fuerte expansión de la inversión en nuevas tecnologías de la comunicación y la información (véase el segundo panel del gráfico 1).

Finalmente, usando la expresión [1] se obtiene que, para valores de α entre el 0,25 y el 0,30, el progreso técnico incorporado en el capital explica algo más del 60% de las variaciones observadas en la productividad del trabajo americana. La anterior cifra aumenta de forma significativa durante la última década de los noventa, fundamentalmente como consecuencia de los importantes procesos de inversión en nuevas tecnologías.

3. PROGRESO TÉCNICO, CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE EMPLEO

Aunque existe el consenso de que el progreso técnico, de uno u otro signo, es el motor del crecimiento y el bienestar a largo plazo, al garantizar mayores niveles de *output* por hora trabajada, mayor consumo e inversión por unidad de producto, se dispone de menos evidencia sobre los efectos de dicho progreso técnico sobre el ajuste a corto plazo de las economías. En un reciente trabajo, Michelacci y López-Salido (2003) analizan las implicaciones que uno y otro tipo de progreso técnico tienen sobre los flujos de creación y destrucción de empleo en el sector de las manufacturas de EEUU.

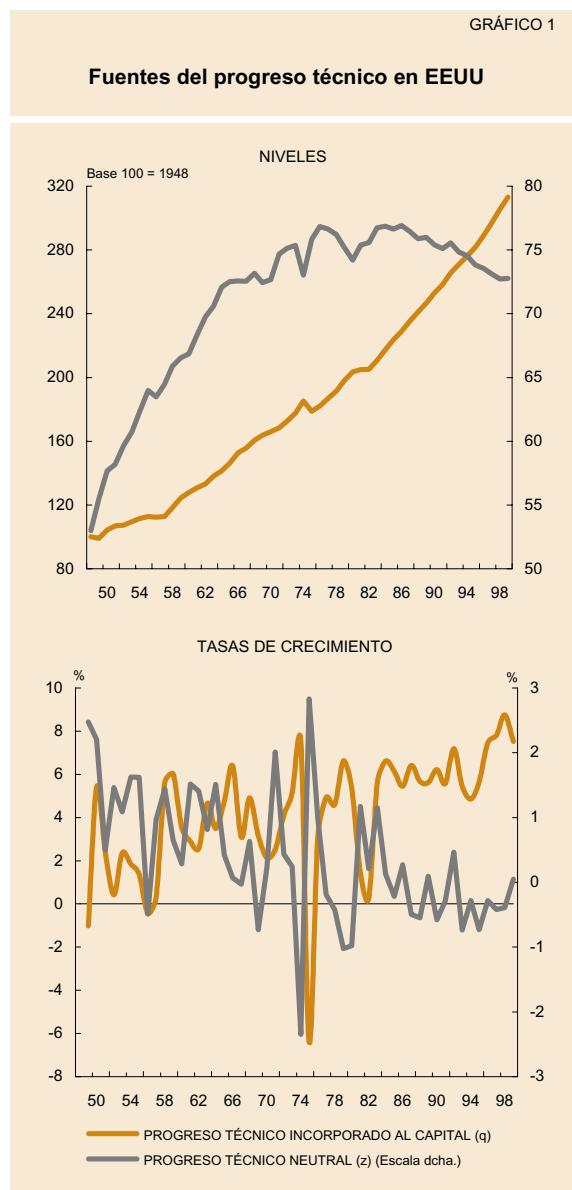
En particular, existen dos modelos económicos que responden de forma muy distinta a la anterior pregunta. Por un lado, desde una perspectiva neoclásica, aumentos en el progreso técnico de uno u otro signo tienden a aumentar la productividad de los trabajadores. Es decir, el avance y desarrollo tecnológico no solo es beneficioso a largo plazo, sino también a corto plazo, de no existir dificultades de ajuste de los factores productivos empleados. Así, en respuesta a un *shock* tecnológico positivo, la creación de empleo, el consumo y la inversión aumentan a corto plazo, sin afectar a la destrucción de empleo.

Alternativamente, existen modelos que, en línea con los trabajos de Shumpeter, sugieren que, a corto plazo, el progreso técnico provoca olas de destrucción creativa de puestos de trabajo. Es decir, para obtener todos los beneficios asociados a cualquier mejora tecnológica, es necesario que las empresas sacrifiquen los puestos de trabajo tecnológicamente obsoletos, al objeto de sanear su productividad y poder extraer todos los beneficios de la innovación, mediante la creación de nuevos trabajos tecnológicamente más avanzados. Esta visión de destrucción previa a la creación de puestos de trabajo implica que a corto plazo los efectos del progreso técnico podrían suponer una caída transitoria del empleo, el consumo e incluso el *output*.

Michelacci y López-Salido (2003) descomponen las ganancias de productividad de la economía americana en el período 1954-2000 entre aquellas asociadas al progreso técnico incorporado en los bienes de equipo, q , y aquéllas asociadas a la productividad total de los factores, z , usando la expresión anterior [1]. A partir de esta, estiman los efectos que una innovación tecnológica de uno y otro tipo tienen sobre un conjunto de variables agregadas, así como sobre los flujos de creación y destrucción de empleo en las manufacturas. Un resumen de los resultados aparece en la tabla 1 (3).

El progreso técnico de tipo neutral, z , tiene efectos *shumpeterianos* a corto plazo sobre el sector manufacturero estadounidense, es decir, tiende a aumentar a corto plazo la destrucción de empleo, aunque esta variable recupera progresivamente su senda de ajuste original, mientras que el proceso de creación de empleo no se reactiva de modo instantáneo. Como consecuencia, el empleo neto cae a corto plazo, para

(3) En el trabajo, los *shocks* tecnológicos de tipo q son aquellos que solo afectan a dicha variable a largo plazo, mientras que los *shocks* asociados a la productividad total de los factores (z) son aquellos que solo afectan a la variable z a largo plazo. Ambos afectan al nivel, es decir, al largo plazo, de la productividad del trabajo.



ir aumentando a medida que se activa la creación de empleo ligada al nuevo avance tecnológico. Resulta difícil identificar las razones de tal efecto. Probablemente, dado que este *shock* se identifica de forma imprecisa al obtenerse a partir de una variable calculada como un residuo, su comportamiento cíclico puede estar afectado, por ejemplo, por la existencia de imperfecciones en el mercado de trabajo (rigideces en el ajuste del factor trabajo). De este modo, aunque se está atribuyendo el ajuste estimado en el empleo a un *shock* neutral de productividad, este podría estar recogiendo las citadas imperfecciones

Por el contrario, el progreso técnico incorporado en el capital, q , genera efectos neoclásicos sobre el ajuste de la economía en respuesta al mismo. Así, la inversión en generaciones más avanzadas de capital tecnológico no au-

TABLA 1

Efectos del progreso técnico en el corto plazo. EEUU. Período 1954-1993Efectos de un *shock* en el progreso técnico neutral, z, sobre

Creación empleo	Destrucción empleo	Empleo neto
+	+	-
Efectos de un <i>shock</i> en el progreso técnico incorporado al capital, q, sobre		
Creación empleo	Destrucción empleo	Empleo neto
0/+	-/0	+

Nota: Los signos +, -, 0 indican que los efectos son positivos, negativos o no significativos, respectivamente, para cada variable.

menta la destrucción de empleo, sino que impulsa al factor trabajo a ajustar su contenido tecnológico, al tiempo que favorece nuevas contrataciones. Esto induce un aumento del empleo en la economía a lo largo de su senda de ajuste ante el *shock* tecnológico, y por tanto, del consumo y de la producción.

4. CONCLUSIONES

La evidencia empírica revisada en este artículo ha mostrado que la mayor parte del progreso técnico observado en Estados Unidos durante la segunda mitad del siglo XX ha estado ligado a los procesos de acumulación de bienes de capital. En concreto, las cuantificaciones más recientes señalan que en torno a un 60% del crecimiento de la productividad del trabajo se explica a partir de dicho tipo de progreso técnico, siendo el resto debido a la evolución de la productividad total de los factores. A partir de la segunda mitad de los setenta, este proceso se acentuó, alcanzando un máximo durante la segunda mitad de los noventa como resultado del crecimiento de la inversión en las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones. Sumado a que ambas clases de progreso técnico favorecen el crecimiento de la economía, se ha encontrado que el progreso técnico incorporado al capital reduce la destrucción de puestos de trabajo y activa progresivamente aumentos en la creación de empleo. Estos re-

sultados sugieren que la inversión productiva en tecnologías innovadoras resulta la herramienta más eficaz para asegurar un progreso económico sostenido.

17.7.2003.

BIBLIOGRAFÍA

- CUMMINS, J. y VIOLANTE, G. (2002). «Investment-Specific Technical Change in the US (1947-2000): Measurement and Macroeconomic Consequences», *Review of Economic Dynamics*, 5, 243-284.
- GORDON, R. (1990). *The Measurement of Durable Good Prices*, NBER Monograph Series, University of Chicago Press.
- GREENWOOD, J., HERCOWITZ, Z. y KRUSELL, P. (1997). «Long-Run Implications of Investment-Specific Technological Change», *American Economic Review*, 87, 342-362.
- JORGenson, D. W. (1966). «The embodiment hypothesis», *Journal of Political Economy*, 74(1), 1-17.
- (1995). «Productivity Postwar US Economic Growth», MIT Press, Cambridge MA.
- MICHELACCI, D. y LÓPEZ-SALIDO, D. (2003). *Technology Shocks and Job Flows*, Banco de España, Documento de Trabajo 0308.
- SOLOW, R. (1956). «A Contribution to the Theory of Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 70, 65-94.
- (1960). «Investment and Technical Progress», en *Mathematical Methods in the Social Sciences*, 1959, adoptado por K. Arrow, S. Karlin, y P. Suppes, Stanford University Press.

La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas

Este artículo ha sido elaborado por Pilar Álvarez Canal y José Manuel Gómez de Miguel.

1. INTRODUCCIÓN

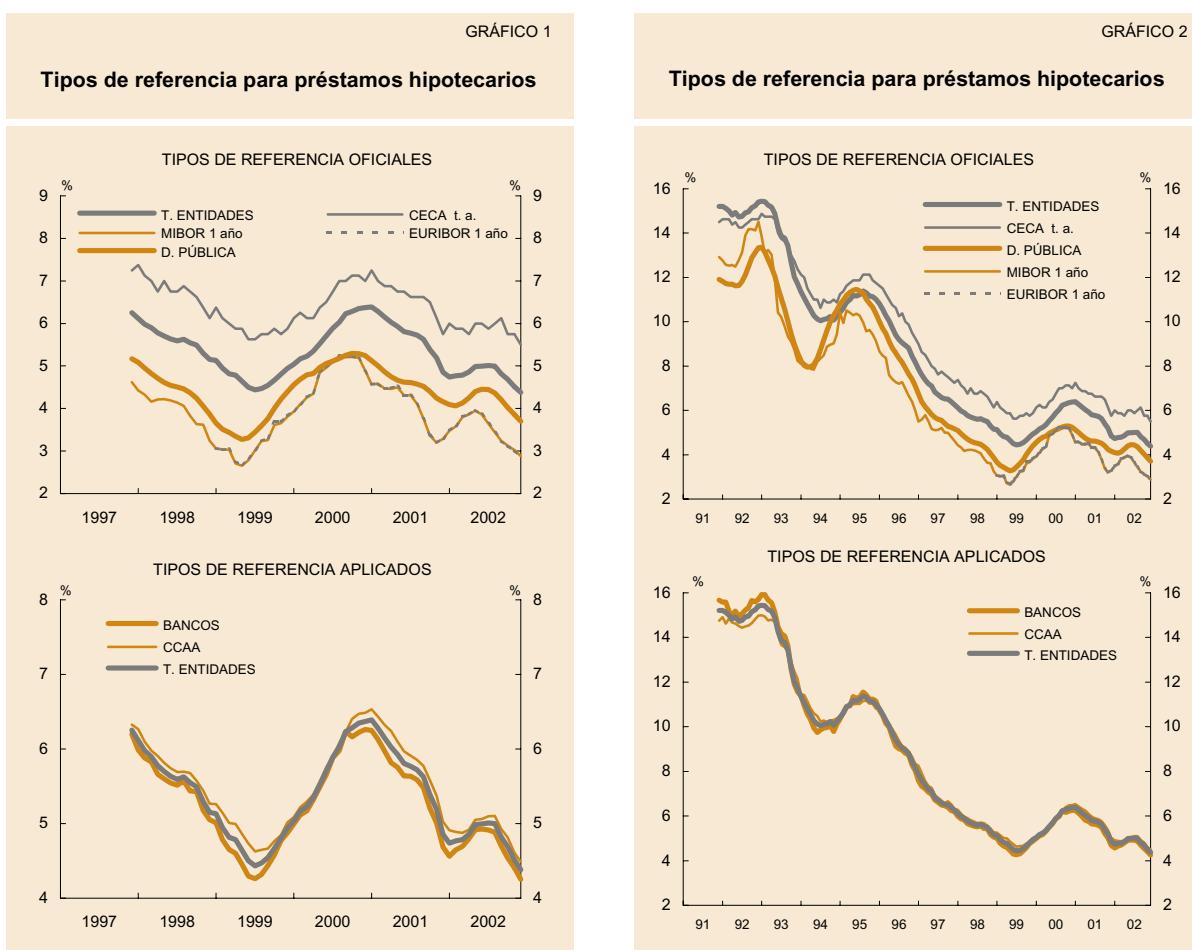
En el marco de las competencias atribuidas al Banco de España en materia de mercado hipotecario por la Ley 26/1988, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, el pasado mes de marzo de 2003 se ha llevado a cabo una encuesta entre 30 entidades de crédito, seleccionadas estadísticamente entre todas sus categorías y representativas del 77,8% (1) del crédito hipotecario destinado a la adquisición de vivienda (2), con objeto de conocer la estructura de los tipos de interés usados a 31 de diciembre de 2002 y, en particular, las referencias utilizadas en los préstamos a tipo variable.

La Circular 5/1994, de 22 de julio, que modificó la Circular 8/1990, de 9 de septiembre, definió seis tipos de referencia de carácter oficial (3) para ser utilizados en préstamos hipotecarios a tipo variable. Posteriormente, la Ley Orgánica 10/1998, de 17 de diciembre, complementaria a la Ley sobre introducción del euro, preveía ya la posibilidad de desaparición del MIBOR como tipo de referencia oficial —por la menor significación que en el futuro cabía prever para las operaciones interbancarias en el mercado español— y su sustitución por otro tipo equivalente. La sustitución fue gradual. La Circular 7/1999, de 29 de junio, introdujo el EURIBOR a 1 año como nuevo tipo de referencia oficial y, durante la segunda mitad del año, coexistieron MIBOR y EURIBOR como tipos de referencia oficiales, lo que permitió comprobar la práctica coincidencia en los niveles alcanzados por ambos. Finalmente, la Orden Ministerial de 1 de diciembre de 1999 introdujo una nueva forma de cálculo del MIBOR, que permitía tomar el valor del EURIBOR el día que no se hubieran cruzado operaciones en el mercado español, a la vez que suprimía el carácter oficial de aquel

(1) La información se refiere al crédito gestionado, es decir, incluye tanto al que figura en balance como a los préstamos que se hayan titulado conservando su administración.

(2) Nótese que no se incluye el préstamo a promotor en tanto no tenga un comprador que se haya subrogado en el mismo.

(3) Tipo medio de los préstamos hipotecarios, a más de tres años, de bancos, cajas de ahorro y del conjunto de entidades; indicador CECA, tipo activo; TIR en el mercado secundario de la deuda pública de plazo de entre 2 y 6 años; y MIBOR a un año. La definición de los diferentes índices está en el Anejo VIII de la Circular 8/1990 del Banco de España a las entidades de crédito. Una presentación de los índices se encuentra también en un artículo publicado en el *Boletín económico* del Banco de España de diciembre de 1993.



índice para las operaciones concertadas a partir del 1 de enero de 2000.

En 1997, el Banco de España llevó a cabo una encuesta con un objetivo similar al que ahora se persigue entre un colectivo igualmente representativo (4). La necesidad de obtener nueva información sobre la estructura de tipos de los préstamos hipotecarios sobre viviendas se basa en dos hechos: de un lado, la evolución a la baja de los tipos de interés, lo que permitía pronosticar un creciente peso de los préstamos a tipo variable, y una utilización creciente del tipo de referencia interbancario, dado que este mercado registra anticipadamente, en cada plazo, la evolución de los tipos; de otro, el importante crecimiento registrado en la actividad hipotecaria de las entidades de crédito, que durante los cinco años ha crecido a tasas en el entorno del 20% anual, superior al doble del registrado por el conjunto del balance.

En esta nota se comenta, en el apartado 1, la evolución de los índices de referencia oficia-

(4) Los resultados de aquella encuesta se publicaron en un artículo del *Boletín económico* del Banco de España, de abril de 1998, titulado «Préstamos hipotecarios: tipos oficiales de referencia y tipos efectivamente utilizados».

les durante los últimos años. En el apartado 2 se discute el resultado de la encuesta y el grado de utilización de unos y otros índices.

2. EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE REFERENCIA OFICIALES

El gráfico 1 recoge la evolución de los distintos índices de referencia oficiales en el período diciembre 1997-diciembre 2002, período que se puede ver enmarcado en otro más largo, que alcanza a 1991, en el gráfico 2.

La elección del último mes de 1997 es doblemente significativa: por una parte, es la fecha de observación de la encuesta anterior. Por otra, marca el inicio de un período de mayor estabilidad y de tipos de interés más bajos en el marco del proceso de convergencia hacia la moneda única (5), después de los fuertes descensos, en torno a los 10 puntos porcentuales, en los 8-10 años anteriores.

(5) La elección de los países que formarían parte en un primer momento de la moneda única tuvo lugar en mayo de 1998.

CUADRO 1

Crédito hipotecario gestionado para adquisición de vivienda (muestra)

Saldos en miles de euros

	Situación a 31.12.1997 (a)					Situación a 31.12.2002				
	N.º oper.	Estruct.	Saldo vivo	Estruct.	Mp. medio	N.º oper.	Estruct.	Saldo vivo	Estruct.	Mp. medio
Total	2.360.465	100,00	73.673.140	100,00	31	3.793.198	100,00	195.979.797	100,00	52
A tipo fijo	590.119	25,00	10.454.696	14,19	18	230.270	6,07	4.597.229	2,35	20
A tipo variable	1.770.346	75,00	63.218.444	85,81	36	3.562.928	93,93	191.382.568	97,65	54
Tipos oficiales	1.529.053	64,78	57.738.968	78,37	38	3.381.968	89,16	182.885.068	93,32	54
Otros	241.293	10,22	5.479.475	7,44	23	180.960	4,77	8.497.499	4,34	47

(a) Los datos de 1997 no incluyen los créditos titulizados.

Los últimos cinco años se caracterizan por: una caída de tipos hasta mediados de 1999, donde el MIBOR alcanzó un valor mínimo de 2,65% en mayo, y el de préstamos hipotecarios del conjunto de entidades (IRPHT), un mínimo de 4,4 en julio; un repunte hasta el segundo semestre de 2000, en que algunos de ellos casi recuperan los niveles de partida (el MIBOR llegó al 5,25 en agosto y el IRPHT al 6,4 en diciembre), y una caída prácticamente ininterrumpida hasta diciembre de 2002 (que aún continúa), en que se vuelven a situar en los mínimos alcanzados a mediados de 1999 (2,9 para el MIBOR y 4,4 para el IRPHT).

La caída final es muy similar entre los distintos índices, aunque un poco menor en el TIR de la deuda entre dos y seis años y en el indicador CECA. No obstante, la horquilla entre tipos mantiene, a diciembre de 2002, un notable grado de apertura, con el EURIBOR como extremo inferior y un valor de 2,87%, y el CECA como extremo superior con un valor casi doble (5,50%), horquilla muy similar a la que existía, en términos relativos, al inicio del período.

Por su parte, los tipos medios de los préstamos hipotecarios de bancos y cajas de ahorro se han movido muy cerca uno de otro durante todo el período (su diferencia media en 2002 no superó el 3%), aunque es cierto que desde septiembre de 2000 el de los bancos ha sido siempre ligeramente inferior al de las cajas.

Por último, a lo largo de todo el período incluido en el gráfico 2, y muy especialmente en los últimos años, es muy visible el similar comportamiento de los tipos interbancarios y los hipotecarios (que siguen a esos con un pequeño retraso, tanto en las subidas como en las bajas), circunstancia que es el resultado, como se presumía y se verá a continuación, de que los préstamos hipotecarios concedidos son, muy mayoritariamente, préstamos a tipo variable referenciados, precisamente, con tipos interbancarios.

3. LA ESTRUCTURA DE TIPOS DE INTERÉS EN LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA. CONCLUSIONES DE LA ENCUESTA LLEVADA A CABO EN MARZO DE 2003, SOBRE DATOS RELATIVOS A DICIEMBRE DE 2002

3.1. El comentado descenso de tipos, y el desplazamiento hacia los tipos variables que había propiciado la Ley 2/1994, de subrogación y novación de préstamos hipotecarios, se ha traducido en un continuo e importante aumento de los préstamos a tipo variable, que a diciembre de 2002 suponen el 93,9% del número, y el 97,7% de los saldos vivos, de los préstamos hipotecarios sobre vivienda de la muestra, mientras que estos porcentajes eran del 75% y 85,8%, respectivamente (cuadro 1).

Los porcentajes son muy similares entre uno y otro tipo de entidad (cuadro 2), aunque resulta destacable la mayor progresión de las operaciones a tipo variable experimentada en los bancos, que partían de un nivel mas bajo (6). En bancos, en el período 1997-2002, el número de operaciones vivas aumentó en 437.000, y el de las concertadas a tipo variable lo hizo en 733.000, mientras que estos datos son de 864.000 y 911.000, respectivamente, en cajas, lo que permite afirmar que la novación de créditos hipotecarios (7) para adquisición de vivienda afectó en mayor medida a aquellos que a estas (8).

(6) El colectivo «otras entidades de créditos» no resulta comparable. En 1997 se incluían solo dos EFC, mientras que la muestra de 2003 incluye dos cooperativas y tres EFC.

(7) La Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y novación de préstamos hipotecarios abarató la sustitución de los tipos de interés de préstamos, tanto si existía una sustitución de bancos acreedores (subrogación), como si se trataba de una simple novación de condiciones, como por ejemplo el cambio de tipo de interés fijo a variable, por el mismo prestamista.

(8) Parte de las diferencias podrían ser debidas a la distinta composición de las muestras, sin embargo, la muestra es relativamente más estable en bancos (los mismos y otras dos entidades) que en cajas (las mismas de 1997 y otras seis entidades).

CUADRO 2

Crédito hipotecario gestionado para adquisición de vivienda (muestra)
Detalle por tipo de entidad

Saldos en miles de euros

Bancos										
	N.º operaciones				Saldo vivo				Importe medio	
	1997 (a)		2002		1997 (a)		2002		97 (a)	02
	Número	Est.	Número	Est.	Importe	Est.	Importe	Est.	97 (a)	02
Total	959.579	100,00	1.396.546	100,00	30.981.946	100,00	80.750.769	100,00	32	58
A tipo fijo	363.183	37,85	67.537	4,84	6.316.607	20,39	1.718.590	2,13	17	25
A tipo variable	596.396	62,15	1.329.009	95,16	24.665.338	79,61	79.032.179	97,87	41	59
Tipos oficiales	537.901	56,06	1.261.782	90,35	23.242.280	75,02	76.877.174	95,20	43	61
Otros	58.495	6,10	67.227	4,81	1.423.058	4,59	2.155.005	2,67	24	32
Cajas										
	N.º operaciones				Saldo vivo				Importe medio	
	1997 (a)		2002		1997 (a)		2002		97 (a)	02
	Número	Est.	Número	Est.	Importe	Est.	Importe	Est.	97 (a)	02
Total	1.338.530	100,00	2.202.443	100,00	40.566.490	100,00	105.233.311	100,00	30	48
A tipo fijo	198.124	14,80	150.837	6,85	3.252.641	8,02	2.645.851	2,51	16	18
A tipo variable	1.140.406	85,20	2.051.606	93,15	37.313.849	91,98	102.587.460	97,49	33	50
Tipos oficiales	967.763	72,30	1.951.773	88,62	33.541.278	82,68	96.664.449	91,86	35	50
Otros	172.643	12,90	99.833	4,53	3.772.571	9,30	5.923.011	5,63	22	59
Otras entidades de crédito										
	N.º operaciones				Saldo vivo				Importe medio	
	1997 (a)		2002		1997 (a)		2002		97 (a)	02
	Número	Est.	Número	Est.	Importe	Est.	Importe	Est.	97 (a)	02
Total	62.356	100,00	194.209	100,00	2.124.163	100,00	9.995.717	100,00	34	51
A tipo fijo	28.812	46,21	11.896	6,13	884.906	41,66	232.788	2,33	31	20
A tipo variable	33.544	53,79	182.313	93,87	1.239.257	58,34	9.762.929	97,67	37	54
Tipos oficiales	23.389	37,51	168.413	86,72	955.411	44,98	9.343.445	93,47	41	55
Otros	10.155	16,29	13.900	7,16	283.846	13,36	419.484	4,20	28	30

(a) Los datos de 1997 no incluyen los créditos titulizados.

3.2. Los préstamos a tipo variable utilizan de forma masiva los tipos de referencia oficiales. El 89% de las operaciones y el 93% de los saldos vivos se encuentran referenciados a estos índices. El hecho de que el porcentaje sea mayor en términos de saldos que de número de operaciones refleja la mayor juventud de estos préstamos, y consecuentemente el mayor saldo pendiente de amortizar.

3.3. Dentro de los tipos oficiales (cuadro 3), los tipos del mercado interbancario (MIBOR y Euribor) mantienen un absoluto protagonismo, con el 56% de los préstamos y el 62% de los saldos vivos de los concertados a tipo variable (35% y 46%, respectivamente, en 1997).

Más destacable aún es el papel preponderante que corresponde al EURIBOR. El au-

mento en el número total de operaciones de crédito vivienda de la muestra, entre 1997 y 2002, ha sido de 1,43 millones, mientras que el número de las referenciadas al EURIBOR es actualmente de 1,1 millones. Si se tiene en cuenta que el EURIBOR no fue introducido como tipo oficial hasta julio de 1999, se puede concluir que en torno a un 75% de los nuevos préstamos hipotecarios de vivienda (incluidas las novaciones y subrogaciones) utilizan el EURIBOR como referencia.

Esa elevadísima concentración actual en los tipos interbancarios puede inferirse también por otra vía. En la encuesta que se llevó a cabo sobre datos a 31.12.1997, se solicitó información sobre la vida remanente de los préstamos a tipo variable, lo que permitía estimar cuál sería la estructura de esa cartera, por ejemplo, 4 y 12

CUADRO 3

Crédito hipotecario gestionado a tipo variable para adquisición de vivienda (muestra)
Distribución porcentual según tipo de referencia utilizado

%

	31.12.1997 (a)		31.12.2002	
	N.º oper.	Saldos vivos	N.º oper.	Saldos vivos
Total tipos oficiales	86,37	91,33	94,92	95,56
MIBOR a 1 año	35,25	46,11	25,04	21,35
EURIBOR a 1 año			31,01	40,60
(MIBOR + EURIBOR)	35,25	46,11	56,05	61,96
Tipo medio préstamos hipotecarios. Conjunto entidades	19,16	46,11	15,88	13,45
Tipo medio préstamos hipotecarios. Bancos	3,78	3,53	2,46	2,00
Tipo medio préstamos hipotecarios. Cajas	20,82	18,36	18,65	17,46
Tipo activo CECA	6,90	5,11	1,71	0,54
Rendimiento interno deuda pública entre 2 y 6 años	0,46	0,26	0,19	0,15
Total tipos no oficiales	13,63	8,67	5,08	4,44
Publicados por el Banco de España	6,27	4,76	1,60	2,24
Tipo de entidades Junta Directiva			0,98	0,31
Tipo de emisión de las cédulas hipotecarias			0,10	0,00
Tipo de emisión de la deuda pública entre 2 y 6 años			0,00	0,00
Rentabilidad interna de la deuda pública (nominal equivalente)			0,00	0,01
Tipo pasivo de referencia de las cajas			0,00	0,00
Operaciones no desglosadas			0,52	1,93
Otros	7,36	3,91	3,48	2,20

(a) Los datos de 1997 no incluyen los créditos titulizados.

años después (9). Con arreglo a tales estimaciones, a 31 de diciembre de 2001, los préstamos referenciados a MIBOR debían representar el 36,6% en número y el 45,3 en importes; los datos actuales, muy superiores a estos, sugieren un efectivo cambio de política comercial en muchas entidades.

3.4. Todos los restantes tipos oficiales sufren una pérdida de peso sensible a favor del EURIBOR, tal vez con excepción del tipo medio de préstamos hipotecarios de cajas cuya utilización retrocede muy ligeramente. En el caso del IRPH, parte de esa disminución cabe atribuirla a la perdida de peso específico, en la cartera de las entidades, de los préstamos para viviendas de protección oficial, que utilizan esa referencia. Esos préstamos, que en 1997 eran todavía el 10% del total (tanto en número como en importe), hoy no superan el 6,5% en número y el 4,2% en importe.

3.5. Dos tipos oficiales, el indicador CECA y el TIR de la deuda pública entre dos y seis años, tienen carácter testimonial. El primero de ellos representa el 1,7% en número y el 0,5% en importe del conjunto de tipos variables, y esos porcentajes son aún más insignificantes en el segundo (0,2% y 0,1%), que solo utiliza una entidad de la muestra.

(9) Los resultados de esta estimación se publicaron también en el *Boletín económico* del Banco de España de abril de 1998.

En el caso del tipo CECA, su escasa utilización está positivamente correlacionada con el alto nivel del índice a lo largo del período (ver gráfico), como corresponde a un tipo que mezcla, junto a los hipotecarios, los tipos del crédito al consumo, notablemente más altos que aquellos.

En cambio, no parece tan obvia la explicación de la escasa utilización del rendimiento interno de la deuda pública entre dos y seis años. Tal vez pudiera ser debido, además de a su escasa significación en el mercado, a que su plazo no es suficientemente largo, por lo que su comportamiento resulta paralelo al del EURIBOR, y superior al de este durante el período. Ello induciría, en una estrategia de fuerte competencia como la que está teniendo lugar en el mercado hipotecario, a optar por el tipo monetario con el nivel mas bajo.

3.6. Entre los tipos no oficiales publicados por el Banco de España, solo el tipo de las entidades de la Junta Directiva de la Asociación Hipotecaria parece tener alguna importancia, ya que los restantes tipos tienen carácter testimonial (10), alcanzando menos del 2% de las operaciones.

(10) En la encuesta solo se pedía desglosar las operaciones que tuvieran como referencia un tipo que alcancase, como mínimo, al 5 por 1000 de las operaciones de cada entidad encuestada.

CUADRO 4

Crédito hipotecario gestionado a tipo variable para adquisición de vivienda (muestra)
Distribución porcentual de los tipos oficiales según tipo de entidad

BANCOS				
	31.12.1997 (a)		31.12.2002	
	Número de operaciones	Saldos vivos	Número de operaciones	Saldos vivos
Total tipos oficiales	100,00	100,00	100,00	100,00
MIBOR a 1 año	64,00	71,79	33,07	28,77
EURIBOR a 1 año	0,00	0,00	41,54	48,77
(MIBOR + EURIBOR)	64,00	71,79	74,61	77,54
Tipo medio préstamos hipotecarios. Conjunto entidades	22,50	18,26	19,09	17,86
Tipo medio préstamos hipotecarios. Bancos	11,57	9,06	6,06	4,37
Tipo medio préstamos hipotecarios. Cajas	0,00	0,00	0,24	0,23
Tipo activo CECA	0,43	0,17	0,00	0,00
Rendimiento interno deuda pública entre 2 y 6 años	1,50	0,72	0,00	0,00
Promemoria. Tipos oficiales s/ total variables	90,19	94,23	94,94	97,23
CAJAS (a)				
	31.12.1997 (a)		31.12.2002	
	Número de operaciones	Saldos vivos	Número de operaciones	Saldos vivos
Total tipos oficiales	100,00	100,00	100,00	100,00
MIBOR a 1 año	27,25	34,96	20,69	16,43
EURIBOR a 1 año	0,00	0,00	26,30	36,49
(MIBOR + EURIBOR)	27,25	34,96	46,99	52,92
Tipo medio préstamos hipotecarios. Conjunto entidades	22,11	20,75	16,06	11,68
Tipo medio préstamos hipotecarios. Bancos	0,16	0,19	0,42	0,40
Tipo medio préstamos hipotecarios. Cajas	38,09	34,60	33,19	33,67
Tipo activo CECA	12,39	9,51	3,00	1,03
Rendimiento interno deuda pública entre 2 y 6 años	0,00	0,00	0,34	0,30
Promemoria. Tipos oficiales s/ total variables	84,86	89,89	95,13	94,23
OTRAS ENTIDADES DE CRÉDITO (a)				
	31.12.1997 (a)		31.12.2002	
	Número de operaciones	Saldos vivos	Número de operaciones	Saldos vivos
Total tipos oficiales	100,00	100,00	100,00	100,00
MIBOR a 1 año	68,32	77,25	42,10	30,67
EURIBOR a 1 año	0,00	0,00	39,90	52,96
(MIBOR + EURIBOR)	68,32	77,25	82,00	83,63
Tipo medio préstamos hipotecarios. Conjunto entidades	18,13	16,09	6,75	7,59
Tipo medio préstamos hipotecarios. Bancos	13,55	6,66	1,73	0,79
Tipo medio préstamos hipotecarios. Cajas	0,00	0,00	8,11	7,50
Tipo activo CECA	0,00	0,00	1,40	0,49
Rendimiento interno deuda pública entre 2 y 6 años	0,00	0,00	0,00	0,00
Promemoria. Tipos oficiales s/ total variables	69,70	77,10	92,38	95,70

(a) Los datos de 1997 no incluyen los créditos titulizados.

3.7. El mismo escasísimo uso tienen otros tipos no publicados por el Banco de España con ese fin (aunque puedan figurar en alguna de sus publicaciones estadísticas o económicas), tales como los tipos EURIBOR a plazos inferiores al

año, que solo alcanzan al 3,5% de las operaciones a tipo variable, con el 2% de los importes, en torno al 50% respecto a su situación cinco años antes.

21.7.2003.

Regulación financiera: segundo trimestre de 2003

1. INTRODUCCIÓN

Durante el segundo trimestre de 2003, la publicación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente escasa.

En relación con los sistemas nacionales de pago, se ha sustituido el sistema de reembolso del TARGET (1) por uno nuevo de compensación, previsto para el caso de mal funcionamiento del TARGET, a fin de establecer un mecanismo más acorde con las prácticas del mercado. Además, se ha autorizado al Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante, SNCE) para la transmisión de solicitudes de traspasos, la transferencia de efectivo y la transmisión de información entre las entidades intervenientes en el procedimiento de traspaso entre instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC).

En lo referente al Banco de España, se han creado dos nuevos ficheros con datos de carácter personal, cuya gestión se encomienda a dicha institución.

En el área de las entidades financieras, se han establecido una serie de obligaciones que estas deben cumplir, a fin de mejorar la transparencia y la información de los costes de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos.

En el campo del mercado de valores, se ha modificado el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, a fin de mejorar la protección del accionista minoritario cuando se producen cambios de control en las sociedades cotizadas en bolsa, y se han aprobado los modelos de folletos informativos para emitir *warrants* en los que el activo subyacente pueda ser las acciones propias del emisor, a fin de facilitar este tipo de operaciones.

En el ámbito comunitario, se han modificado, en algunos aspectos, las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo (en adelante, BCE) en materia de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales, con el fin de establecer nuevos criterios de recopilación de información sobre posiciones o transacciones transfronterizas de la zona del euro. Por otro lado, se ha publicado una directiva relativa a las operaciones con información privilegiada y a la mani-

(1) Transeuropean Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer (TARGET) es un sistema general de pagos interbancarios en la UE, que conecta los diferentes sistemas de liquidación bruta en tiempo real y el mecanismo de pagos del BCE por medio del procedimiento denominado «interlinking».

pulación del mercado (abuso del mercado), con el fin de completar el actual marco jurídico de protección de la integridad del mercado frente a las prácticas de manipulación de precios y de difusión de información engañosa.

Finalmente, se ha publicado una serie de medidas extraordinarias y urgentes de reforma económica, entre las cuales cabría reseñar: un abaratamiento de las operaciones de novación y subrogación hipotecaria, determinados incentivos fiscales a las pequeñas y medianas empresas, una serie de estímulos al mercado inmobiliario de viviendas en alquiler y medidas fiscales de fomento a la inversión.

2. MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE TARGET: SISTEMA DE REEMBOLSO Y OTRAS MODIFICACIONES DE LA NORMATIVA DEL SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

Con el fin de trasponer la Orientación del BCE de 3 de octubre de 2000, que posteriormente fue modificada por la Orientación del BCE de 26 de abril de 2001, la CBE 8/2000, de 22 de diciembre (2), modificó la normativa de TARGET para introducir lo que se denominó «sistema de reembolso». Este estaba previsto para aquellas situaciones en las que pudiera tener lugar un funcionamiento irregular de TARGET, que impidiera el procesamiento completo de las órdenes de pagos introducidas en dicho sistema. En tales situaciones, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (en adelante, SEBC) y los demás bancos centrales participantes en TARGET se comprometían a reembolsar a las entidades afectadas determinados importes, sobre la base del diferencial entre el tipo de interés aplicado por la utilización de las facilidades permanentes y el tipo marginal de las operaciones principales de financiación.

Recientemente, la *Orientación BCE/2003/6, de 4 de abril de 2003* (DOCE de 7 de mayo), modificó el sistema de reembolso regulado en la Orientación BCE/2001/3, de 26 de abril de 2001, por un nuevo sistema de compensación, previsto para el caso de mal funcionamiento del sistema TARGET. A fin de trasponer dicha Orientación a la normativa española, se ha publicado la *CBE 2/2003, de 24 de junio* (BOE de 28 de junio), sobre sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET y otras modificaciones a la normativa del Servicio de Liquidación del Banco de España, que deroga y sustituye lo establecido en la CBE 8/2000.

(2) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2001, pp. 76 y 77.

Las principales novedades del nuevo sistema son las siguientes. En primer lugar, se amplían los supuestos en que se puede recurrir al sistema de compensación en todas aquellas situaciones de mal funcionamiento de TARGET, exceptuando causas de fuerza mayor fuera del control del SEBC y las atribuibles a un tercero distinto del operador del componente de TARGET en que se haya producido el mal funcionamiento. Por otra parte, el importe recibido por la entidad afectada recoge, en determinados casos, además del pago en concepto de intereses, una compensación por gastos de administración. Por último, se cambia el método de cálculo de la compensación en concepto de intereses.

2.1. Condiciones para la aplicación del sistema de compensación

Se entenderá que se produce un mal funcionamiento de TARGET cuando la existencia de problemas técnicos de diversa índole impida ejecutar y completar, en la fecha prevista, el procesamiento de órdenes de pago través de dicho sistema. Entre dichos problemas, se incluyen los defectos o fallos en la infraestructura técnica o en el sistema informático de cualquiera de los sistemas de pago nacionales integrados o conectados a TARGET, del mecanismo de pagos del BCE o de la red electrónica de interconexión entre ellos (Sistema Interlinking), o la existencia de alguna otra circunstancia que afecte a cualquiera de los citados componentes de TARGET.

El nuevo sistema de compensación podrá aplicarse a cualquier pago de TARGET, ya sea nacional o transfronterizo, y con independencia de cuál sea el componente de TARGET en que haya tenido lugar el mal funcionamiento. En este sentido, podrá ser aplicado a los pagos ordenados tanto por los participantes en TARGET a través de sistemas nacionales de países no integrados en la zona euro como por los de países integrados que no sean contraparte en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

En cambio, el sistema de compensación no se aplicará, salvo que el Consejo de Gobierno del BCE decidiese lo contrario, cuando el mal funcionamiento sea causado por acontecimientos externos que escapen al control del SEBC (causas de fuerza mayor), o por incidencias o errores de un tercero distinto del operador del componente de TARGET en que se haya producido el mal funcionamiento.

Los participantes podrán, no obstante, ejercitar cuantas acciones legales les pudiesen co-

rresponder para reclamar una indemnización en caso de mal funcionamiento del sistema. Sin embargo, la aceptación por la entidad afectada de una oferta de compensación realizada por el SEBC constituirá su renuncia irrevocable al ejercicio de cualesquiera otras acciones de reparación que pudiera hacer valer contra un determinado banco central miembro del SEBC (incluso por daños indirectos), en virtud del derecho interno de los Estados miembros u otras circunstancias. Igualmente, la recepción del correspondiente importe en concepto de compensación supone la liquidación íntegra y definitiva de todas las reclamaciones relativas al pago afectado por el mal funcionamiento.

Un participante en TARGET que hubiese recibido un pago por compensación, según lo establecido en la presente Circular, habrá de indemnizar al SEBC hasta el importe recibido, en caso de que otro participante en TARGET reclame una indemnización referida a la misma orden de pago, a través del ejercicio de cualquier otra acción de reparación que le pudiera corresponder.

Una reclamación de compensación realizada por una entidad emisora de una orden de pago será considerada por el SEBC si, como consecuencia del mal funcionamiento de TARGET, dicha orden no hubiera podido ser completamente procesada en la fecha debida, o si el participante afectado puede acreditar que, teniendo la intención de introducir una orden en el sistema, no pudo hacerlo en la fecha deseada debido a la interrupción en el funcionamiento de alguno de los sistemas integrados en TARGET.

Una reclamación de compensación realizada por una entidad receptora de una orden de pago será considerada por el SEBC siempre que, como consecuencia del mal funcionamiento de TARGET, se den las tres circunstancias siguientes:

- 1) Que el participante no hubiera recibido un pago por TARGET que esperaba recibir en el día en que se produjo el mal funcionamiento del sistema.
- 2) Que el participante haya recurrido a la facilidad marginal de crédito o, si se tratase de un participante sin acceso a dicha facilidad, que al finalizar la sesión tenga un saldo deudor, vea transformado su crédito intradía en crédito a un día o haya tenido que obtener financiación de su banco central nacional.
- 3) Que el sistema de pagos nacional que sufrió el mal funcionamiento fuese el de la

entidad receptora o, en caso de no ser así, que el mal funcionamiento del sistema se hubiese producido a última hora de la sesión de TARGET, de modo que fuese técnicamente imposible para la entidad receptora acudir al mercado monetario.

2.2. Cálculo de la compensación

2.2.1. Compensación a entidades emisoras de órdenes de pago

La oferta de compensación que realice el SEBC a las entidades emisoras de órdenes de pago en el marco de la presente Circular consistirá en el pago de unos gastos de administración y, en su caso, también de una compensación en concepto de intereses.

Los gastos de administración quedarán establecidos en 100 euros para la primera orden de pago no completada en la fecha debida con cada entidad receptora, 50 euros para las siguientes cuatro órdenes dirigidas a la misma entidad receptora, y 25 euros para cada orden de pago adicional en las mismas circunstancias.

La compensación en concepto de intereses se determinará aplicando un tipo de referencia al importe de la orden de pago no procesada por cada día del período de mal funcionamiento. Dicho tipo de referencia será el menor del índice medio del tipo del euro a un día (*euro overnight index average*, EONIA), y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito. Del importe de la compensación por intereses así calculado deberá ser deducida cualquier ganancia obtenida por el emisor, derivada de la colocación de los fondos afectados mediante el recurso a la facilidad de depósito o la remuneración recibida por el saldo adicional mantenido en cuenta en el caso de participantes que no sean contraparte del Eurosistema en operaciones de política monetaria.

Los participantes emisores de órdenes de pago no recibirán compensación alguna en concepto de intereses si los fondos han sido colocados en el mercado o utilizados para el cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas.

2.2.2. Compensación a entidades receptoras de órdenes de pago

La oferta que realice el SEBC a entidades receptoras de órdenes de pago en el marco de la presente Circular consistirá exclusivamente en una compensación en concepto de intere-

ses, y se determinará aplicando un tipo de interés al importe por el que la entidad afectada hubiese acudido a la facilidad marginal de crédito. El mencionado tipo será calculado como la diferencia entre el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el de referencia que se utiliza en el caso de las entidades emisoras.

2.3. Procedimiento de reclamación

Los participantes en el SLBE deberán remitir, en su caso, sus formularios de reclamación al Banco de España, con independencia de cuál sea el componente de TARGET en que haya tenido lugar el mal funcionamiento, cuyo procedimiento viene detallado en la norma.

El Consejo de Gobierno del BCE realizará una evaluación de las reclamaciones presentadas y decidirá en qué casos procede realizar una propuesta de compensación. El banco central nacional (en adelante, BCN) que haya sufrido el mal funcionamiento deberá comunicar el resultado de la evaluación mencionada en el párrafo anterior a las entidades interesadas. La aceptación o el rechazo estarán referidos expresamente a cada orden de pago objeto de reclamación y se materializará en la firma de una carta de aceptación que el BCE publicará al efecto.

3. SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: TRANSMISIÓN DE SOLICITUDES DE TRASPASOS ENTRE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La Ley 46/2002, de 18 de diciembre (3), de reforma parcial del impuesto sobre la renta de las personas físicas, y por la que se modifican las leyes de los Impuestos de Sociedades y sobre la Renta de no Residentes, modificó la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (4), reguladora de las IIC, estableciendo el régimen jurídico aplicable al traspaso entre IIC. De este modo, los accionistas y los partícipes de las IIC pueden proceder al traspaso de sus inversiones a otras IIC, siendo necesario para la plena efectividad del mismo el que se lleve a cabo la transmisión de las solicitudes de traspaso, del efectivo y de la información entre aquellas entidades intervenientes. A tal efecto, la Ley 46/2002 habilitó al Ministro de Economía para autorizar sis-

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2003, pp. 91 a 94.

(4) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1984», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1985, pp. 41 a 43.

temas estandarizados, con las debidas garantías de seguridad, para la transmisión de solicitudes de traspasos, la transferencia de efectivo y la transmisión de información entre las entidades intervenientes en el procedimiento.

Por su parte, el Banco de España, como administrador y gestor del SNCE, aprobó el 5 de noviembre de 2002 la Instrucción SNCE/A/03/597, por la que se posibilita la tramitación electrónica, a través del citado Sistema, de las transferencias de efectivo y de la transmisión de información relativa a traspasos de planes de pensiones y fondos de inversión. Asimismo, se preveía que se pudieran tramitar también, a través del SNCE, las solicitudes de traspaso entre las IIC.

A la vista de ello, y haciendo uso de la habilitación otorgada por la Ley 46/2002, se ha publicado la *Orden Eco/1047/2003, de 23 de abril* (BOE de 1 de mayo), que autoriza al SNCE para la transmisión de solicitudes de traspasos, para la transferencia de efectivo y para la transmisión de información entre las entidades intervenientes en el procedimiento de traspaso entre IIC, dado que se considera que el SNCE reúne todas las condiciones necesarias para garantizar la seguridad en la ejecución de dichas operaciones.

4. FICHEROS CON DATOS DE CARÁCTER PERSONAL GESTIONADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

La Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, establece que la creación, modificación o supresión de los ficheros de las Administraciones Públicas solo podrá hacerse por medio de disposición general publicada en el BOE o diario oficial correspondiente. Asimismo, determina los datos que necesariamente deberán estar indicados en las disposiciones de creación o de modificación de ficheros.

Se ha publicado la *CBE 1/2003, de 28 de mayo* (BOE de 10 de junio), por la que se modifica la Circular 4/1994, de 22 de julio, sobre ficheros con datos de carácter personal gestionados por el Banco de España, con el fin de incorporar dos nuevos ficheros de estas características.

En primer lugar, se crea el fichero «Expedientes sancionadores», que recoge datos de carácter personal, no incluidos en otros ficheros de los que también gestiona el Banco de España, que afectan a las personas físicas expedientadas como consecuencia de la tramitación de expedientes sancionadores dentro del ejerci-

cio de las competencias atribuidas a esta institución.

En segundo lugar, se crea el fichero «Declaraciones del Código de Conducta del Banco de España», que recoge las declaraciones de los empleados que puedan tener acceso a información privilegiada. Estas hacen referencia a la tenencia de determinados valores o instrumentos financieros, a la realización de operaciones de compra, venta o reembolso de los mismos, y a las transacciones con los activos o derechos que pudieran estar relacionados con las operaciones de política monetaria. Dichas declaraciones, cuando hubiera razones fundadas que lo justifiquen, podrán ser utilizadas para supervisar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del mismo.

5. TRANSPARENCIA DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS BANCARIOS PRESTADOS MEDIANTE CAJEROS AUTOMÁTICOS

La red de cajeros automáticos al servicio de los usuarios españoles ha venido funcionando de modo satisfactorio, tanto por su gama de servicios como por su cobertura y la disponibilidad en la extensa geografía española. No obstante, se ha considerado conveniente dotar de mayor transparencia a las operaciones realizadas, y mejorar la información de que deben disponer los usuarios de cajeros automáticos.

En este sentido, la Ley 26/1988, de 29 de julio (5), sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, facultó al Ministro de Economía para que, con el fin de proteger los legítimos intereses de la clientela activa y pasiva de las entidades de crédito, determinara, entre otras funciones, las normas precisas para asegurar que los contratos reflejen de forma explícita y con suficiente claridad los compromisos adquiridos por las partes y los derechos de las mismas ante las eventualidades propias de cada clase de operación. Haciendo uso de esa habilitación, se publicó la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito, desarrollada, a su vez, por la CBE 8/1990, de 7 de septiembre (6), sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela.

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

(6) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1990», *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1990, pp. 76 y 77.

Siguiendo el mismo procedimiento, recientemente, se ha publicado la *Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril* (BOE de 30 de abril), sobre transparencia de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos, que tiene por objeto la protección del derecho a la información de los usuarios de cajeros automáticos, mediante el establecimiento de una serie de obligaciones que deben cumplirse en materia de indicación de los precios de los servicios prestados a través de ellos.

5.1. Ámbito de aplicación y fijación de comisiones

El ámbito de aplicación de la norma son los servicios bancarios, prestados a través de cajeros automáticos situados en España, de las entidades de crédito, españolas o extranjeras, y de las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, así como de los servicios prestados por las entidades financieras emisoras de medios de pago (7) comercializados en España.

No obstante, las obligaciones que establece la Orden sólo serán exigibles respecto de las operaciones de extracción de efectivo, sea a débito o crédito, y de consulta de saldo o movimientos de la cuenta. A este respecto, la Orden habilita al Banco de España para que, mediante Circular, amplíe el régimen previsto en esta norma a otras operaciones bancarias que puedan realizarse en cajeros automáticos, cuando estas adquieran un volumen significativo.

Siguiendo los mismos criterios que los de la Orden de 12 de diciembre de 1989, las comisiones por operaciones o servicios prestados mediante cajeros automáticos serán las que libremente fijen las entidades financieras emisoras de medios de pago comercializados en España y, en su caso, las entidades titulares del cajero automático que preste el servicio. Asimismo, las entidades financieras mencionadas harán públicas, previo registro en el Banco de España, las correspondientes tarifas de comisiones y gastos repercutibles por el uso de los cajeros. En ningún caso, podrán cargarse tipos o cantidades superiores a los contenidos en las mismas o por conceptos no mencionados, debiendo referirse exclusivamente a los servicios efectivamente prestados o a los gastos habidos.

(7) A los efectos de lo establecido en la presente Orden, tendrán la consideración de medios de pago las tarjetas y libretas electrónicas, así como cualesquiera otros instrumentos que habiliten para el uso de cajeros automáticos.

5.2. Obligaciones de información de las entidades de crédito

Las obligaciones de información para las entidades de crédito que sean titulares de cajeros automáticos son las siguientes:

- 1) Se asegurarán de que en los cajeros se indique claramente el valor exacto de la comisión y de los gastos adicionales a los que esté sujeta la operación solicitada por el usuario.
- 2) Cuando la entidad financiera emisora del medio de pago sea diferente de la titular del cajero automático en el que el usuario se dispone a realizar la operación, se podrá sustituir la información anterior por el valor máximo de la comisión y demás gastos adicionales a que pueda quedar sujeta la operación solicitada. En este supuesto, deberá informarse de que el importe finalmente cargado podrá ser inferior, dependiendo, en su caso, de las condiciones estipuladas en el contrato celebrado entre el usuario y la entidad financiera emisora del medio de pago. No obstante, la Orden establece un régimen transitorio, de forma que, durante seis meses a partir de su entrada en vigor, estas obligaciones se podrán sustituir por una advertencia que indique claramente al usuario que la entidad financiera emisora de su medio de pago puede haber establecido una comisión o haber previsto la repercusión de ciertos gastos por la ejecución de la operación solicitada.
- 3) Antes de que la operación sea solicitada, el cajero automático deberá indicar al usuario, mediante un mensaje en su pantalla, la red de comercialización (8) a la que pertenece. Una vez solicitada la operación, el cajero automático deberá, de forma gratuita, proporcionar al usuario la información recogida en los dos apartados anteriores, y con carácter previo a que la operación se lleve a efecto. Una vez proporcionada dicha información, el cajero automático ofrecerá al usuario, de forma igualmente gratuita, la posibilidad de desistir de la operación solicitada.
- 4) Cuando se trate de operaciones realizadas con medios de pago cuya entidad emisora coincida con la titular del cajero automático, la obligación de indicar el valor exacto de la operación se entenderá cumplida siempre

(8) A los efectos de lo previsto en esta norma, tendrán la consideración de redes de comercialización aquellas sociedades que tengan por objeto realizar las interconexiones electrónicas necesarias para que las entidades financieras puedan prestar servicios por medio de cajeros automáticos.

que en dicho cajero, en lugar visible, figure un distintivo en el que se indique claramente al usuario el valor exacto de las comisiones y demás gastos adicionales a que quedará sometida la operación solicitada.

- 5) En un lugar visible del cajero automático, figurará un número de teléfono para incidencias, al que se podrá acudir en el caso de que se produzcan problemas en la prestación de los servicios.

5.3. Obligaciones de información para las entidades financieras emisoras de medios de pago comercializados en España

Las entidades financieras emisoras de medios de pago comercializados en España deberán:

- 1) Facilitar a las entidades de crédito titulares de cajeros automáticos la información necesaria para que estas puedan cumplir las obligaciones establecidas en el apartado anterior.
- 2) Comunicar a sus clientes, con una periodicidad que habrá de ser, al menos, mensual, en la forma y detalle que indique el Banco de España, información sobre las comisiones y otros gastos adicionales cobrados por cada una de las operaciones llevadas a cabo en cajeros automáticos, de forma que el cliente pueda identificar la operación realizada y conocer el precio completo del servicio.

6. MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES

La Ley 24/1988, de 28 de julio (9), del Mercado de Valores, contiene el régimen jurídico de rango legal aplicable a la figura de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA). El desarrollo normativo se llevó a cabo a través del RD 1197/1991, de 26 de julio (10), sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Desde entonces se ha venido consolidando y desarrollando en nuestro país esta regulación, que incide profundamente sobre las posi-

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

(10) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1991», *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1991, pp. 57 y 58.

bilidades de variación de las posiciones de control societario, los mecanismos de reorganización de las estructuras empresariales y la garantía de la igualdad de trato de todos los accionistas.

Con el fin de mejorar la protección del accionista minoritario cuando se producen cambios de control en las sociedades cotizadas en bolsa, se ha publicado el *Real Decreto 432/2003, de 11 de abril* (BOE de 12 de abril), por el que se modifica el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio.

A continuación, se destacan las novedades más relevantes (véase en el cuadro 1 la comparación de ambas normas).

6.1. Ampliación de los supuestos para realizar una OPA por el 100% del capital

Hasta ahora, si se pretendía alcanzar una participación igual o superior al 50% de la sociedad afectada, debía presentarse una OPA por el 75%, como mínimo, del capital. Ello creaba problemas para los accionistas minoritarios, porque, cuando el precio era atractivo y querían acudir a la oferta, en muchos casos era necesario un prorr泄eo. La reforma plantea que, si se pretende adquirir el 50% o más del capital de la sociedad afectada, deberá presentarse la OPA por el 100%.

Esta misma regla se aplicará cuando se pretenda adquirir una participación menor del 50%, con la intención de designar (o tal designación efectivamente se produzca en el plazo de dos años) a más de la mitad de los consejeros de la sociedad afectada, ya que esto supondría el control real de la sociedad.

6.2. Ampliación de los supuestos para realizar OPA parciales

Hasta el momento solo era necesario lanzar una OPA cuando se pretendía adquirir un porcentaje igual o superior al 25% (o, en determinados supuestos, incrementar la participación en un 6%). En este caso, si el porcentaje a adquirir era inferior al 50%, la OPA debía lanzarse por el 10% de la sociedad afectada. La reforma añade otro supuesto, que obliga a la presentación de OPA por el 10% de la afectada, cuando se pretenda alcanzar un porcentaje inferior al 25% y se tenga intención de designar (o tal designación efectivamente se produzca en el plazo de dos años) a más de un tercio y menos de la mitad más uno de los consejeros de la afectada.

6.3. Supuestos excluidos de la obligación de realizar una OPA

El régimen anterior excluía de la obligación de lanzamiento de OPA las adquisiciones que se producían en el marco de un proceso de reestructuración de sectores económicos, mediante acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Con la nueva norma, esta excepción desaparece. En su lugar, se excluyen de la obligación de formular OPA parcial obligatoria las adquisiciones inferiores al 6% —siempre que los actuales socios de control ya posean más del 50% y no se incremente el número de consejeros designados por el adquirente— que se produzcan en el marco de una situación de control conjunto, cuando así haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia.

También quedan excluidos los supuestos en los que un sujeto adquiera una participación significativa como consecuencia de la conversión de créditos en acciones, a raíz de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal.

6.4. Otras novedades

La nueva norma permite que, entre la documentación que ha de acompañar al folleto de la OPA, los documentos acreditativos de la garantía de la oferta puedan presentarse dentro de los dos días hábiles siguientes a la notificación del acuerdo de suspensión de la negociación de los valores, en el supuesto de que la garantía se haya constituido mediante aval de entidad de crédito.

El Real Decreto 1197/1991 no contemplaba una regulación genérica de las ofertas sometidas a condición distinta de la aceptación de las mismas por un determinado número de valores, lo que creaba cierta inmovilidad en el mercado a través de operaciones de blindaje de los equipos directivos. Con la reforma, se permite someter la eficacia de las OPA a condiciones cuyo cumplimiento debe ser aprobado por los órganos sociales de la sociedad afectada, y obliga a que en el folleto se informe sobre las condiciones de la oferta.

Finalmente, se mejora también el régimen de OPA competitadoras. Así, se modifica el plazo en el que pueden ser presentadas, se suprime la exigencia de que la contraprestación sea dineraria y de que la mejora de los precios o volúmenes en las ofertas competitadoras deba ser, al menos, de un 5%. Además, la nueva norma establece que, una vez iniciado el plazo de aceptación de la última de las OPA compe-

CUADRO 1

RD 1197/1991, de 26 de julio	RD 432/2003, de 11 de abril
SUPUESTOS QUE OBLIGAN A REALIZAR OPA	
OPA sobre el 10% Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25% del capital de la sociedad.	Sin cambios.
OPA sobre el 10% Cuando ya se posea una participación en el capital de la sociedad igual o superior al 25%, pero inferior al 50%, y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6% en un período de 12 meses.	Sin cambios
No se contempla.	
OPA sobre el 75% Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada.	OPA sobre el 10% Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 25% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias: <i>a)</i> Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. <i>b)</i> Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior o se designe realmente en los dos años siguientes a la adquisición.
No se contempla.	OPA sobre el 100% Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada.
OPA sobre el 100% Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 50% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias: <i>a)</i> Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. <i>b)</i> Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior o se designe realmente en los dos años siguientes a la adquisición.	
SUPUESTOS EN LOS QUE NO ES OBLIGATORIA LA OPA	
Las adquisiciones que realicen los fondos de garantía de depósitos en establecimientos bancarios, cajas de ahorros o cooperativas de crédito, la comisión liquidadora de entidades aseguradoras u otras instituciones similares legalmente establecidas, en cumplimiento de las funciones que les atribuyen las disposiciones vigentes.	Sin cambios.
Las adquisiciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de derecho público previstas en la normativa vigente.	Sin cambios.
Cuando todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la sociedad.	Cuando todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la sociedad <i>o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de OPA</i> .
No se contempla.	Desaparece.
Las adquisiciones que se produzcan como consecuencia de la reordenación o reestructuración de sectores económicos cuando así lo acuerde a estos efectos la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos.	Las adquisiciones en las que, tratándose de una situación que haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, de acuerdo con la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, concurren simultáneamente las siguientes condiciones: <i>a)</i> Antes de producirse la adquisición, los socios que ejercen el control conjunto disponen conjuntamente de una participación en la sociedad superior al 50% y han designado entre ellos más de la mitad de los miembros de su órgano de administración. <i>b)</i> Como consecuencia de la adquisición, no se incrementará el número de consejeros designados por el adquirente. <i>c)</i> El aumento de la participación en el capital que ostenta el adquirente no supera el 6% en un período de 12 meses, sin que en ningún caso aquella pueda alcanzar o sobrepasar el 50%.
No se contempla.	En el supuesto de que un sujeto adquiera una participación significativa como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones por efecto de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal, siempre que el titular de dichos créditos sea el titular originario, y no por cesión de estos.

tidoras autorizada, se abra un período de modificación de ofertas en el que todos los oferentes previos pueden presentar en sobre cerrado una mejora del precio o bien extender la oferta a un número mayor de valores, o introducir otras mejoras acreditadas por experto independiente.

7. MODIFICACIÓN DEL FOLLETO INFORMATIVO PARA LA EMISIÓN DE WARRANTS

La Circular 2/1999, de 22 de abril (11), de la CNMV, por la que se aprueban determinados modelos de folletos de utilización en emisiones y ofertas públicas de valores, establece, entre ellos, los modelos de folleto necesarios para emitir *warrants*, siempre que el activo subyacente no sean las acciones propias del emisor, ni las de la sociedad dominante o matriz del grupo al que pertenezca el mismo. De este modo, la emisión de *warrants* sobre estos subyacentes solo podría llevarse a efecto mediante el registro de folletos individualizados o singulares, lo que exigía el registro de tantos folletos como emisiones pretendieran llevarse a cabo.

A fin de superar esta situación, se ha publicado la CCNMV 2/2003, de 18 de marzo (BOE de 16 de abril), de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la CCNMV 2/1999, en materia de folleto informativo para la emisión de *warrants*, que incluye los citados folletos cuando el activo subyacente sean las acciones propias de emisor. De este modo, se da respuesta a la evolución del mercado de *warrants*, que cada vez demanda más realizar emisiones sobre este tipo de subyacentes, todo ello con las cautelas oportunas, a fin de evitar movimientos anormales en el precio del subyacente.

8. MODIFICACIÓN DE LAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS DE BALANZA DE PAGOS, POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Y RESERVAS INTERNACIONALES

Los Estatutos del SEBC y del BCE dispusieron que este, asistido por los BCN, recopilara de las autoridades nacionales competentes distintas de los BCN, o directamente de los agentes económicos, la información estadística ne-

cesaria para cumplir las funciones del SEBC. Con este motivo, se publicó el Reglamento 2533/1998 del Consejo, de 23 de noviembre (12), sobre la obtención de información estadística por el BCE, que posteriormente fue desarrollado por la Orientación del BCE/2000/4, de 11 de mayo de 2000, sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas de balanza de pagos, planilla de reservas internacionales y estadísticas de posición de inversión internacional.

Recientemente, dicha Orientación ha sido sustituida por la *Orientación del BCE (BCE/2003/7), de 2 de mayo de 2003* (DOCE de 28 de mayo), sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales. Las novedades se centran en las exigencias de información estadística relativas a los flujos y saldos de inversiones de cartera y los flujos de renta conexos, ya que se establecen criterios comunes, detallados en el anexo VI de esta Orientación, de recopilación de esta información, que deberán aplicarse antes del 1 de julio de 2005. Asimismo, se prevé la puesta a disposición de los BCN en el futuro, aunque no se especifica una fecha concreta, y de las autoridades competentes distintas de los BCN dentro de los límites legales aplicables, de la base de datos centralizada de valores. Esta base de datos contribuirá especialmente a que se produzcan los datos de los nuevos desgloses sectoriales de la inversión de cartera que se recogen en los cuadros del anexo II. Estos desgloses deberán facilitarse a partir del 1 de julio de 2005. No obstante, si el sistema de la base centralizada de valores aún no fuera operativo el 31 de marzo de 2004, el plazo será de 15 meses contados desde que el Comité de Estadísticas informe al Consejo de Gobierno de que dicho sistema es operativo.

Al igual que en la normativa anterior, los datos requeridos sobre la balanza de pagos se facilitarán por períodos mensuales y trimestrales; los requeridos sobre las reservas internacionales se facilitarán a fecha de final del mes al que se refieran, y los datos sobre la posición de inversión internacional se facilitarán a fecha de final del año al que se refieran. Cabe resaltar, como novedad, en cuanto a los plazos de transmisión de datos, que se establece un calendario para facilitar al BCE las revisiones relativas a la balanza de pagos y la posición de inversión internacional de la zona del euro, que figura en el anexo IV de la Orientación.

(11) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1999, pp. 109 y 110.

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

Otra novedad de la norma es la referente a la cooperación con las autoridades competentes distintas de los BCN. En este sentido, cuando las fuentes de todos o parte de los datos sean autoridades competentes distintas de los BCN, estos establecerán las formas de cooperación apropiadas con esas autoridades para velar por que haya un mecanismo permanente de transmisión de datos que se ajuste a las normas del BCE, en particular en cuanto a la calidad de los datos, y a sus demás exigencias establecidas en la presente Orientación, salvo que la legislación nacional garantice ya el mismo resultado.

Cuando las fuentes de información estadística calificadas de confidenciales sean autoridades competentes distintas de los BCN, el BCE solo utilizará esa información para el desempeño de las funciones estadísticas relacionadas con el SEBC, salvo que el agente informador o la persona física o jurídica, entidad o sucursal que la haya facilitado, si es que puede determinarse, consienta expresamente en su uso para otros fines.

En relación con la cuenta financiera de la balanza de pagos, la renta conexa y la posición de inversión internacional, los BCN velarán por el mantenimiento y desarrollo de los conceptos, los métodos y la recopilación, elaboración, análisis y transmisión de los datos, en esos ámbitos.

9. DIRECTIVA RELATIVA A LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y A LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO (ABUSO DEL MERCADO)

La Directiva 89/592/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, fue uno de los primeros avances de una regulación coordinada a escala comunitaria para luchar más eficazmente contra las operaciones transfronterizas con información privilegiada.

La evolución técnica y financiera de los últimos años ha implicado mayores medios y oportunidades para el abuso del mercado a través de los nuevos productos, las nuevas tecnologías, las actividades transfronterizas e Internet, por lo que ha sido conveniente promulgar una nueva Directiva, que actualice y complete el actual marco jurídico comunitario de protección de la integridad del mercado frente a las prácticas de manipulación de precios y de difusión de información engañosa.

A tal efecto, se ha publicado la *Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003* (DOCE de 12 de abril), sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), que deroga a la anterior. Su objetivo es garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y, en consecuencia, aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados.

9.1. Ámbito de aplicación y definiciones

La Directiva deberá aplicarse a cualquier instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado de, al menos, un Estado miembro, o para el que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado, con independencia de si la operación realmente tiene lugar en ese mercado o no. En lo que se refiere al uso de información privilegiada, también será de aplicación a los instrumentos financieros no cotizados en un mercado regulado de un Estado miembro, cuando su valor sí dependa de un instrumento financiero cotizado.

No se aplicará a las operaciones efectuadas para ejecutar la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por parte de un Estado miembro, del Sistema Europeo de Bancos Centrales, de un BCN o de otro organismo oficialmente designado a tal efecto, o por parte de cualquier otra persona que actúe en nombre de estos. Tampoco se aplicará a las operaciones con acciones propias en programas de recompra ni, en los casos en que reglamentariamente se establezca, a las operaciones de estabilización de los instrumentos financieros.

A los efectos de esta Directiva, se considera *información privilegiada* toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros, o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.

Por su parte, la *manipulación de mercado* hace referencia a las transacciones o las órdenes para realizar operaciones que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de instrumentos financieros. También se considerará manipulación las transacciones u órdenes que aseguren el precio de

uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las transacciones o emitido las órdenes para realizar operaciones demuestre la legitimidad de sus razones y que estas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

Del mismo modo, puede considerarse manipulación de mercado las transacciones u órdenes de ejecución de operaciones que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación, así como cualquier difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información tenía tal carácter. En particular, la Directiva señala, como ejemplo, las siguientes conductas delictivas:

- 1) La actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un instrumento financiero, con el resultado de fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones de transacción no equitativas.
- 2) La venta o la compra de instrumentos financieros en el momento de cierre del mercado, con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre.
- 3) Aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un instrumento financiero (o, de modo indirecto, sobre su emisor) después de haber tomado posiciones sobre ese instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho instrumento, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de intereses a la opinión pública de manera adecuada y efectiva.

9.2. Medidas para preservar la integridad de los mercados

Los Estados miembros prohibirán a cualquier persona que posea información privilegiada utilizarla adquiriendo o cediendo, o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que se refiera dicha información. Esta prohibición se aplicará a cualquier persona que esté en posesión de esa información por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; por su participación en el capital del emisor; por tener acceso a la misma debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o debido a sus actividades delictivas.

No se aplicará a las transacciones realizadas en cumplimiento de una obligación, ya vendida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando esta obligación esté contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada.

Asimismo, los Estados miembros requerirán que los emisores, o las personas que actúan en su nombre o por cuenta de aquellos, confeccionen una *lista* de las personas que trabajan para ellas, en virtud de un contrato laboral o de otra forma, y que tienen acceso a información privilegiada. Por su parte, las personas que ejerzan responsabilidades de dirección en el seno de un emisor de instrumentos financieros y, en su caso, las personas que tengan un vínculo estrecho con ellas deberán, al menos, comunicar a la autoridad competente la existencia de operaciones efectuadas por su propia cuenta en relación con acciones de dicho emisor, o sobre instrumentos derivados u otros vinculados a ellos.

Igualmente, las personas que, en el marco de su actividad profesional, efectúen operaciones con instrumentos financieros, deberán avisar con la mayor brevedad a la autoridad competente cuando sospechen razonablemente que una operación puede constituir abuso de información privilegiada o manipulación de mercado. Finalmente, los Estados miembros deberán asegurarse de que quienes realicen o difundan análisis relativos a instrumentos financieros o sus emisores se comportan con diligencia razonable.

9.3. Obligaciones de los emisores de instrumentos financieros

Los Estados miembros garantizarán que los emisores de instrumentos financieros hagan pública cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a los mismos, y velarán por que estos hagan figurar en sus sitios de Internet, durante un período adecuado,

cualquier información privilegiada que deban publicar.

Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación pública de la información privilegiada para no perjudicar sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que pueda garantizarse la confidencialidad de esta información. Los Estados miembros podrán exigir que el emisor informe inmediatamente a la autoridad competente sobre su decisión de retrasar la divulgación pública de la información privilegiada.

Cuando un emisor o una persona que actúe en su nombre o por cuenta de aquel revele información privilegiada a un tercero en el normal ejercicio de su trabajo, su profesión o sus funciones, los Estados miembros exigirán que haga pública, en su integridad y de manera efectiva, tal información, debiendo hacerlo simultáneamente en el caso de revelación intencional, o bien prontamente en caso de revelación no intencional.

9.4. Cooperación y competencias de las autoridades supervisoras

La autoridad administrativa competente deberá estar dotada de todas las competencias de supervisión e inspección necesarias para el ejercicio de sus funciones, que ejercerá: directamente; en colaboración con otras autoridades u organismos de los mercados; bajo la responsabilidad de la autoridad competente, por delegación a dichas autoridades u organismos de los mercados, o mediante solicitud a las autoridades judiciales competentes.

Las competencias se ejercerán de conformidad con la normativa nacional e incluirán, al menos, las siguientes facultades: acceder a cualquier documento bajo cualquier forma, así como recibir una copia del mismo; requerir información de cualquier persona, inclusive de aquellas que intervienen sucesivamente en la transmisión de órdenes o en la realización de las operaciones en cuestión, así como de sus ordenantes, y, en caso necesario, citar e interrogar a una persona; realizar inspecciones *in situ*; solicitar registros existentes sobre tráfico de datos y sobre datos telefónicos; solicitar el cese de una práctica que sea contraria a lo dispuesto en aplicación de la presente Directiva; suspender la comercialización de los instrumentos financieros en cuestión; solicitar la congelación y/o el secuestro de activos; solicitar la prohibición temporal para ejercer una actividad profesional.

Todo ello se entenderá sin perjuicio de las disposiciones legales nacionales sobre el secreto profesional (13).

Por otro lado, las autoridades competentes cooperarán entre sí, siempre que sea necesario, en el cumplimiento de sus funciones, haciendo uso de los poderes conferidos por la presente Directiva o por su Derecho nacional. Las autoridades competentes prestarán asistencia a las de otros Estados miembros. En especial, intercambiarán información y colaborarán en actividades de investigación, aunque podrán negarse a dar curso a una solicitud de información en los siguientes casos: cuando la comunicación de la información pueda ir en perjuicio de la soberanía, la seguridad o el orden público del Estado miembro objeto de la solicitud; cuando se haya incoado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas ante las autoridades del Estado miembro objeto de la solicitud, o haya recaído sentencia firme sobre los mismos hechos y respecto de las mismas personas en el Estado miembro al que se dirige la solicitud.

Los Estados miembros garantizarán que se toman las medidas administrativas apropiadas o se imponen las sanciones administrativas contra quienes incumplan las disposiciones de la Directiva. Estas medidas deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasorias.

Por último, los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de esta Directiva antes del 12 de octubre de 2004, e informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

10. MEDIDAS DE REFORMA ECONÓMICA

Se ha publicado el *Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril (BOE de 26 de abril)*, de medidas de reforma económica, en el que se han adoptado una serie de medidas extraordinarias y urgentes de continuación con el proceso de reforma estructural. Seguidamente, se resumen algunas de las medidas más relevantes.

10.1. Medidas para mejorar el funcionamiento del mercado hipotecario

Uno de los ámbitos que requieren de urgente actuación lo constituye el mercado hipo-

(13) Estarán sujetas al secreto profesional todas las personas que trabajen o hayan trabajado para la autoridad competente o para cualquier autoridad u organismo de los mercados en los que haya delegado poderes la autoridad competente, incluidos los auditores o expertos encargados por esta. La información sujeta al secreto profesional solo podrá transmitirse a personas o autoridades, sean cuales fueren, en virtud de disposiciones legales.

CUADRO 2

<i>Ley 2/1994, de 30 de marzo</i>	<i>Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril</i>
SUBROGACIÓN PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS	
Supuestos	Supuestos
<ul style="list-style-type: none"> — Solo se podrá pactar la mejora de las condiciones del tipo de interés, tanto ordinario como de demora, inicialmente pactado o vigente. — En la escritura se expresarán, entre otras, las nuevas condiciones pactadas del tipo de interés. 	<ul style="list-style-type: none"> — Igual que el anterior, incorporando la ampliación del plazo del préstamo, por separado o conjuntamente con la mejora del tipo de interés. — Igual que el anterior, incorporando el plazo del préstamo, o ambos.
Beneficios fiscales	Beneficios fiscales
<ul style="list-style-type: none"> — Están exentas en la modalidad gradual de Actos Jurídicos Documentados. 	<ul style="list-style-type: none"> — Sin cambios.
Comisión por amortización anticipada	Comisión por amortización anticipada
<ul style="list-style-type: none"> — En los préstamos hipotecarios a interés variable, si se hubiese pactado una comisión de amortización anticipada igual o inferior al 1%, la comisión a percibir será la pactada. En los demás casos, será como máximo del 1%. 	<ul style="list-style-type: none"> — En los préstamos hipotecarios a interés variable, si se hubiese pactado una comisión de amortización anticipada igual o inferior al 0,50%, la comisión a percibir será la pactada. En los demás casos, como máximo el 0,50%.
NOVACIÓN PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS	
Supuestos	Supuestos
<ul style="list-style-type: none"> — Solo se podrá pactar la mejora de las condiciones del tipo de interés inicialmente pactado y vigente. Conjuntamente con esta mejora se puede pactar la alteración del plazo. 	<ul style="list-style-type: none"> — La modificación se refiere a las condiciones del tipo de interés inicialmente pactado o vigente, a la alteración del plazo del préstamo, o a ambas.
Beneficios fiscales	Beneficios fiscales
<ul style="list-style-type: none"> — Están exentas en la modalidad gradual de Actos Jurídicos Documentados. 	<ul style="list-style-type: none"> — Sin cambios.
Aranceles por cambio de tipo de interés	Aranceles por cambio de tipo de interés
<ul style="list-style-type: none"> — Para el cálculo de los honorarios notariales y registrales, se tomará como base la que resulte de aplicar al importe de la responsabilidad hipotecaria vigente el diferencial entre el interés del préstamo que se modifica y el interés nuevo. 	<ul style="list-style-type: none"> — Se toma como base el capital pendiente de amortizar y no la responsabilidad hipotecaria.
Aranceles y comisiones por ampliación del plazo del préstamo	Aranceles y comisiones por ampliación del plazo del préstamo
<ul style="list-style-type: none"> — No se contemplan. 	<ul style="list-style-type: none"> — En el caso de novaciones modificativas referidas exclusivamente a la alteración del plazo del préstamo se tomará como base el 1 por 1000 de la cifra del capital pendiente de amortizar en el momento de la novación. — En la comisión por ampliación del plazo del préstamo, la entidad acreedora no podrá percibir más del 0,1% de la cifra de capital pendiente de amortizar.

teario, para lo cual se han adoptado una serie de medidas para promover la competencia y atemperar la exposición de los prestatarios a los riesgos de tipos de interés, propios del mercado financiero. Para ello, se ha modificando la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, con el fin de mejorar las facilidades y el abaratamiento de las operaciones de novación y subrogación hipotecaria, así como promover el desarrollo y difusión de nuevos productos de aseguramiento de los riesgos de tipos de interés. A continuación, se destacan las novedades más relevantes con relación a la regulación anterior (véase en el cuadro 2 la comparación de ambas normas).

En primer lugar, se reducen los aranceles de notario y registrador tanto en las novacio-

nes (14) como en las subrogaciones (15), aplicándose las siguientes bonificaciones: 90% en aquellos casos en que se pase de un sistema de tipo de interés variable a uno de tipo fijo, y 75% en cualquier otra operación.

En las subrogaciones, por su parte, se permite modificar también el plazo del préstamo (y no solo el tipo de interés), lo que significa que este cambio, a diferencia de lo que ocurría hasta ahora, queda exento del pago del impuesto de Actos Jurídicos Documentados. Además, se

(14) La novación se produce cuando se pacta una modificación en las condiciones del préstamo. Mediante la novación se puede rebajar el tipo de interés, cambiar un tipo de interés fijo por otro variable, ampliar el plazo de amortización, etc.

(15) La subrogación se produce cuando se traslada el préstamo hipotecario a otra entidad de crédito.

reduce a la mitad la comisión máxima por amortización anticipada en los préstamos a tipo variable.

En las novaciones, se permite la alteración exclusiva del plazo del préstamo (anteriormente, la modificación de plazo solo se podía hacer si se mejoraba al mismo tiempo el tipo de interés), limitándose la comisión máxima por ampliación del mismo, y se establece la base para el cálculo de los aranceles cuando tal ampliación se produce.

Por último, se obliga a las entidades de crédito a informar a aquellos de sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos hipotecarios a tipo de interés variable sobre los instrumentos de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles o, en el caso de los nuevos clientes que soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable, a ofrecer, al menos, un instrumento de cobertura de riesgo de incremento del tipo de interés, cuyas características se harán constar en las ofertas vinculantes y en los demás documentos informativos previstos en las normas de ordenación y disciplina relativas a la transparencia de préstamos hipotecarios. El coste del instrumento de cobertura podrá deducirse fiscalmente.

10.2. Medidas dirigidas a impulsar la actividad y creación de pequeñas y medianas empresas

Se crea la figura de la *cuenta ahorro-empresa* en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), que se configura como una cuenta de ahorro de características muy similares a las de la actual cuenta ahorro-vivienda. Este incentivo fiscal nace para facilitar la creación de empresas mediante el fomento del espíritu emprendedor, con el fin de contribuir a estimular al ahorrador español, de modo que este reorienta su esfuerzo inversor hacia la creación y desarrollo de nuevos negocios, gracias a incentivos fiscales que potencian este tipo de ahorro.

En segundo lugar, se aumenta el número de empresas que podrá acceder a las ventajas fiscales de las entidades de reducida dimensión, al fijar el límite de entrada en una cifra neta de negocios inferior a los 6 millones de euros, cuando hasta la fecha el umbral se establecía en 5 millones de euros.

10.3. Impulso del mercado de arrendamiento de viviendas

Se articula en el Impuesto sobre Sociedades un régimen especial para las entidades

cuyo objeto social exclusivo sea el alquiler de viviendas. Se quiere así estimular el mercado inmobiliario de viviendas en alquiler y dar respuesta a la necesidad social de contar con un parque de viviendas en alquiler, hoy muy limitado.

El régimen especial beneficiará a quienes ofrezcan en alquiler viviendas que, por sus dimensiones y precios de alquiler, vayan destinadas a los sectores de poder adquisitivo medio o bajo, y se concreta en una bonificación de la cuota impositiva que resulte de la aplicación del régimen general. De esta bonificación se beneficiarán los rendimientos obtenidos en la actividad de arrendamiento de viviendas y las ganancias derivadas de su enajenación, bajo determinadas condiciones. La bonificación se incrementa en el supuesto de viviendas alquiladas que cumplen un mayor papel social en los términos definidos por la norma (16), supuesto que se complementa con la tributación de la adquisición de dichas viviendas al tipo super-reducido del IVA.

10.4. Medidas fiscales de fomento a la inversión

En primer lugar, para incrementar las disponibilidades de capital de las empresas, se ofrece la posibilidad de aumentar el ritmo de amortización, elevando en un 10% los coeficientes máximos de amortización fijados en las tablas autorizadas para los contribuyentes del IRPF y del Impuesto sobre Sociedades. La medida se introduce con carácter temporal, como corresponde a la finalidad estimuladora que persigue, y sin perjuicio de una futura revisión de las tablas oficiales de amortización.

En segundo lugar, se avanza en la línea ya emprendida de estimular fiscalmente a quienes participan de manera activa en la mejora del medio ambiente. Así, la deducción por inversiones en adquisición de bienes nuevos destinados al aprovechamiento de energías renovables pasa a ser aplicable por cualquier entidad, eliminando la actual limitación a favor de las de reducida dimensión. Esta novedad se aprovecha para reorganizar las deducciones por inversiones en defensa o protección del medio ambiente en el Impuesto sobre Sociedades, que se agrupan en un nuevo artículo de la Ley de dicho tributo.

(16) Como, por ejemplo, que el contrato de arrendamiento incorpore una opción de compra y, además, en el caso de viviendas que no estén calificadas como de protección oficial o declaradas protegidas, que la renta anual inicial que deba satisfacer el arrendatario no exceda del resultado de aplicar un 4% al precio legal máximo de venta de las viviendas protegidas en arrendamientos.

En tercer lugar, y en la misma línea de potenciación del uso de las energías renovables, se habilita a los ayuntamientos, en el marco de la normativa reguladora de las haciendas locales, para establecer una bonificación en la cuota del Impuesto sobre Bienes Inmuebles por las instalaciones de sistemas para el aprovechamiento térmico o eléctrico de la energía proveniente del sol, para consumo de los titulares de la vivienda o de sus ocupantes.

En cuarto lugar, se extiende el ámbito objetivo de la deducción por actividades de investigación, desarrollo e innovación tecnológica, a las actividades de generación de *software* avanzado que faciliten el acceso de personas discapacitadas a los servicios de la sociedad de la información, lo que mejorará la integración social y laboral de estas personas y contribuirá a reactivar la demanda de este tipo de productos.

10.5. Otras medidas

Se introducen un conjunto de medidas de mejora de la acción protectora de la Seguridad Social de los trabajadores por cuenta propia o autónomos, y de fomento de su actividad. Así, en el caso de menores de 30 años de edad y de mujeres mayores de 45, se prevé, a opción del interesado, una minoración temporal en la cotización para quienes se incorporan por vez

primera al régimen especial de trabajadores autónomos. Asimismo, se hace extensivo a los trabajadores por cuenta propia incluidos en los regímenes especiales agrario y de los trabajadores del mar la exoneración de cuotas prevista en la actualidad para los trabajadores autónomos mayores de 65 años, que continúen en el ejercicio de su actividad. Finalmente, se establecen bonificaciones del 100% en las cuotas empresariales por contingencias comunes respecto a la cotización de trabajadoras que se reincorporen a su trabajo tras la maternidad y se amplían las bonificaciones existentes en la actualidad por la contratación temporal de mujeres minusválidas.

Finalmente, con objeto de seguir perfeccionando el modelo español de defensa de la competencia en materia de control de concentraciones, se establece la publicidad inmediata del informe-dictamen del Tribunal de Defensa de la Competencia, desde el momento de su recepción por el Ministro de Economía, para su elevación al Gobierno. Con ello, el dictamen del principal órgano consultivo en materia de control de concentraciones será conocido antes de la decisión final por parte del Consejo de Ministros, mejorando la transparencia, eficacia y predictibilidad de este instrumento en la vigilancia de la competencia.

3.7.2003.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de junio de 2003

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	26,41	30,32	26,41
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	2,00	15,87	15,00	15,87	15,00
BBVA BANCO DE FINANCIACIÓN	-	-	-	-	-
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	-	33,18	29,00	32,31	29,00
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	3,55	31,33	-	23,88	-
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	6,00	10,62	-	19,00	-
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS	4,00	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	7,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GALICIA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGTO	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	-	-	-	-	-
INDUSTRIAL DE BILBAO	-	-	-	-	-
INVERSIS NET	-	-	-	-	-
LIBERTA	-	-	-	-	-
MADRID	3,75	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 30 de junio de 2003

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
PATAGON BANK	-	9,76	9,35	9,76	9,35
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	26,41	30,32	26,41
SABADELL BANCA PRIVADA, S.A.	6,00	30,32	26,41	30,32	26,41
SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT.	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CONSUMER FINANCE	6,00	33,18	29,00	33,18	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	7,00	33,18	29,00	32,31	29,00
VALENCIA	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO	6,00	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i>	<i>5,74</i>	<i>26,94</i>	<i>25,06</i>	<i>26,89</i>	<i>25,04</i>
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.	-	-	-	-	-
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.	4,52	10,62	-	10,62	-
AMÉRICA, N.A., S.E.	1,98	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	3,50	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.	2,75	13,18	13,00	13,18	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

(Continuación) 3

Situación al día 30 de junio de 2003

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.	-	-	-	-	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	6,00	13,52	-	13,75	-
DRESDNER BANK A.G., S.E.	3,65	10,62	10,09	10,62	10,09
EDMOND ROTHSCHILD EUROPE, S.E.	-	4,37	-	-	-
ESPIRITO SANTO	4,75	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROHYPO A.G., S.E.	-	-	-	-	-
FCE BANK PLC, S.E.	3,92	10,62	-	4,18	-
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.	2,63	10,57	10,30	3,03	3,00
ING BANK N.V., S.E.	-	-	-	-	-
INTESA S.P.A., S.E.	6,00	10,62	-	-	(3,00)
INVERSIÓN	3,75	19,56	18,00	19,56	18,00
JOHN DEERE BANK	-	-	-	-	-
JP MORGAN BANK	2,50	10,62	10,14	10,62	10,14
JP MORGAN CHASE BANK, S.E.	2,50	10,62	10,14	10,62	10,14
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.	3,50	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
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.	4,00	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.	4,20	-	-	-	-
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.	2,80	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.	3,00	24,32	-	(2,02)	-
UBS ESPAÑA	4,57	10,62	10,14	10,62	10,14
UCABAIL, S.E.	2,35	-	-	-	-
URQUIJO	2,00	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>	4,56	16,27	16,95	17,83	17,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,15	21,80	21,77	23,19	22,32

(Continuación) 4

Situación al día 30 de junio de 2003

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	4,50	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	3,90	19,00	-	-	(8,00)
CANARIAS INSULAR	5,50	27,44	25,00	19,82	18,50
CASTILLA-LA MANCHA	4,50	23,30	-	23,30	-
CATALUNYA	4,25	25,00	22,94	25,00	22,94
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	2,27	15,43	-	(7,19)	-
EXTREMADURA	3,97	19,17	18,00	20,69	18,00
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	3,75	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	3,75	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	5,75	22,50	20,47	22,50	20,47
MEDITERRÁNEO	4,25	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	4,50	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	5,00	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
TERASSA	4,59	21,34	-	21,34	-
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>		4,84	21,81	20,32	21,94
					20,02

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

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

CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACIÓN EN EL «BOE»
3/2003, de 24 de junio	Entidades de crédito. Modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.	7 de julio de 2003
4/2003, de 24 de junio	Entidades miembros del SNCE-Sistema Nacional de Intercambios. Norma SNCE-004-Subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente; Implementación del nuevo procedimiento de transmisión de imágenes en sustitución de la entrega de facsímiles; Incorporación de nuevos documentos (pagos domiciliados); Entidades miembros del SNCE-Sistema Nacional de Intercambios. Norma SNCE-007-Subsistema general de efectos de comercio: Incorporación de nuevos documentos (pagos domiciliados); Régimen de pagos con Cuba.	7 de julio de 2003

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 19 de junio y el 18 de julio de 2003

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0230	ACTIVOBANK, S.A.	30.06.2003	BAJA POR CAMBIO DE OBJETO SOCIAL CON CESIÓN DEL NEGOCIO BANCARIO A BANCO DE SABADELL, S.A. (0081).
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3018	SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO, CAJA RURAL SAN AGUSTÍN DE FUENTE-ALAMO	19.06.2003	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA RURAL REGIONAL SAN AGUSTÍN FUENTE ÁLAMO MURCIA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO.
<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)			
BT RENTAL AB		19.06.2003	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: SUECIA.
LGT BANK IN LIECHTENSTEIN AG		20.06.2003	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LIECHTENSTEIN.
<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1113	BANQUE SUDAMERIS	09.07.2003	BAJA POR CIERRE.
SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA			
9808	SOCIEDAD NAVARRA DE GARANTÍA RECÍPROCA (SONAGAR, S.G.R.)	20.06.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE ARRIETA, 21.- 31002 PAMPLONA (NAVARRA).
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4442	MEDITERRÁNEA DE TASACIONES, S.A.	25.06.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE LOS MADRAZOS, 20 (PL. 4).- 28014 MADRID.
4444	LKS TASACIONES, S.A.	15.07.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A POLÍGONO INDUSTRIAL BASABE, EDIFICIO FO (PL. 2 - OF. 12).- 20550 ARETXABAleta (GUIPÚZCOA).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 19 de junio y el 18 de julio de 2003

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS		
0109	BANCO DEL DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL, S.A.	FUSIÓN.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS		
1471	ROYAL BANK OF CANADA EUROPE LIMITED, SUCURSAL EN ESPAÑA	CIERRE.

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.pdf>) 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*

	<u>Páginas</u>
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) (según CBE 8/1990, hasta la entrada en vigor de la CBE 4/2002)	59*
9.3 bis. Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. Según CBE 4/2002 (véase nota de novedades del <i>Boletín estadístico</i> de junio de 2003)	60*
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro	61*
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)

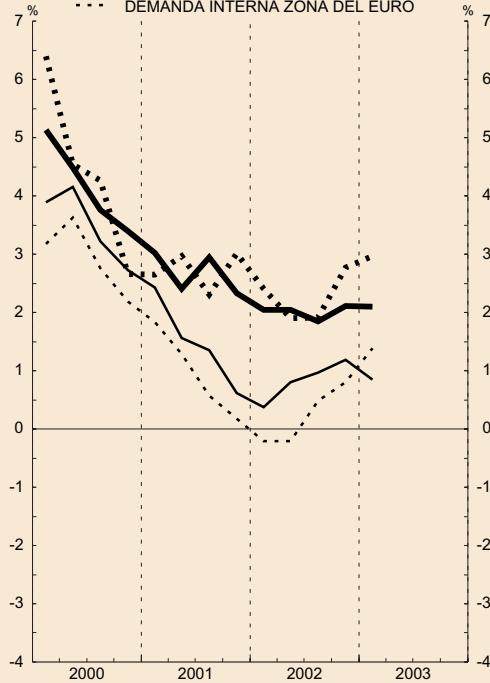
■ Serie representada gráficamente.

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
00	4,2	3,5	3,9	2,5	5,0	2,1	5,7	4,9	4,4	2,9	10,1	12,5	10,6	11,3	609	6 453
01	2,7	1,5	2,5	1,8	3,1	2,2	3,2	-0,6	2,7	1,0	3,4	3,1	3,5	1,8	652	6 840
02	2,0	0,8	1,9	0,5	3,8	2,7	1,4	-2,6	2,2	0,2	1,4	1,3	2,2	-0,4	694	7 063
00 /	5,1	3,9	4,5	2,5	5,4	2,0	6,2	6,1	6,4	3,2	7,6	12,8	11,8	11,0	149	1 589
//	4,5	4,2	4,8	3,3	5,7	2,3	6,6	5,7	4,5	3,6	10,4	12,5	10,3	11,3	151	1 608
/I	3,8	3,2	3,1	2,5	5,0	1,9	5,7	4,1	4,3	2,8	10,3	12,2	11,6	11,3	154	1 621
/IV	3,4	2,7	3,4	1,9	4,1	2,3	4,2	3,7	2,7	2,2	11,7	12,6	8,7	11,5	156	1 636
01 /	3,0	2,4	2,1	2,2	3,1	2,1	5,0	1,9	2,6	1,8	10,3	8,8	8,5	7,4	159	1 693
//	2,4	1,6	2,3	1,8	2,7	2,1	3,9	-0,2	3,0	1,3	4,5	4,4	6,2	3,8	162	1 706
/I	2,9	1,4	3,0	1,7	3,2	2,5	2,6	-1,6	2,3	0,6	1,6	1,6	-0,2	-0,5	165	1 714
/IV	2,3	0,6	2,7	1,6	3,4	2,0	1,5	-2,3	3,0	0,2	-2,2	-2,4	0,1	-3,7	166	1 727
02 /	2,0	0,4	2,3	0,4	3,7	2,6	0,8	-3,0	2,4	-0,2	-2,8	-2,7	-1,4	-4,5	169	1 746
//	2,0	0,8	1,8	0,2	3,4	3,0	1,0	-3,3	1,9	-0,2	-1,6	1,1	-1,8	-1,7	172	1 758
/I	1,8	1,0	1,5	0,6	3,9	2,9	1,5	-2,5	1,9	0,5	4,2	3,1	4,3	1,9	175	1 775
/IV	2,1	1,2	1,9	1,0	4,2	2,5	2,4	-1,7	2,8	0,8	5,9	3,7	7,7	2,7	178	1 784
03 /	2,1	0,8	2,1	1,5	4,3	1,9	2,9	-2,3	3,0	1,4	5,5	3,1	8,0	4,8	180	1 797

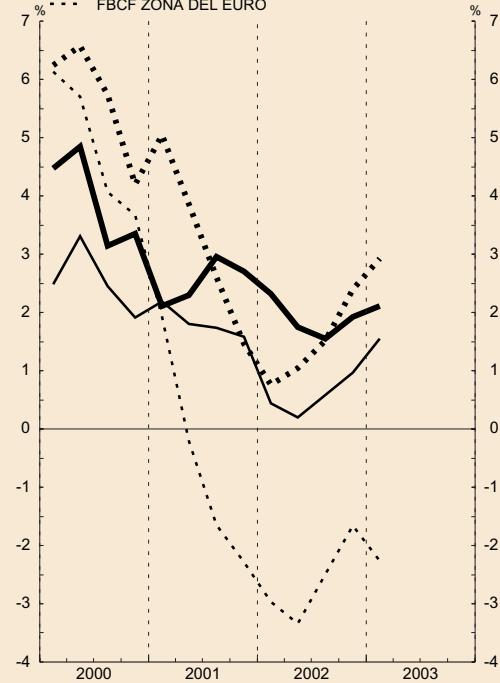
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual

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



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

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



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

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

(b) Zona del euro, consumo privado.

(c) Zona del euro, consumo público.

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

(e) Miles de millones de euros.

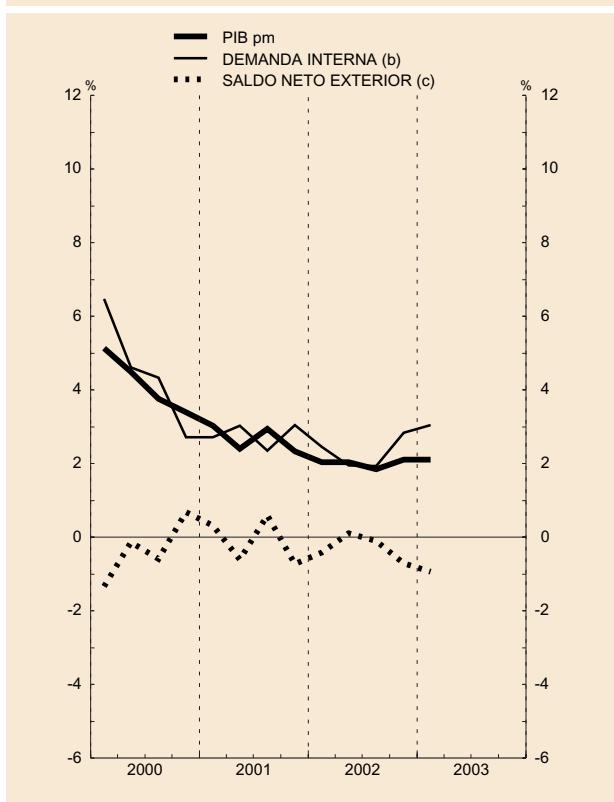
1.2. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle (a)

■ Serie representada gráficamente.

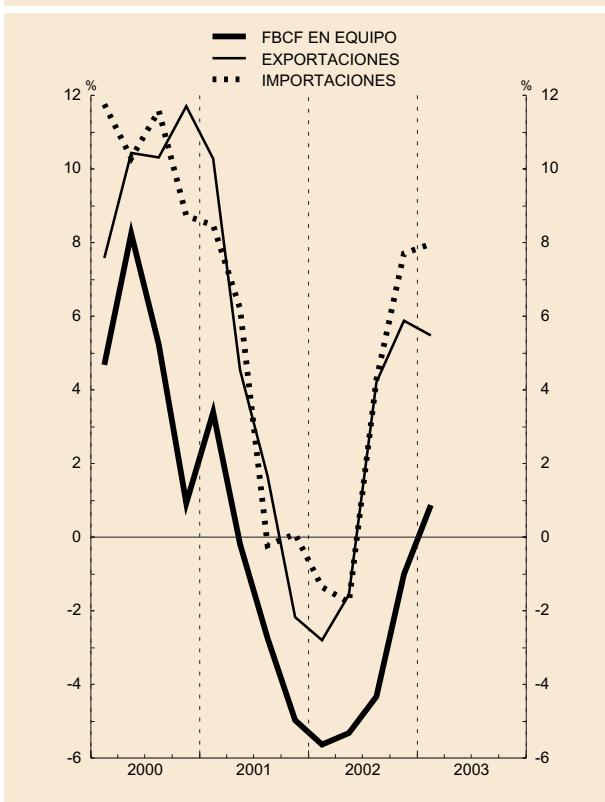
Tasas de variación interanual

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

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)

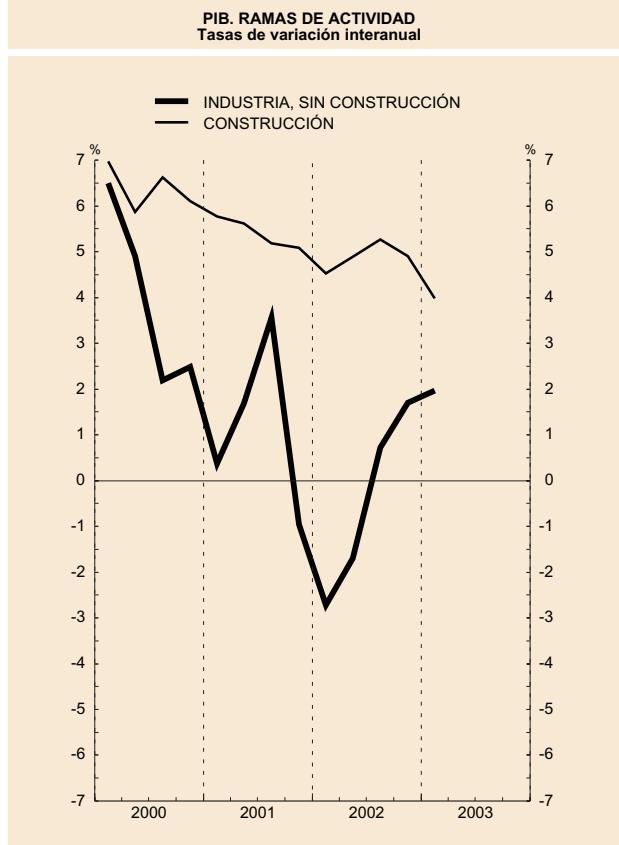
■ Serie representada gráficamente.

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

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

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

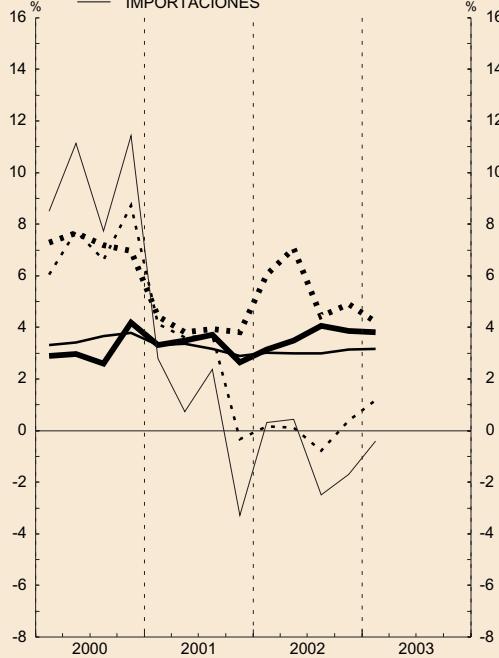
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Componentes de la demanda										Ramas de actividad					
	Consumo final de los hogares y de las ISFLSH	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital				Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas de actividad				Construcción	Ramas de los servicios	De los que Servicios de mercado
			Del cual			Total				Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales				
			Bienes de equipo	Construcción	Otros productos											
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
02	P	3,6	3,0	5,6	1,0	6,8	3,4	-0,0	-0,9	4,4	3,2	5,5	4,1	5,7	3,9	4,4
00 I	P	2,9	3,3	7,3	4,1	9,0	7,2	6,0	8,5	3,3	-1,0	-1,0	1,9	8,3	3,2	3,1
//	P	3,0	3,4	7,7	4,8	9,6	7,3	7,7	11,1	3,2	-8,0	0,7	3,0	8,9	3,1	3,0
///	P	2,6	3,7	7,2	4,6	9,1	6,7	6,6	7,7	3,6	0,4	1,8	2,2	8,7	3,6	3,6
/IV	P	4,2	3,8	7,0	3,9	8,6	6,1	8,7	11,4	3,9	6,6	3,6	0,8	8,6	4,2	4,4
01 I	P	3,3	3,3	4,4	2,2	6,0	3,9	4,1	2,8	4,0	-0,4	3,0	3,4	6,4	4,4	4,7
//	P	3,5	3,4	3,8	1,1	5,1	3,8	3,6	0,7	4,5	14,4	3,7	2,3	5,9	4,9	5,2
///	P	3,7	3,2	3,9	0,5	5,4	3,1	3,7	2,4	4,1	12,2	3,7	0,7	5,7	4,5	4,9
/IV	P	2,7	2,9	3,8	0,4	5,1	3,5	-0,3	-3,3	4,1	4,9	3,3	2,6	4,9	4,1	4,6
02 I	P	3,2	3,0	6,0	0,7	5,9	3,5	0,2	0,3	3,9	7,2	6,1	2,9	5,6	3,5	3,8
//	P	3,5	3,0	7,1	0,9	6,5	2,6	0,1	0,4	4,2	4,4	6,0	4,0	5,2	3,7	4,2
///	P	4,1	3,0	4,4	0,9	6,9	3,4	-0,8	-2,5	4,6	0,7	4,0	5,2	5,4	4,1	4,7
/IV	P	3,9	3,1	4,9	1,3	7,8	4,0	0,4	-1,7	4,8	0,9	5,9	4,2	6,5	4,1	4,7
03 I	P	3,8	3,2	4,2	1,5	8,8	6,9	1,2	-0,4	4,5	1,3	5,7	3,5	7,2	4,1	4,7

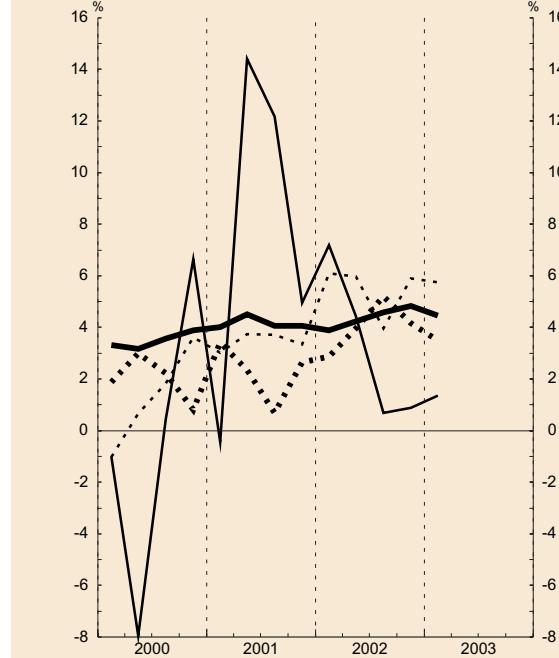
PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual

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



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual

- PIBpm
- AGRICULTURA
- INDUSTRIA
- ENERGÍA



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

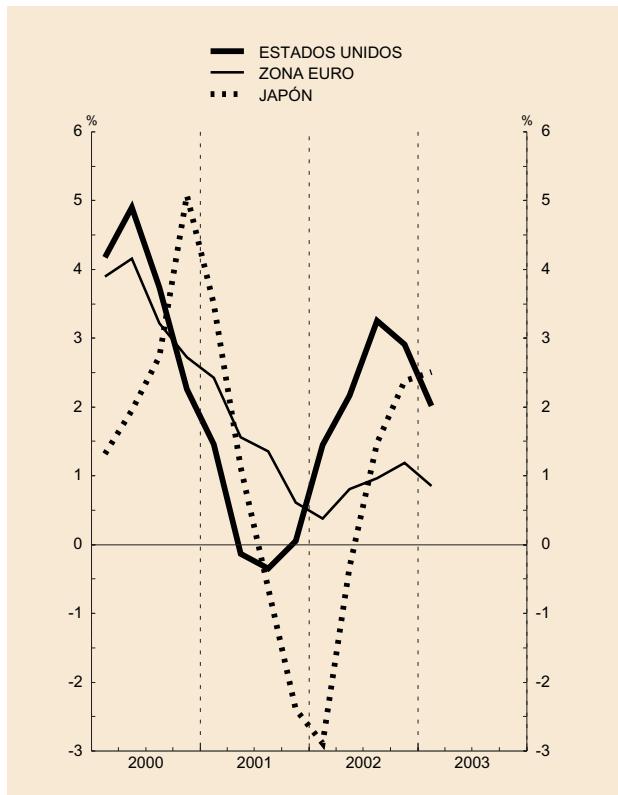
2.1. Producto interior bruto a precios constantes. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

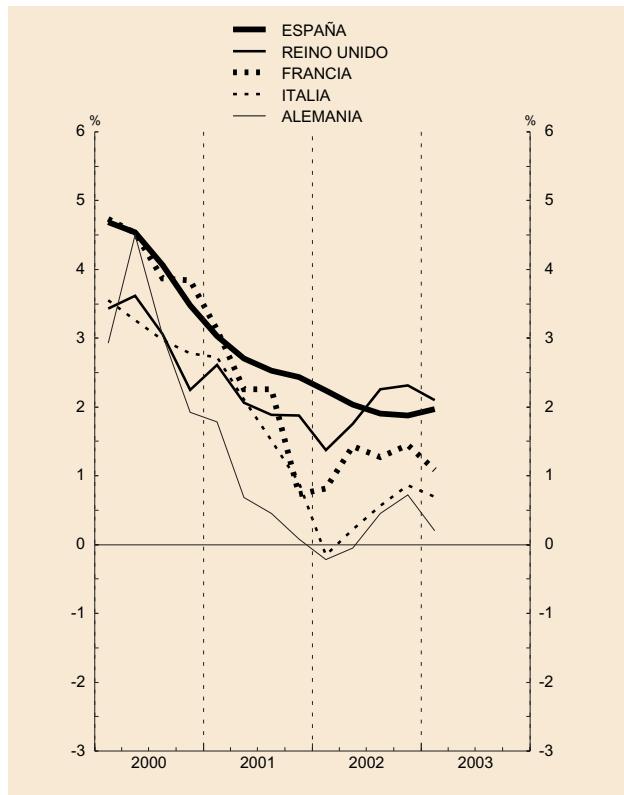
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
00	3,9	3,5	3,5	3,1	4,2	3,8	4,2	3,1	2,8	3,1
01	0,8	1,6	1,5	0,7	2,7	0,3	2,1	1,8	0,4	2,1
02	1,7	1,0	0,8	0,2	2,0	2,4	1,2	0,4	0,1	1,9
00 /	4,0	3,8	3,9	2,9	5,1	4,2	4,7	3,6	1,3	3,4
//	4,5	4,1	4,2	4,5	4,5	4,9	4,5	3,3	1,9	3,6
/III	3,8	3,2	3,2	3,0	3,8	3,7	3,9	3,0	2,7	3,1
/IV	3,1	2,7	2,7	1,9	3,4	2,3	3,8	2,8	5,1	2,2
01 /	2,2	2,4	2,4	1,8	3,0	1,5	3,1	2,7	3,5	2,6
//	0,8	1,6	1,6	0,7	2,4	-0,1	2,3	2,1	1,1	2,1
/III	0,2	1,4	1,4	0,4	2,9	-0,4	2,3	1,5	-0,6	1,9
/IV	0,1	0,8	0,6	0,1	2,3	0,1	0,7	0,9	-2,4	1,9
02 /	0,6	0,6	0,4	-0,2	2,0	1,4	0,8	-0,2	-2,9	1,4
//	1,5	1,0	0,8	-0,0	2,0	2,2	1,4	0,2	-0,3	1,8
/III	2,4	1,2	1,0	0,4	1,8	3,3	1,3	0,6	1,5	2,3
/IV	2,1	1,4	1,2	0,7	2,1	2,9	1,4	0,9	2,4	2,3
03 /	...	1,1	0,8	0,2	2,1	2,0	1,1	0,7	2,5	2,1

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



Fuentes: BCE, INE y OCDE.

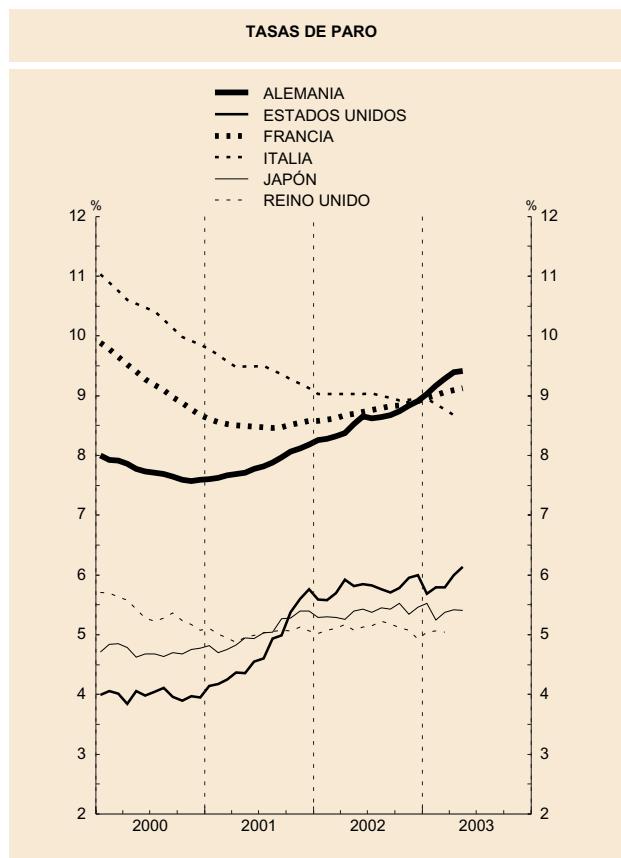
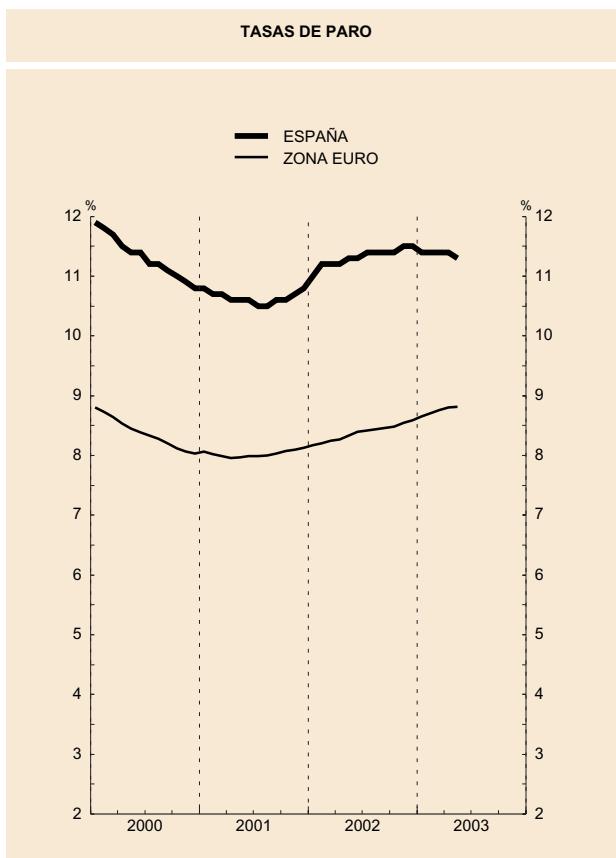
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. Tasas de paro. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

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



Fuentes: BCE y OCDE.

2.3. Precios de consumo. Comparación internacional (a)

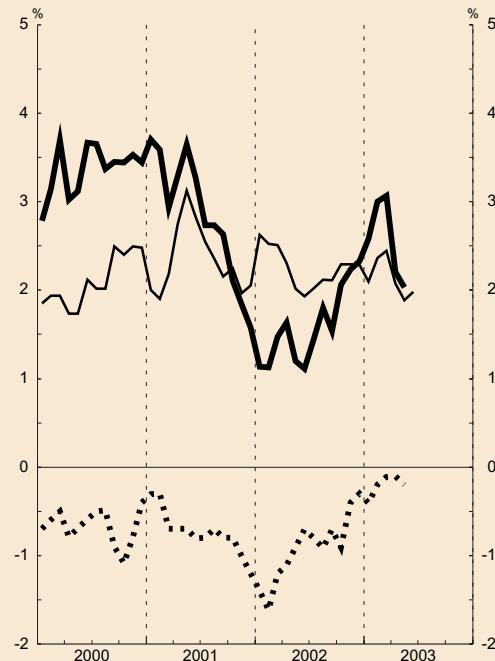
■ Serie representada gráficamente.

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

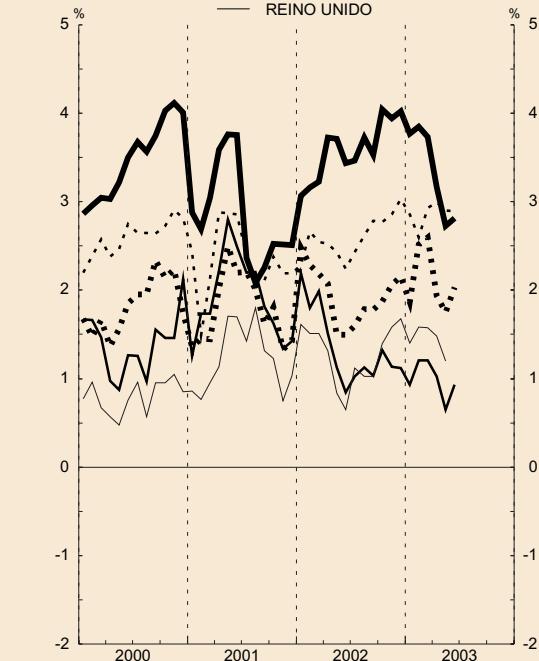
PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual

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.

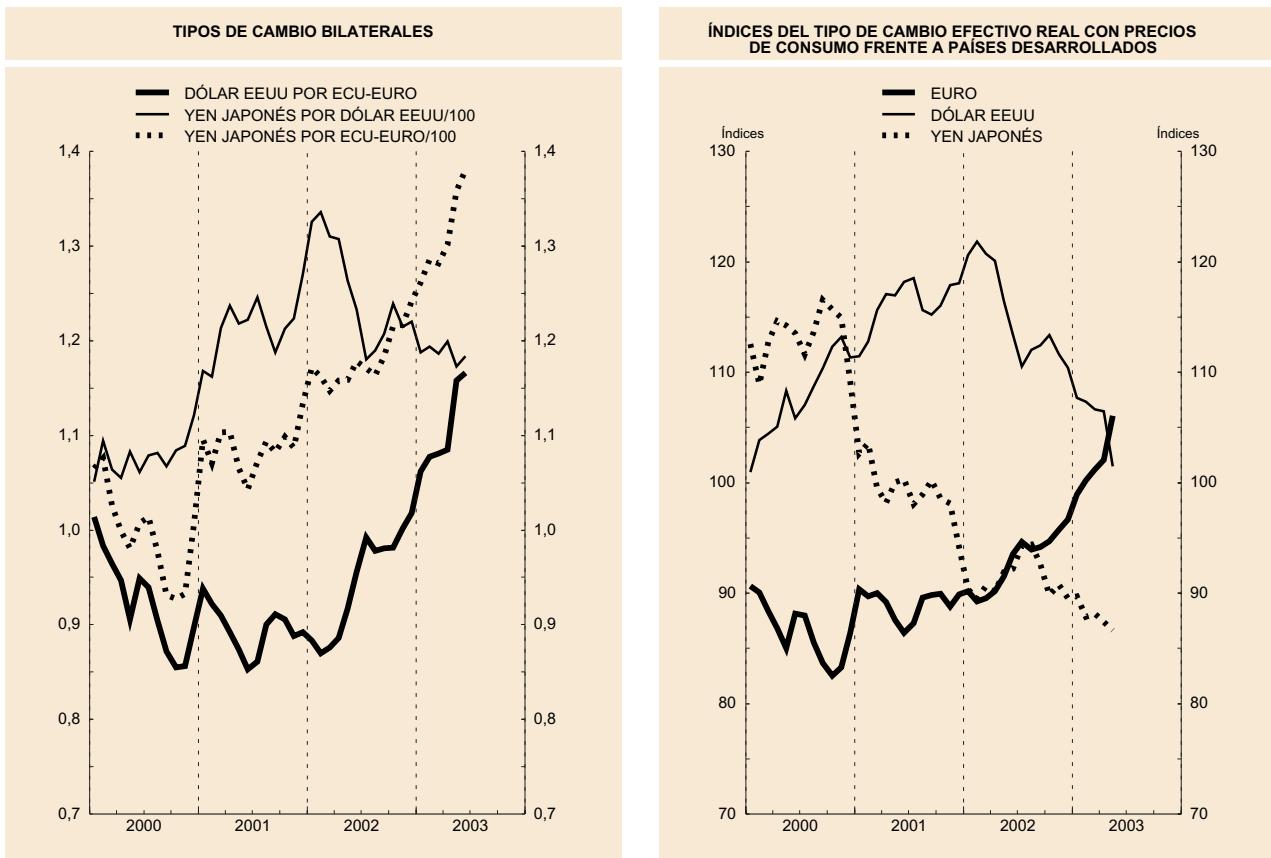
(a) Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

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/ECU	Yen japonés por euro/ECU	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
00	0,9239	99,52	107,76	85,7	105,0	118,0	86,5	107,6	113,2	87,1	106,1	111,5
01	0,8955	108,76	121,50	87,3	111,8	106,9	89,0	116,1	99,3	89,2	112,5	99,9
02	0,9454	118,08	125,18	90,0	110,5	101,1	92,9	115,3	91,4	92,6	109,5	94,4
02 E-J	0,8981	116,25	129,57	88,0	114,1	100,0	90,7	118,8	90,8	90,4	112,9	93,8
03 E-J	1,1051	131,15	118,71	99,2	100,1	98,7	101,7	105,9	88,0	101,4	102,6	91,1
02 Abr	0,8858	115,81	130,75	87,2	115,0	99,6	90,2	120,1	90,1	89,8	114,3	93,0
May	0,9170	115,86	126,36	88,6	111,8	101,3	91,5	116,4	91,9	90,9	110,7	94,7
Jun	0,9554	117,80	123,33	90,6	108,8	101,8	93,5	113,4	92,2	93,0	107,9	95,1
Jul	0,9922	117,11	118,05	91,7	105,9	104,5	94,6	110,5	94,3	94,1	104,9	97,6
Ago	0,9778	116,31	118,96	91,1	107,3	104,5	94,0	112,0	94,4	93,9	106,2	97,5
Sep	0,9808	118,38	120,71	91,2	107,6	102,8	94,2	112,4	92,6	94,2	107,3	95,3
Oct	0,9811	121,57	123,92	91,7	108,4	100,0	94,7	113,4	89,8	94,4	108,5	92,5
Nov	1,0014	121,65	121,49	92,5	106,8	101,0	95,7	111,7	90,8	95,1	106,2	93,9
Dic	1,0183	124,20	122,00	93,6	106,0	99,8	96,7	110,4	89,6	96,8	104,7	92,7
03 Ene	1,0622	126,12	118,74	95,8	103,0	100,5	98,9	107,7	89,7	99,1	102,9	92,5
Feb	1,0773	128,60	119,38	97,1	102,2	99,3	100,2	107,4	87,8	100,1	103,2	90,6
Mar	1,0807	128,16	118,61	97,9	101,4	99,9	101,2	106,7	88,1	100,2	102,9	90,6
Apr	1,0848	130,12	119,95	98,6	101,3	98,6	102,1	106,4	87,4	101,7	101,2	90,5
May	1,1582	135,83	117,28	102,5	96,6	97,7	106,0	101,5	86,7	105,8	...	...
Jun	1,1663	138,05	118,37	102,9	96,0	96,3	...	...	...	...	...	...



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.

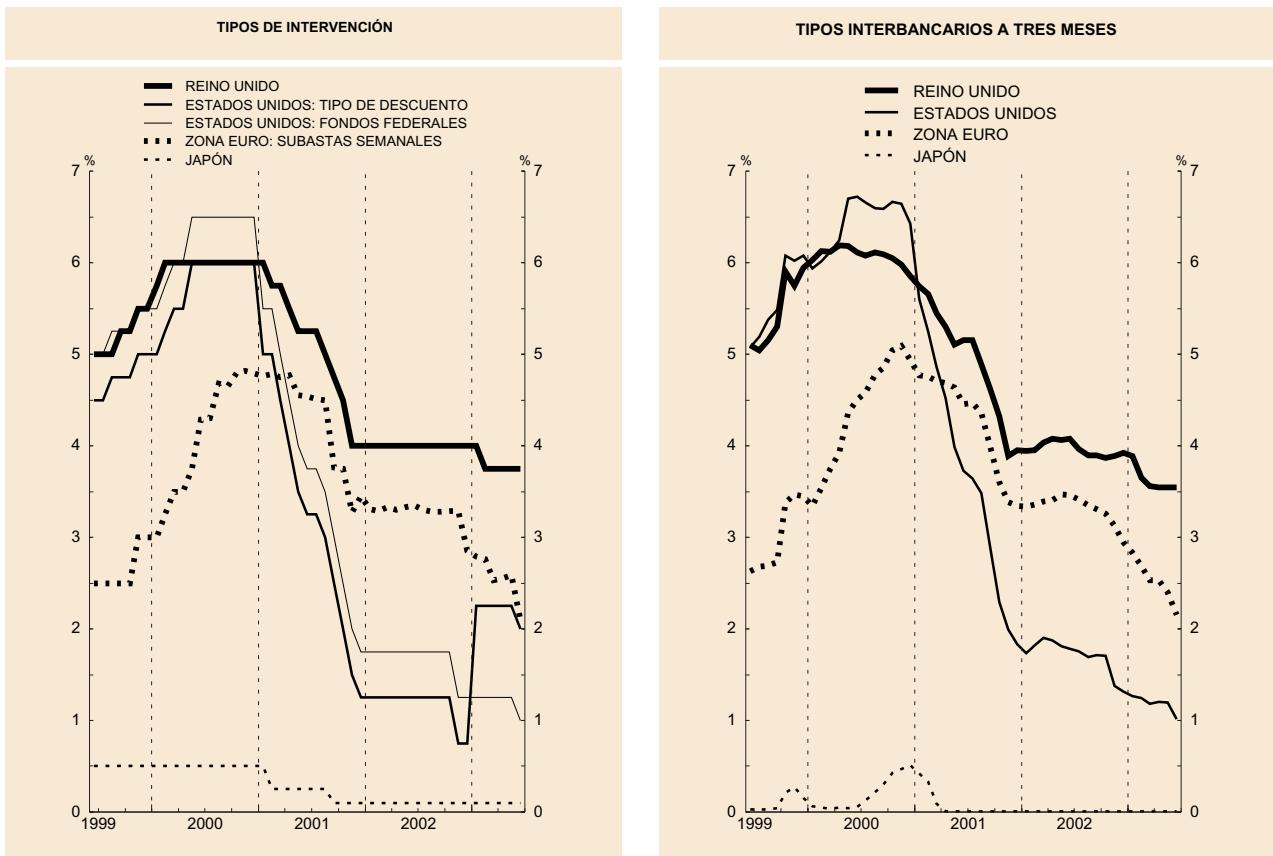
(c) La metodología utilizada en la elaboración de estos índices aparece en el recuadro 5 del Boletín mensual del BCE de octubre de 1999.

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 (b)	Fondos federales (c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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
02	2,75	0,75	1,67	0,10	4,00	2,21	3,42	3,32	-	-	1,71	-	-	0,01	3,96
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
03 Ene	2,75	2,25	1,25	0,10	4,00	1,88	3,01	2,83	-	-	1,27	-	-	0,01	3,89
Feb	2,75	2,25	1,25	0,10	3,75	1,81	2,86	2,69	-	-	1,24	-	-	0,01	3,65
Mar	2,50	2,25	1,25	0,10	3,75	1,73	2,71	2,53	-	-	1,18	-	-	0,01	3,56
Abr	2,50	2,25	1,25	0,10	3,75	1,74	2,71	2,53	-	-	1,20	-	-	0,01	3,55
May	2,50	2,25	1,25	0,10	3,75	1,70	2,59	2,40	-	-	1,20	-	-	0,01	3,54
Jun	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,53	2,38	2,15	-	-	1,02	-	-	0,01	3,55



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

- (a) Operaciones principales de financiación.
- (b) Desde enero de 2003 Primary Credit rate.
- (c) Tipos de interés de intervención (Discount rate).

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

■ Serie representada gráficamente.

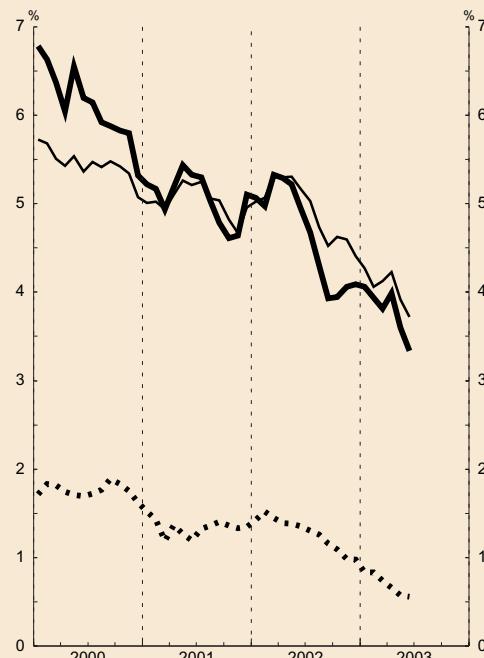
Porcentajes

	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
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
02	4,27	4,92	4,92	4,80	4,96	4,65	4,88	5,04	1,27	4,93
02 Ene	4,48	4,96	5,02	4,87	5,05	5,07	4,95	5,12	1,43	4,98
Feb	4,49	5,03	5,07	4,93	5,11	4,97	5,01	5,21	1,52	5,01
Mar	4,73	5,27	5,32	5,18	5,34	5,33	5,25	5,42	1,45	5,29
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
03 Ene	3,70	4,29	4,27	4,19	4,24	4,06	4,23	4,38	0,84	4,43
Feb	3,57	4,08	4,06	3,96	4,01	3,94	4,01	4,16	0,83	4,24
Mar	3,53	4,14	4,13	4,02	4,04	3,82	4,11	4,19	0,74	4,32
Abr	3,64	4,28	4,23	4,17	4,19	3,99	4,23	4,32	0,66	4,48
May	3,33	3,96	3,92	3,84	3,88	3,60	3,90	3,98	0,57	4,21
Jun	3,14	3,78	3,72	3,65	3,69	3,34	3,70	3,78	0,56	4,06

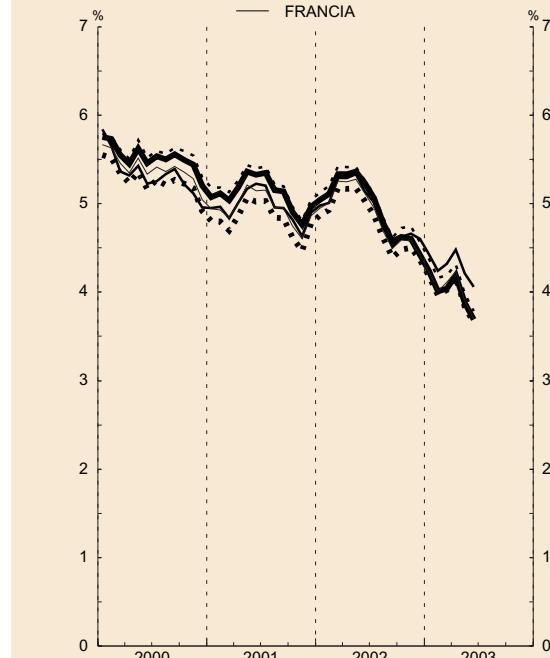
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS

ESTADOS UNIDOS
ZONA EURO
JAPÓN



ESPAÑA
REINO UNIDO
ALEMANIA
ITALIA
FRANCIA



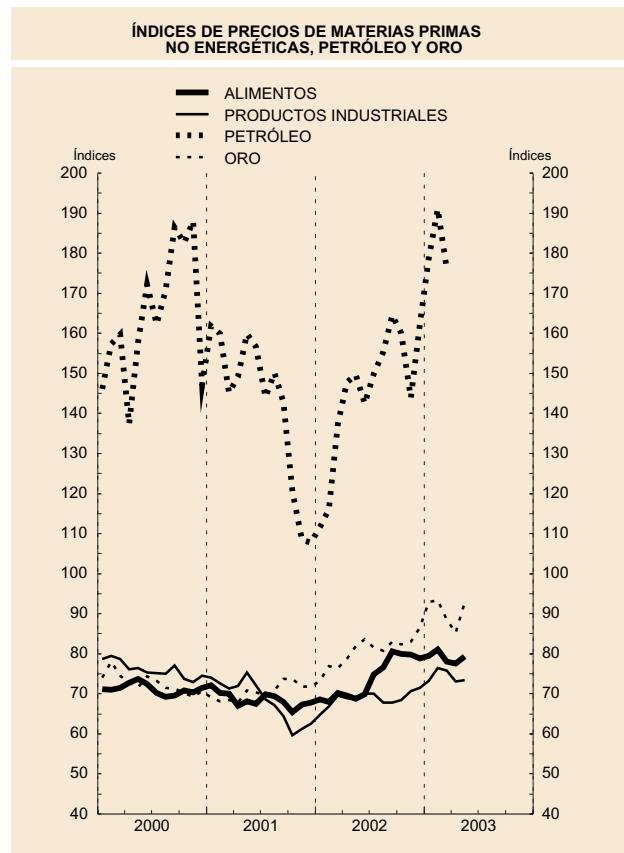
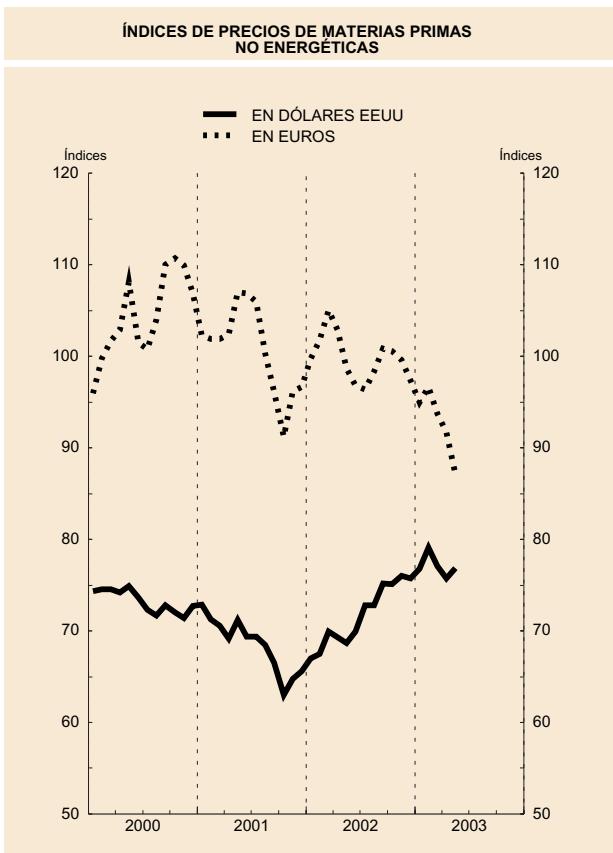
Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro							
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadouni- denses por onza troy	Euros por gramo					
		General	General	Alimentos	Productos industriales												
					Total	Agrícolas no alimen- ticios	Metales										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11							
00	104,4	73,3	71,2	76,1	70,3	80,9	163,9	28,5	72,6	279,0	9,68						
01	100,7	68,5	68,6	68,4	65,4	70,9	142,1	24,6	70,5	271,1	9,74						
02	99,8	71,7	73,8	68,8	69,7	68,0	145,2	25,0	80,7	310,0	10,55						
02 E-M	101,6	68,5	69,0	67,8	67,0	68,4	132,7	23,0	77,4	297,6	10,79						
03 E-M	92,8	77,1	79,0	74,3	77,4	71,8	...	29,0	90,6	348,0	10,24						
02 Feb	101,8	67,5	67,9	66,9	66,0	67,6	116,0	20,4	76,9	295,5	10,91						
Mar	105,0	69,9	70,2	69,6	69,2	70,0	137,4	23,7	76,4	293,7	10,79						
Abr	102,9	69,3	69,6	68,9	68,7	69,1	147,8	25,7	78,7	302,4	10,97						
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	10,77						
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	155,5	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	10,47						
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	143,9	24,3	83,0	319,1	10,24						
Dic	97,4	75,7	78,8	71,5	74,0	69,4	162,1	28,2	86,6	332,6	10,51						
03 Ene	95,0	76,8	79,4	73,2	75,8	70,9	178,7	31,3	92,9	356,9	10,80						
Feb	96,7	79,1	81,0	76,4	79,6	73,7	191,1	32,7	93,4	359,0	10,70						
Mar	93,7	77,1	78,0	75,8	79,0	73,0	176,2	30,3	88,7	340,6	10,13						
Abr	91,7	75,8	77,5	73,1	77,8	69,3	...	25,0	85,3	327,7	9,72						
May	87,1	76,8	79,4	73,4	75,0	72,0	...	25,8	92,7	356,2	9,89						



Fuentes: The Economist, FMI , BCE y BE.

(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.

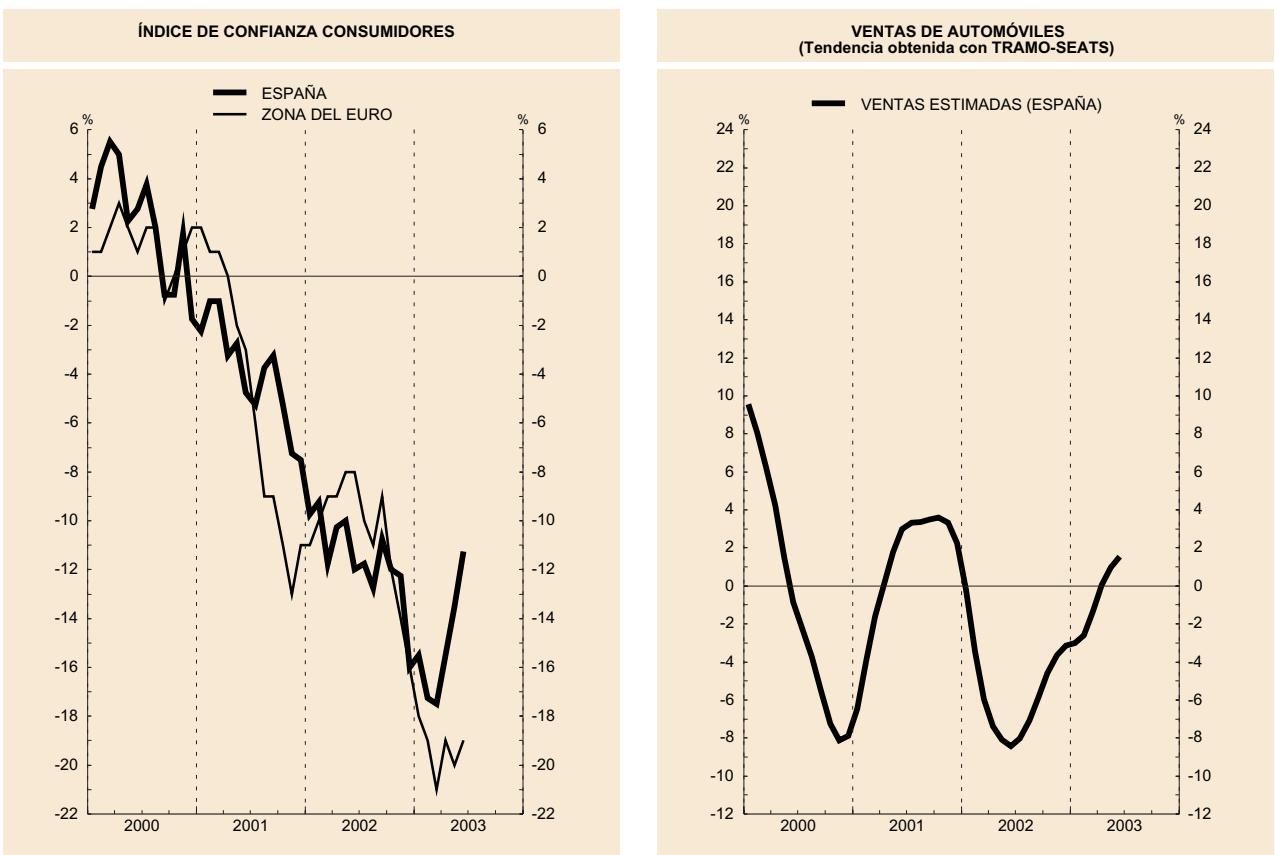
(c) Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 en el mercado de Londres.

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		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)			Pro memoria: zona del euro índice deflactado			
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista	Índice de confianza del comercio minorista	Índice de confianza consumidor				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	
00	2	5	7	3	1	-0	-2,4	-3,6	-1,8	-1,9	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	1,6	
02	P	-12	-7	-1	-2	-11	-16	-7,3	-7,0	-6,6	5,7	2,2	7,9	1,7	2,8	0,1	
02 E-J	P	-11	-6	-	-3	-9	-17	-11,1	-10,2	-9,2	5,4	2,1	6,9	2,2	2,1	-0,1	
03 E-J	A	-15	-12	-3	-2	-19	-16	3,0	-1,1	-0,8	...	...	...	...	...	...
02 Jul	P	-12	-10	-	-4	-10	-17	-6,1	-4,4	-6,0	6,9	3,4	10,6	1,4	4,9	0,8	
Ago	P	-13	-9	-2	-3	-11	-16	-9,1	-7,7	-10,1	4,1	0,5	11,0	2,8	-0,8	0,6	
Sep	P	-11	-5	-	-2	-9	-17	-1,8	-1,9	-4,1	7,6	4,0	8,2	-0,9	8,0	0,1	
Oct	P	-12	-6	-	-	-12	-16	0,5	-0,2	0,3	8,1	3,9	9,7	2,7	4,7	1,8	
Nov	P	-12	-4	-	-1	-14	-14	-8,3	-10,5	-8,6	-1,2	7,6	3,6	11,0	2,7	4,3	-0,7
Dic	P	-16	-13	-4	-3	-16	-16	8,2	2,8	7,0	6,1	2,8	-1,2	2,8	-2,2	-0,6	-1,2
03 Ene	P	-16	-13	-3	-5	-18	-19	-2,1	-2,1	-5,6	6,1	2,3	9,5	0,7	3,1	2,6	
Feb	P	-17	-15	-4	-	-19	-13	-4,5	-1,2	-6,6	6,1	2,2	7,9	0,6	3,1	1,1	
Mar	P	-18	-18	-4	-3	-21	-18	8,0	19,8	-5,0	0,6	4,6	0,9	3,4	-2,6	3,3	-1,2
Abr	P	-16	-12	-2	1	-19	-17	8,1	-3,7	6,8	-3,9	5,5	2,3	8,2	0,9	3,1	2,1
May	P	-14	-8	-2	-4	-20	-13	-4,7	-5,9	-5,5	6,1	3,3	10,6	1,3	4,4	...	
Jun	A	-11	-7	-	-3	-19	-14	11,8	-7,7	9,7	0,8	...	...	...	...	...



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.

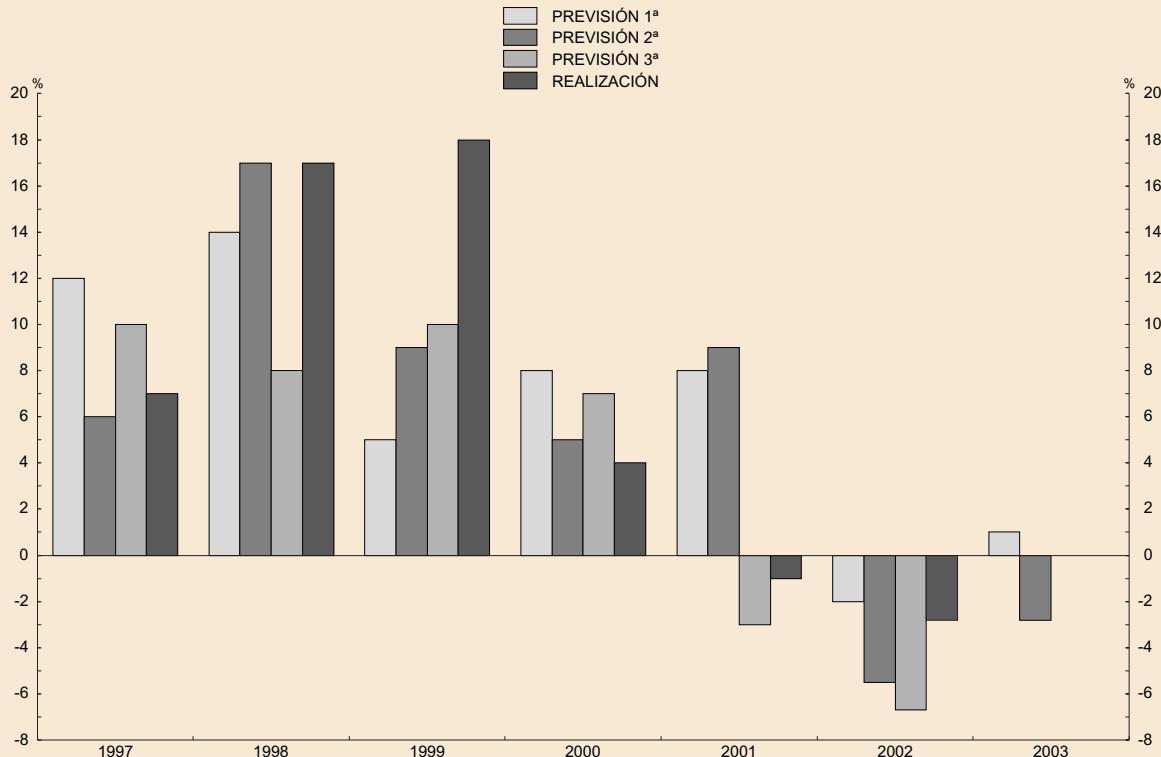
3.2. Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España

■ 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
98	17	14	17	10
99	18	5	9	8
00	4	8	5	10
01	-1	8	9	7
02	-3	-2	-6	-3
03	...	1	-3	-7

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



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

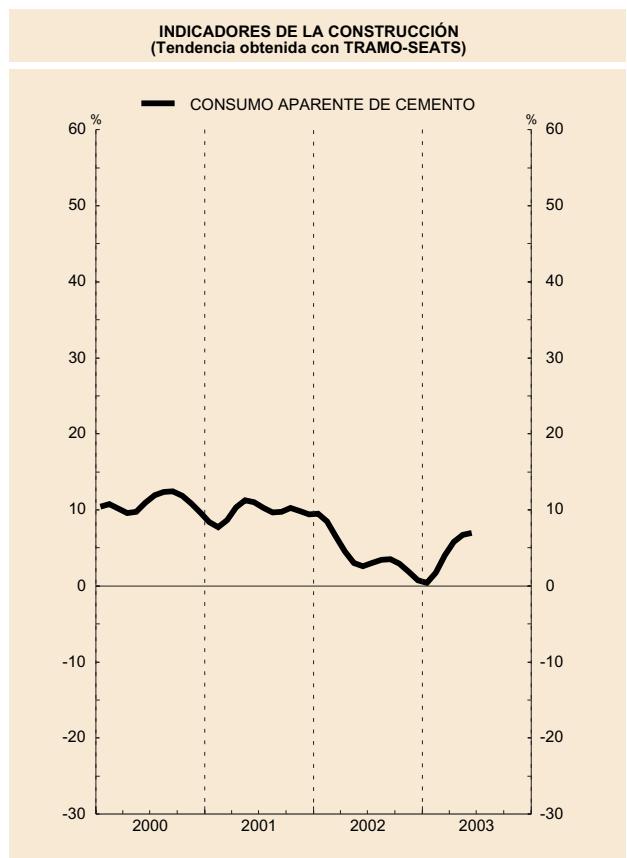
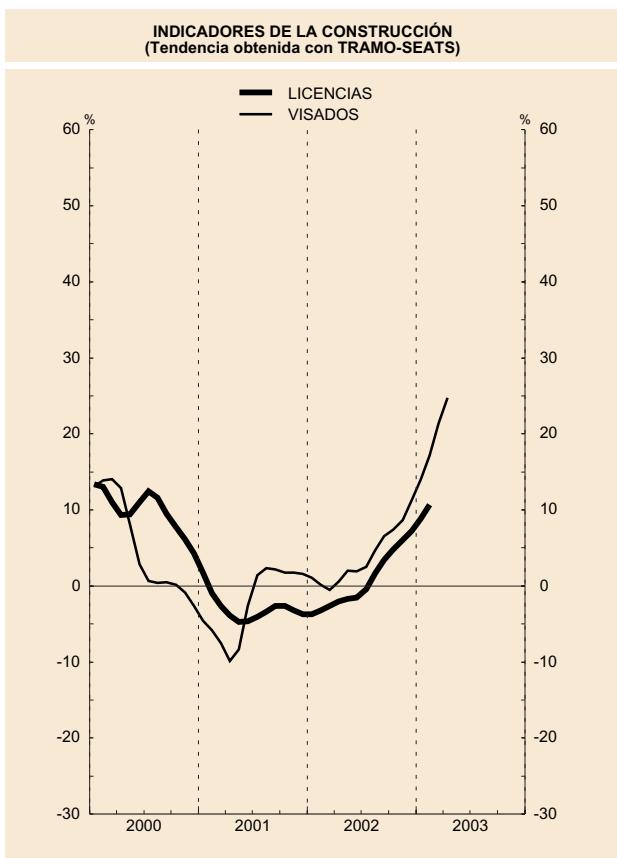
Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

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	En el mes		Acumulada en el año	Total	Edificación		
		Residencial	Vivienda			Vivienda	Residencial		Residencial	No residencial			Residencial	No residencial	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
00	10,6	10,1	10,0	13,1	5,1	3,9	11,0
01	-3,7	-7,7	-8,3	14,6	-2,2	-5,5	9,7
02	-0,3	2,8	3,4	-11,7	3,0	4,1	13,0	13,0	-2,2	-15,2	3,9	3,4	19,8	4,7	
02 E-J	-4,6	-3,2	-2,2	-10,2	-0,4	0,4	8,8	8,8	3,0	-35,7	67,9	25,6	11,9	5,0	
03 E-J	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3,9
02 Mar	-9,9	-11,5	-11,1	-3,5	-15,6	-19,1	51,7	39,1	3,2	-8,2	75,1	5,9	80,0	-6,7	
Abr	4,8	10,2	9,5	-14,2	8,9	20,3	34,7	37,9	107,6	71,4	311,0	120,1	10,4	17,7	
May	0,1	9,7	11,9	-29,3	6,6	6,6	5,4	29,7	45,4	-2,7	7,4	63,5	-11,0	0,3	
Jun	-12,4	-12,2	-12,6	-13,4	-4,4	-3,0	-34,3	8,8	-64,7	-87,7	-38,7	-39,4	-0,8	-3,8	
Jul	-11,5	-4,5	-2,5	-32,0	0,8	2,9	50,2	19,1	38,3	60,5	-32,8	28,6	54,0	9,9	
Ago	12,8	9,7	8,8	25,8	2,7	5,5	-29,5	10,4	-35,6	18,5	177,4	-44,6	-26,7	-1,2	
Sep	7,3	3,5	3,7	24,9	15,3	18,2	-38,8	4,7	1,0	-54,2	53,3	33,4	-50,4	8,8	
Oct	9,3	16,5	14,6	-16,3	7,5	13,5	2,6	4,4	47,3	289,7	19,3	5,9	-10,0	4,2	
Nov	3,2	6,3	6,6	-8,0	-3,2	-3,7	52,6	8,6	-38,0	-58,8	-74,7	-29,4	110,8	-0,9	
Dic	6,6	20,4	21,4	-37,3	21,0	15,2	58,5	13,0	-31,8	-49,1	-25,6	-24,9	113,8	4,6	
03 Ene	7,4	14,4	12,6	-15,7	14,3	21,1	8,6	8,6	32,2	199,8	1 103,8	-30,1	-1,3	-5,1	
Feb	14,3	14,1	14,6	14,9	10,6	11,9	13,3	10,3	8,9	-19,9	18,9	26,7	16,2	-2,3	
Mar	...	...	...	...	27,7	36,5	71,3	31,6	0,0	72,1	9,4	-15,0	95,1	19,8
Abr	...	...	...	...	26,3	21,6	...	...	...	...	...	...	...	-1,4
May	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3,0
Jun	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	10,5



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

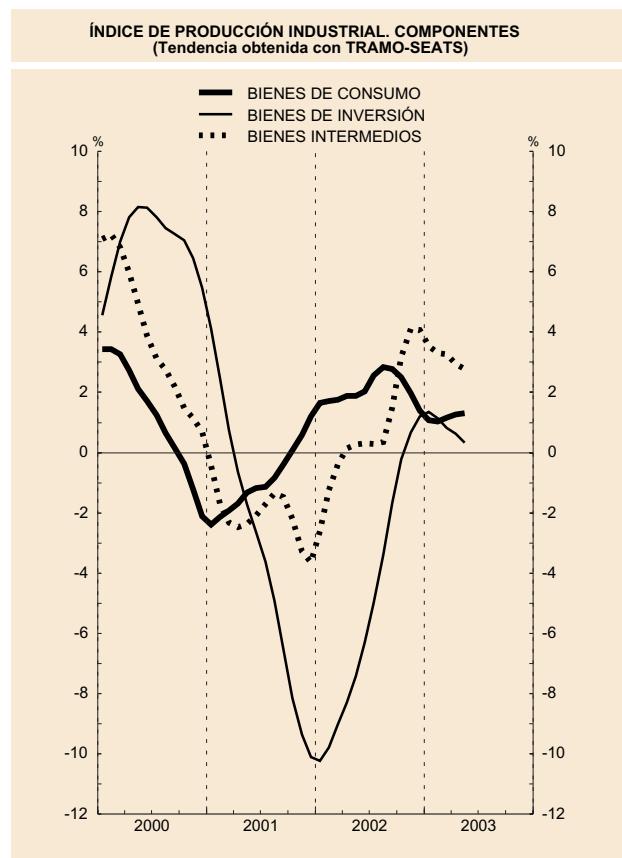
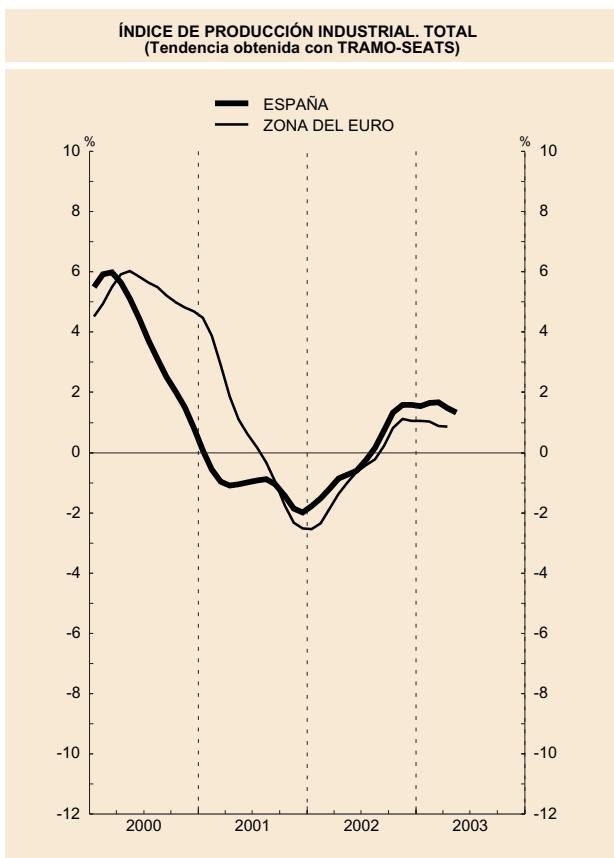
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

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					
	Total		Serie original	T ₁₂	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual	Por destino económico de los bienes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Total	Manufacturas	Consumo	Inversión	Intermedios	
00	MP	100,0	4,0	0,8	6,8	3,7	7,0	1,1	3,3	8,6	5,3	5,6	2,0	8,5	5,9		
01	MP	98,8	-1,2	-0,7	-3,3	-2,1	3,0	-3,2	-2,0	4,3	0,4	0,3	0,5	1,4	-0,6		
02	MP	98,9	0,1	2,3	-4,9	1,4	0,0	-0,5	0,4	0,0	-0,6	-0,7	-0,6	-2,1	0,3		
02 E-M	MP	100,3	-1,1	1,8	-10,3	-0,1	3,6	0,7	-1,9	4,1	-2,0	-2,4	...	-4,8	-1,2		
03 E-M	MP	101,2	1,0	0,1	-0,3	2,3	0,9	-1,9	1,1	0,3	0,5	0,1	...	-0,1	1,1		
02 Feb	P	97,6	-0,9	1,6	-9,9	1,1	2,2	7,0	-1,4	2,2	-3,3	-3,8	-1,3	-6,7	-2,4		
Mar	P	95,7	-10,6	-10,0	-21,3	-8,9	-0,4	-6,7	-12,1	0,3	-2,0	-3,3	-1,4	-5,7	-0,8		
Abr	P	103,8	11,4	15,8	4,4	11,2	11,8	8,4	11,0	12,5	-0,7	0,1	-0,7	-1,6	0,4		
May	P	105,3	-2,0	0,7	-10,5	-0,2	-1,7	-4,4	-2,3	-2,0	-0,8	-1,3	-0,2	-3,7	0,3		
Jun	P	99,9	-5,2	-3,7	-14,6	-3,5	1,5	-8,0	-6,0	1,2	-0,5	-1,0	-1,6	-1,1	-0,6		
Jul	P	108,0	3,6	7,4	-3,1	5,3	0,8	6,3	3,9	1,2	0,6	0,4	-0,9	-0,2	1,4		
Ago	P	70,6	-3,4	3,0	2,9	-6,7	-5,4	-12,2	0,1	-6,7	-0,7	-0,8	-1,7	-1,3	-0,1		
Sep	P	101,3	2,4	4,7	-0,1	3,7	-2,2	3,9	2,9	-2,0	0,1	0,0	-0,7	-1,8	1,7		
Oct	P	111,8	5,1	5,9	4,0	6,5	-0,1	3,2	5,5	0,3	1,3	1,0	0,4	0,2	1,6		
Nov	P	103,7	0,3	-1,5	2,9	3,1	-5,9	-0,8	1,2	-5,4	2,8	3,4	1,9	3,9	4,3		
Dic	P	90,6	3,5	3,0	10,4	7,9	-5,3	-4,5	7,0	-7,3	-0,6	0,2	-0,8	-0,1	1,3		
03 Ene	P	98,9	-0,1	-0,3	-2,5	1,7	-2,0	-6,5	0,3	-2,9	1,2	0,9	-1,0	0,9	2,5		
Feb	P	99,3	1,7	-	0,7	2,9	4,6	-1,0	1,1	8,7	2,1	1,0	-0,5	2,5	1,3		
Mar	P	105,0	9,7	8,7	11,6	12,1	3,3	8,3	10,9	1,6	0,0	0,5	-1,2	-0,5	1,4		
Abr	P	99,1	-4,5	-5,0	-6,7	-4,1	-1,2	-7,5	-4,5	-3,4	0,7	-0,3	0,3	-1,4	1,6		
May	P	103,9	-1,3	-1,9	-3,3	-0,4	0,3	-2,1	-1,2	-1,8	-1,3	-1,6	-2,3	-1,7	-0,9		



Fuentes: INE y BCE.

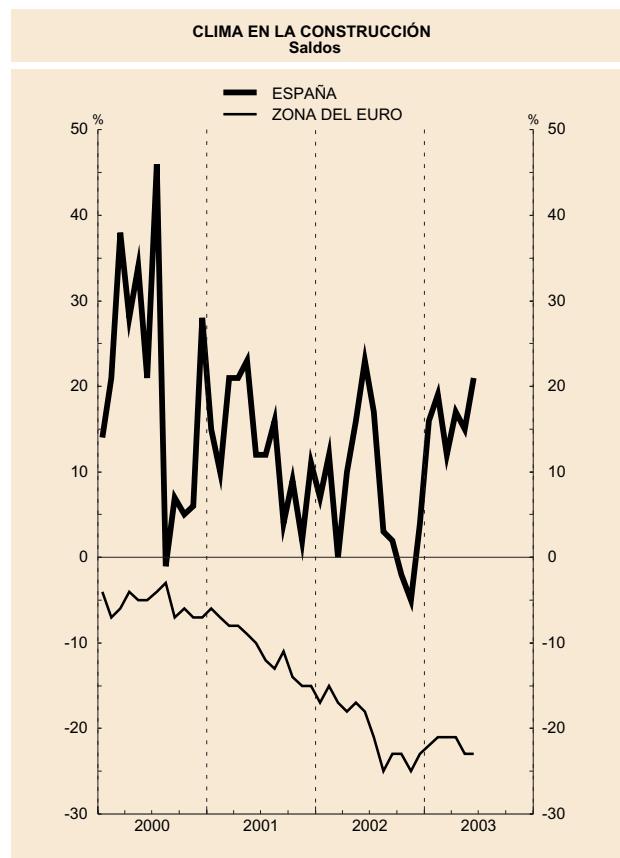
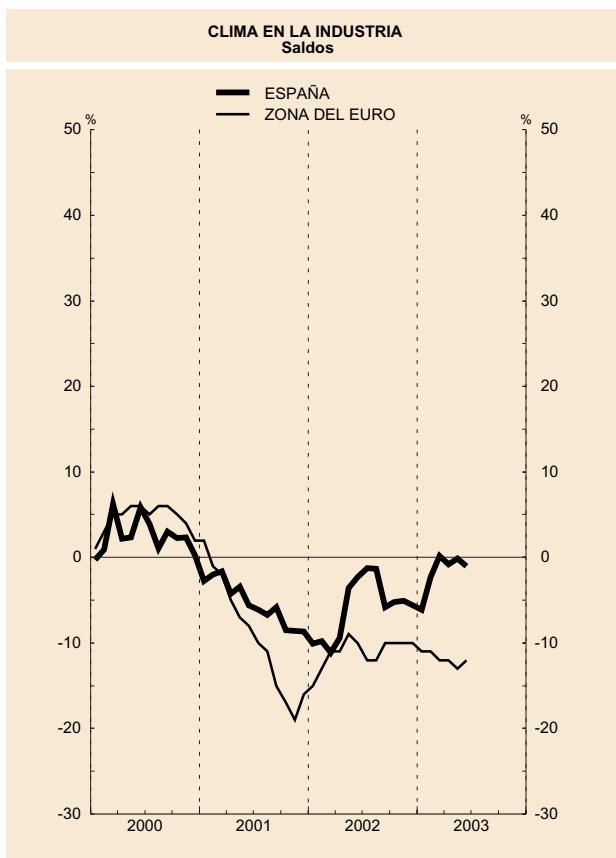
Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

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

■ Serie representada gráficamente.

Saldo

00	M	Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro (a)					
		Indicador del clima industrial	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	Cartera de pedidos			
01	M	3	9	11	3	-4	7	2	2	4	21	12	21	41	37	5	2	-5	
02	M	-5	-0	3	-9	-13	11	-5	-4	-7	13	10	21	37	38	-9	-15	-11	
02	M	-6	-1	2	-11	-16	9	-7	-6	-5	7	10	13	11	25	-11	-25	-20	
02	E-J	M	-8	-5	4	-14	-19	9	-11	-9	-5	11	6	14	16	62	-12	-25	-17
03	E-J	M	-2	4	14	-9	-12	6	0	-1	-3	17	11	25	28	19	-12	-26	-22
02	Mar	-11	-7	-2	-17	-19	9	-15	-13	-7	-	6	14	41	77	-11	-26	-17	
	Abr	-9	-3	-	-14	-20	8	-16	-7	-5	10	18	20	-3	62	-11	-25	-18	
	May	-4	3	7	-9	-15	6	-9	-8	2	16	20	11	20	71	-9	-23	-17	
	Jun	-2	4	5	-6	-16	8	-1	-4	-2	23	10	22	14	62	-10	-25	-18	
	Jul	-1	7	4	-7	-19	5	-7	0	3	17	39	9	46	34	-12	-27	-21	
	Ago	-1	4	11	-6	-15	7	-5	2	0	3	23	5	8	-25	-12	-28	-25	
	Sep	-6	-	5	-15	-17	8	-7	-8	-4	2	10	12	6	19	-10	-26	-23	
	Oct	-5	-4	-	-11	-12	11	-3	-6	-7	-2	14	15	8	-24	-10	-25	-23	
	Nov	-5	2	-13	-8	-12	8	-2	-6	-7	-5	7	9	-11	-34	-10	-22	-25	
	Dic	-6	9	-5	-5	-5	11	4	-7	-12	4	-11	17	-18	-45	-10	-22	-23	
03	Ene	-6	-1	-1	-8	-13	6	-4	-4	-9	16	-5	24	35	20	-11	-22	-22	
	Feb	-2	-6	23	-14	-16	8	-6	-1	-	19	7	32	46	37	-11	-23	-21	
	Mar	0	-7	22	-10	-9	5	3	-5	0	12	3	22	25	14	-12	-26	-21	
	Abr	-1	14	18	-8	-13	6	1	-1	-2	17	32	24	15	15	-12	-27	-21	
	May	-0	11	12	-6	-9	4	3	1	-3	15	16	20	19	11	-13	-28	-23	
	Jun	-1	12	8	-6	-13	7	3	4	-6	21	14	30	26	14	-12	-28	-23	



Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

(a) 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.

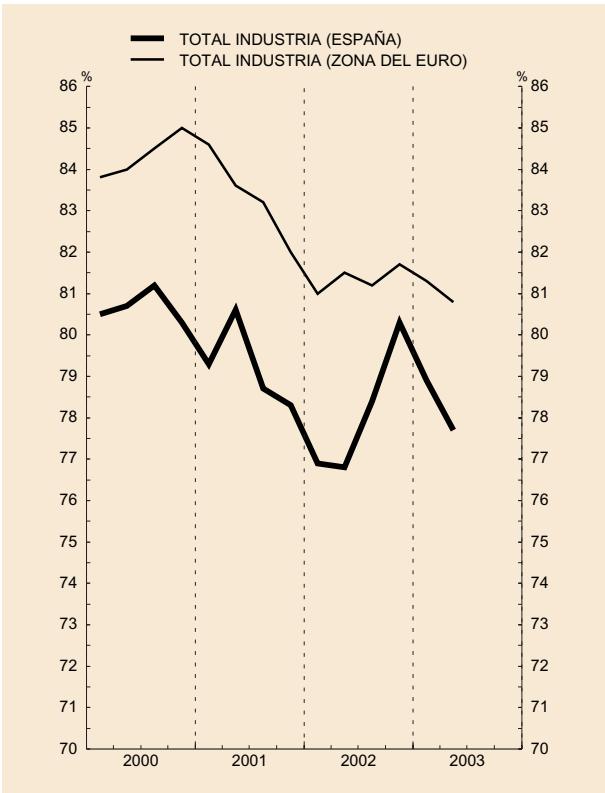
3.6. Encuesta de coyuntura industrial. Utilización de capacidad productiva. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

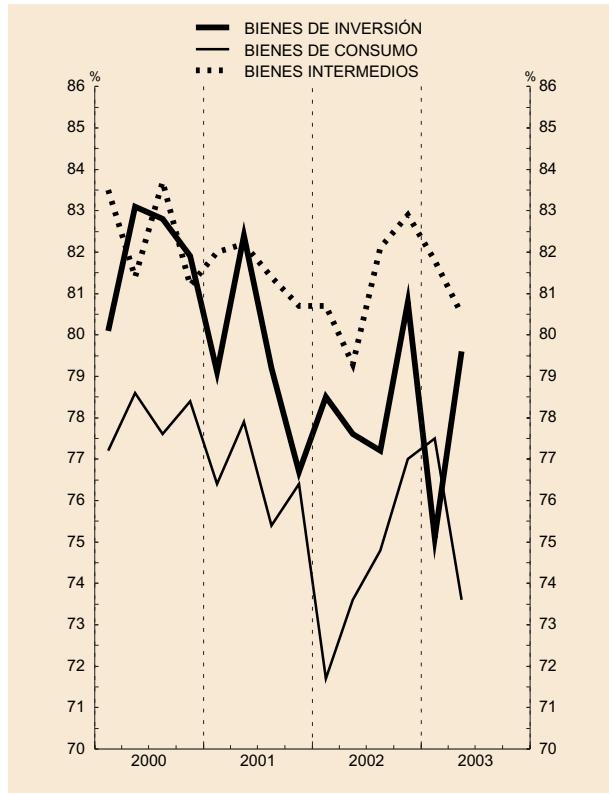
Porcentajes y saldos

	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	
00	80,7	81,7	-1	78,0	78,4	1	82,0	83,5	-2	82,5	83,7	-2	84,3	
01	79,2	80,3	3	76,5	78,0	3	79,4	81,1	2	81,6	82,0	2	83,4	
02	78,1	80,0	8	74,3	76,6	13	78,5	80,9	7	81,3	82,6	4	81,4	
02 I-II	76,9	79,5	7	72,6	75,8	8	78,1	80,6	5	80,0	82,1	6	81,3	
03 I-II	78,3	80,6	4	75,6	78,8	4	77,4	79,4	6	81,2	82,7	3	81,1	
00 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	-	84,6	
II	80,6	81,5	2	77,9	80,2	2	82,4	83,3	-	82,2	81,8	1	83,6	
III	78,7	80,2	2	75,4	78,2	1	79,2	80,4	3	81,4	81,9	3	83,2	
IV	78,3	78,6	6	76,4	76,0	7	76,7	79,0	5	80,7	80,6	5	82,0	
02 I	76,9	78,5	5	71,7	73,5	6	78,5	80,0	5	80,7	82,1	5	81,0	
II	76,8	80,5	8	73,6	78,0	10	77,6	81,2	5	79,3	82,2	6	81,5	
III	78,4	79,8	12	74,8	76,7	22	77,2	79,8	14	82,1	82,6	1	81,2	
IV	80,3	81,2	8	77,0	78,1	15	80,8	82,4	5	82,9	83,4	2	81,7	
03 I	78,9	80,5	3	77,5	79,1	3	75,1	77,9	4	81,8	82,9	3	81,3	
II	77,7	80,6	4	73,6	78,4	4	79,6	80,8	7	80,5	82,4	3	80,8	

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



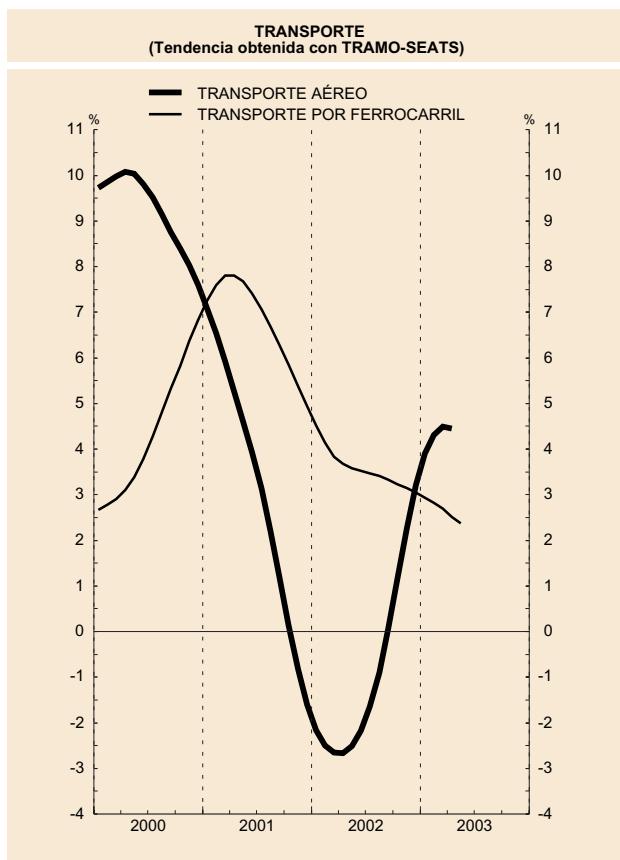
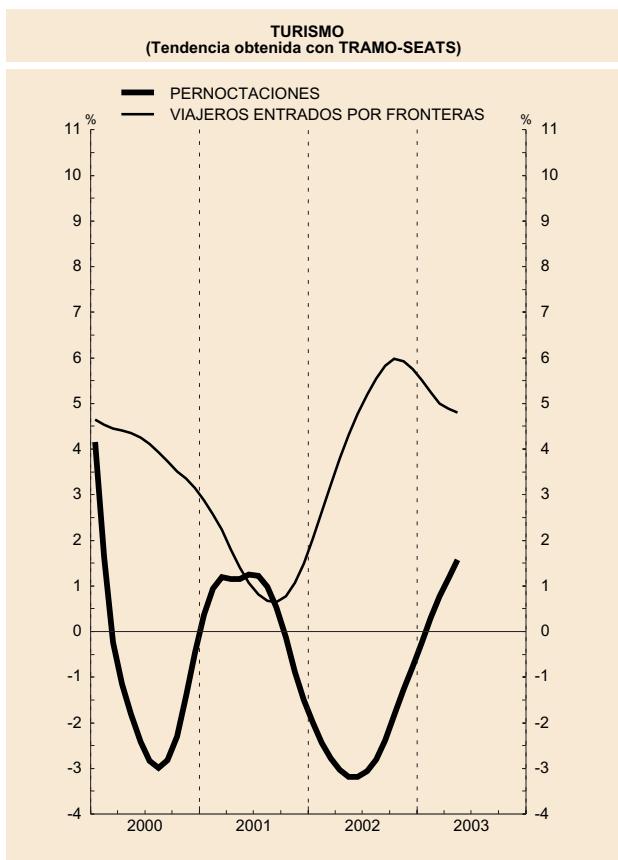
Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

3.7. Diversas estadísticas de turismo y transporte. España

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranje-ros	Total	Extranje-ros	Total	Turistas	Excursio-nistas	Pasajeros			Mercan-cias	Pasajeros	Mercan-cias	Viajeros	Mercan-cias
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacio-nales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	1,0	-0,5	0,7	-0,2	1,6	4,6	-3,7	3,0	0,8	4,5	-4,9	0,2	3,4	6,6	-0,6
02 P	0,1	-1,4	-2,5	-5,1	4,5	3,6	6,3	-1,0	-2,2	-0,3	-0,7	4,2	5,0	3,8	2,8
02 E-M	-1,1	-2,7	-3,1	-5,4	4,0	2,3	7,1	-3,4	-4,3	-2,7	-6,1	1,8	7,1	3,8	0,4
03 E-M P	2,0	0,7	0,8	-0,4	5,4	3,6	8,4	...	...	...	...	...	...	1,3	...
02 Feb	-0,3	0,3	-2,1	-3,8	8,1	7,7	8,8	-1,3	-2,3	-0,4	-7,1	2,0	5,9	3,9	0,4
Mar	9,8	4,4	8,5	-0,3	18,1	19,4	15,8	1,9	-1,8	4,7	-13,4	19,0	5,4	-4,0	7,2
Abr	-9,9	-5,8	-12,9	-9,4	-8,3	-12,1	-1,0	-9,0	-7,2	-10,2	-1,9	-6,6	8,9	16,1	19,4
May	0,1	-4,4	-3,0	-7,7	5,2	3,2	9,8	-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	2,5	1,7	4,7	-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	1,2	0,8	2,1	-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	8,7	11,6	3,4	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	-0,2	-1,7	3,6	-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	7,8	6,7	10,2	2,1	-2,2	4,9	3,2	9,9	6,0	7,3	7,0
Nov P	1,7	2,5	-3,0	-5,4	12,0	8,9	16,8	6,1	4,2	7,7	3,1	11,9	3,6	-3,5	3,5
Dic P	4,5	2,2	2,1	-2,6	5,0	3,5	7,0	7,7	7,4	8,0	6,7	10,7	-1,0	10,3	8,5
03 Ene P	3,6	6,2	3,1	-0,3	10,7	10,6	10,8	10,2	9,5	10,7	0,0	-2,2	-4,5	0,6	-1,4
Feb P	-1,9	-5,4	-3,7	-6,2	-0,0	3,1	-4,7	5,9	7,9	4,2	3,6	-5,7	2,8	1,4	1,3
Mar P	-7,9	-5,5	-8,6	-3,1	-4,1	-10,4	7,7	-0,6	1,9	-2,4	4,4	-24,8	2,1	8,0	6,3
Abr P	10,4	2,5	9,7	3,5	11,2	12,3	9,2	9,4	7,1	11,2	-2,1	6,5	1,9	-5,1	...
May P	4,8	4,1	2,5	1,7	8,7	4,7	17,4	...	...	...	...	...	1,8	...	...



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) Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio.

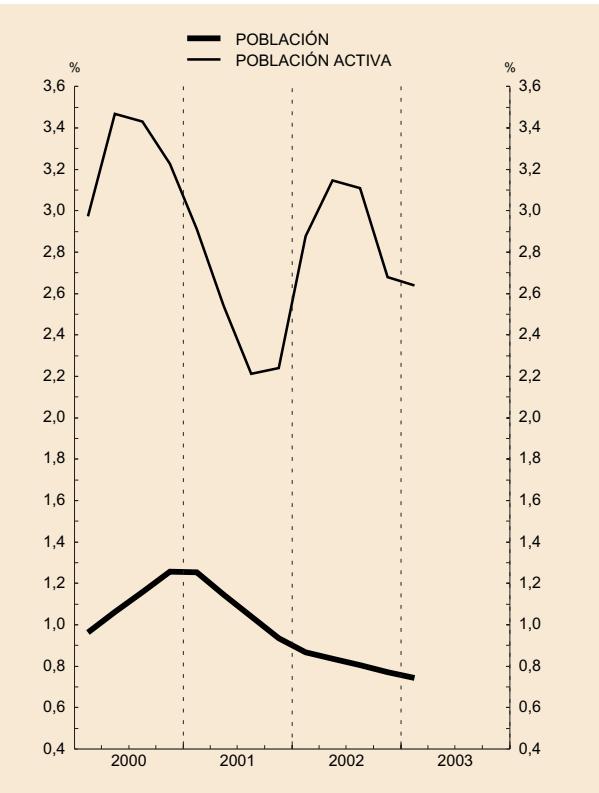
4.1. Población activa. España

■ Serie representada gráficamente.

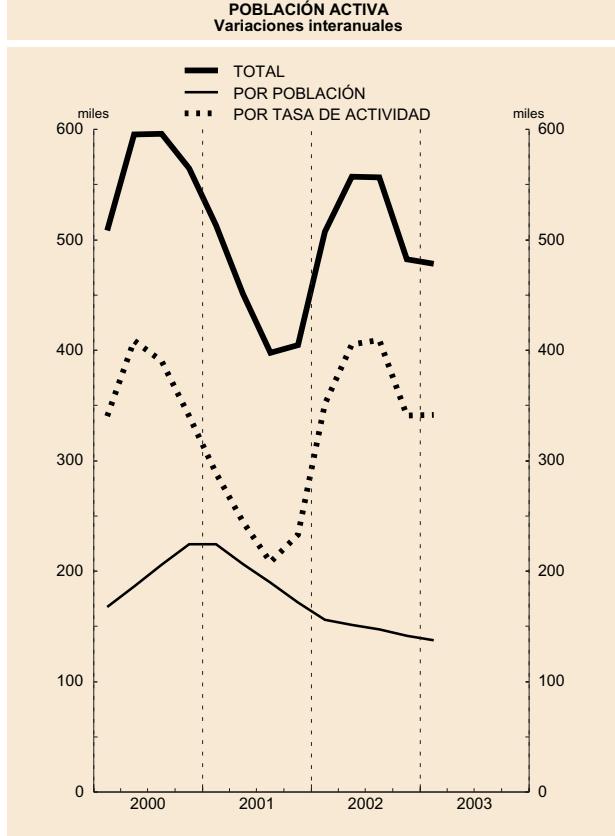
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa					
Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4	Miles de personas (a) 5		Total (Miles de personas) 6	Por población (Miles de personas) 7	Por tasa de actividad (Miles de personas) 8		1 T 4 (b)	
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	
02 M	33 965	276	0,8	54,00	18 340	526	149	377	3,0	
02 I-I M	33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9	
03 I-I M	34 120	252	0,7	54,56	18 615	479	137	341	2,6	
00 III IV	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 II	33 577	415	1,3	52,50	17 629	513	224	289	2,9	
III	33 652	381	1,1	52,63	17 710	451	206	245	2,5	
IV	33 726	348	1,0	53,09	17 907	398	189	208	2,2	
02 I II	33 800	314	0,9	53,29	18 013	405	171	233	2,2	
III	33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9	
IV	33 933	281	0,8	53,83	18 267	557	151	406	3,1	
03 I III	33 997	271	0,8	54,31	18 463	556	147	409	3,1	
IV	34 061	261	0,8	54,30	18 495	483	142	341	2,7	
03 I	34 120	252	0,7	54,56	18 615	479	137	341	2,6	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

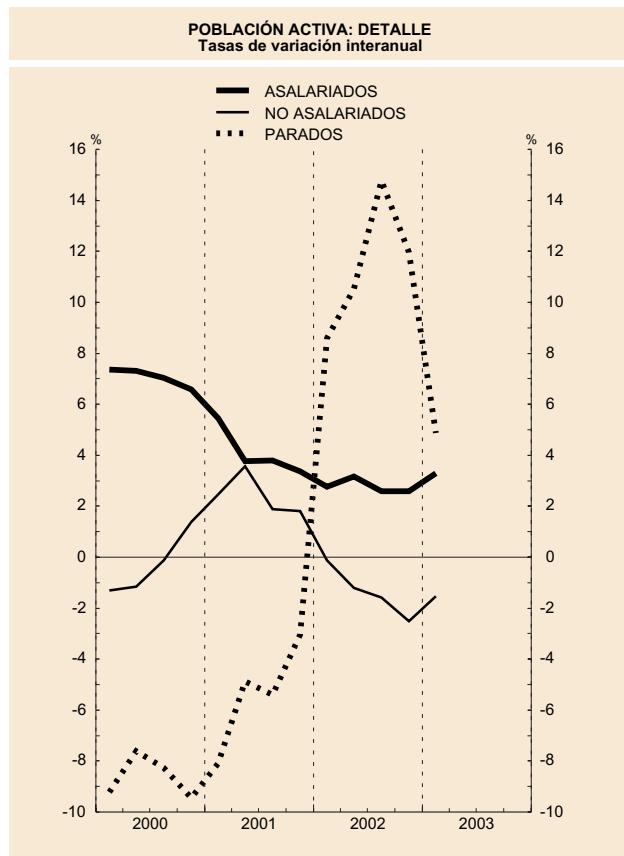
Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

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 (a)	Variación interanual (Miles de personas) (b)	Tasa de paro (%) (a)		
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas (a)					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
00	M	15 370	802	5,5	12 286	811	7,1	3 084	-10	-0,3	2 487	-235	-8,6	13,93	2,2	8,38
01	M	15 946	576	3,7	12 787	501	4,1	3 159	75	2,4	1 869	-134	-5,4	10,49	1,3	8,03
02	M	16 258	312	2,0	13 142	355	2,8	3 116	-43	-1,4	2 083	214	11,4	11,35	0,4	8,38
02 I-I	M	16 055	342	2,2	12 909	347	2,8	3 146	-4	-0,1	2 081	165	8,6	11,47	0,7	8,21
03 I-I	M	16 432	377	2,3	13 334	425	3,3	3 098	-48	-1,5	2 183	102	4,9	11,72	0,1	8,71
00 III		15 542	816	5,5	12 456	820	7,0	3 086	-4	-0,1	2 439	-220	-8,3	13,57	2,3	8,27
IV		15 643	818	5,5	12 542	775	6,6	3 101	43	1,4	2 428	-253	-9,4	13,44	2,3	8,07
01 I		15 713	725	4,8	12 563	649	5,4	3 150	76	2,5	1 916	-212	-8,1	10,87	1,9	8,02
II		15 877	571	3,7	12 692	461	3,8	3 184	109	3,6	1 833	-120	-4,9	10,35	1,4	7,97
III		16 072	529	3,4	12 928	472	3,8	3 144	58	1,9	1 835	-132	-5,4	10,25	1,0	8,01
IV		16 121	478	3,1	12 964	422	3,4	3 157	56	1,8	1 892	-74	-3,0	10,50	0,7	8,10
02 I		16 055	342	2,2	12 909	347	2,8	3 146	-4	-0,1	2 081	165	8,6	11,47	0,7	8,21
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	8,33
III		16 357	285	1,8	13 263	335	2,6	3 094	-50	-1,6	2 106	271	14,8	11,41	0,3	8,44
IV		16 377	256	1,6	13 300	336	2,6	3 077	-80	-2,5	2 118	226	12,0	11,45	0,2	8,54
03 I		16 432	377	2,3	13 334	425	3,3	3 098	-48	-1,5	2 183	102	4,9	11,72	0,1	8,71



Fuentes: 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).

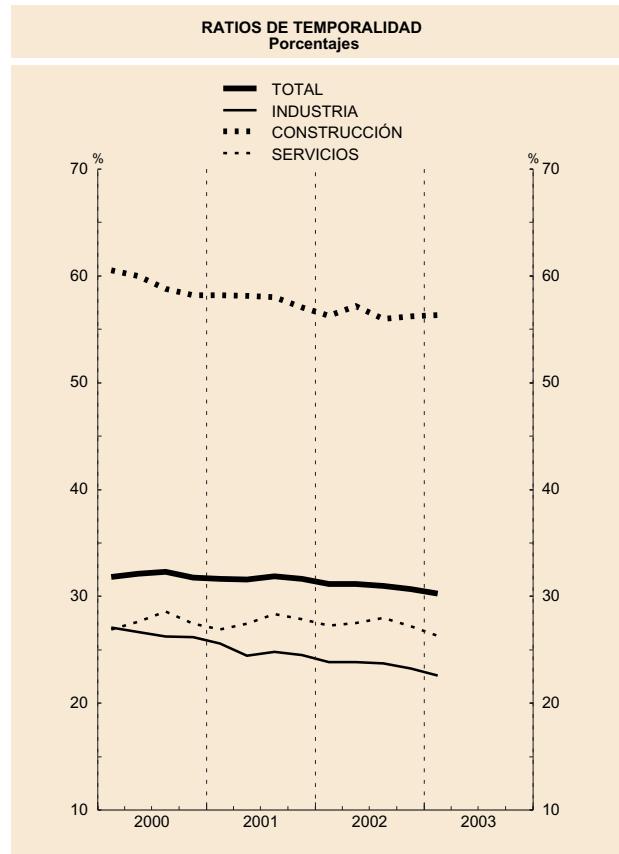
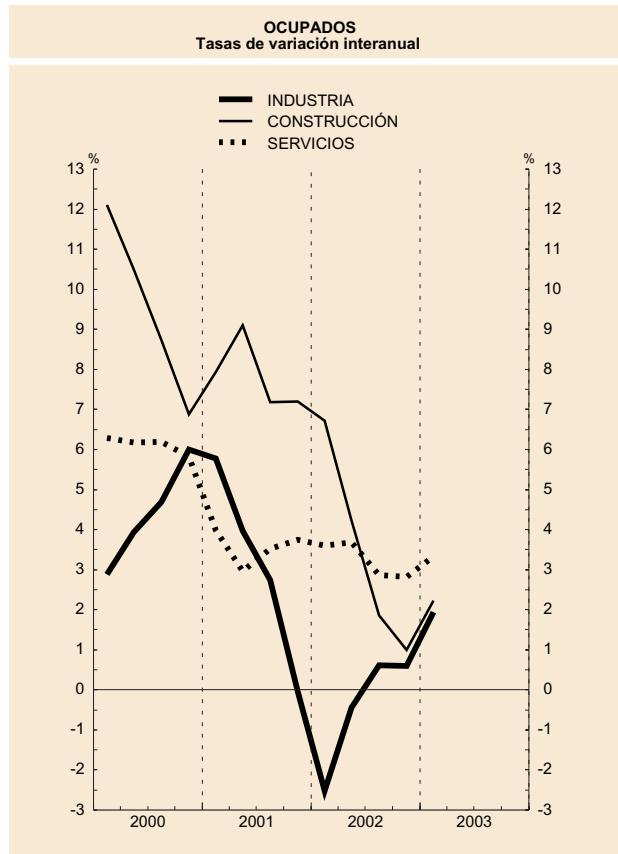
(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie de la columna 10. Por esta razón las tasas y variaciones interanuales del 2001 no se pueden reconstruir con la serie de la columna 10. Las notas metodológicas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

	M	Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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
02	M	2,0	2,8	31,0	-5,7	-5,7	58,1	-0,4	-0,2	23,7	3,4	3,4	56,4	3,2	4,2	27,5	2,5	2,1	2,9
02 I-I	M	2,2	2,8	-1,4	-4,3	-4,7	-5,6	-2,5	-2,3	-6,8	6,7	6,6	-3,2	3,6	4,3	1,5	2,7	2,2	3,0
03 I-I	M	2,3	3,3	-3,0	-5,8	-5,1	1,2	-1,9	1,6	-5,2	2,2	3,3	0,1	3,3	4,3	-3,5	2,9	2,6	3,0
00 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
IV		1,6	2,6	30,7	-6,5	-7,1	59,5	0,6	1,0	23,2	1,0	1,4	56,2	2,8	3,9	27,2	2,1	1,8	2,5
03 I		2,3	3,3	30,3	-5,8	-5,1	62,6	1,9	1,6	22,6	2,2	3,3	56,3	3,3	4,3	26,3	2,9	2,6	3,0



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

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

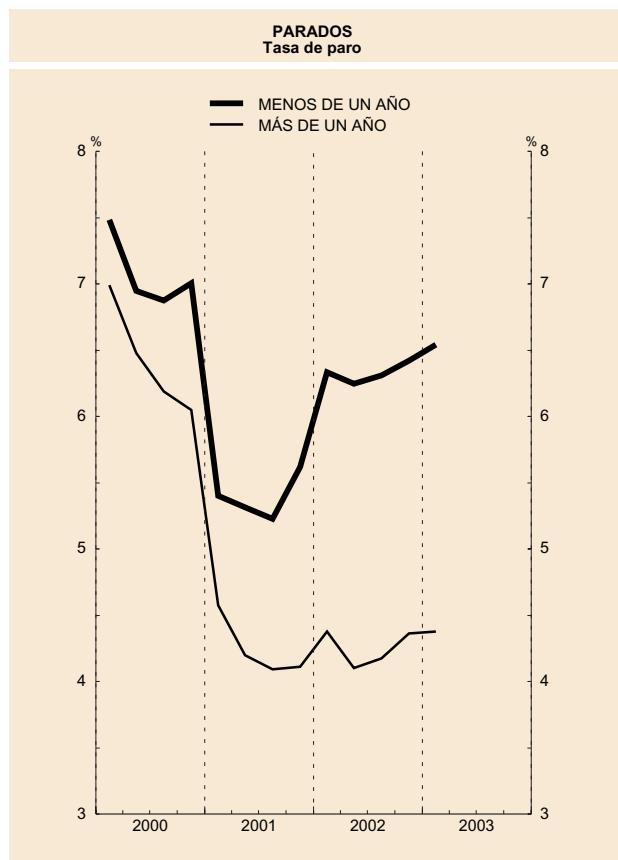
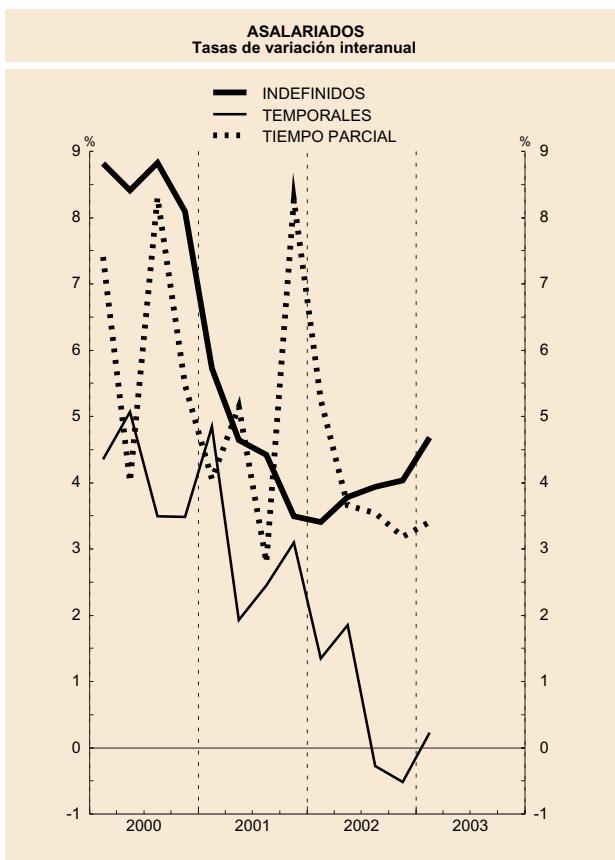
(a) Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

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

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Asalariados															Parados				
Por tipo de contrato										Por duración de jornada					Por duración			% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)	
Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año							
Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 1 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	T 1 4 (b)	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
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	
02	M	331	3,8	24	0,6	31,01	315	2,7	40	3,9	8,20	6,33	20,9	4,25	3,2	20,16	43,38	49,09	
02 I-I	M	293	3,4	54	1,3	31,18	293	2,5	54	5,2	8,34	6,34	20,6	4,38	-1,6	20,91	43,48	49,45	
03 I-I	M	416	4,7	9	0,2	30,26	388	3,3	37	3,4	8,35	6,54	6,0	4,38	2,7	20,22	42,43	47,93	
00 III IV		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	
01 I II		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	
III		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	
IV		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	
299		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 II		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	
III		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	
IV		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	
357		357	4,0	-21	-0,5	30,70	302	2,5	34	3,2	8,22	6,42	17,3	4,36	9,0	19,51	43,91	49,10	
03 I		416	4,7	9	0,2	30,26	388	3,3	37	3,4	8,35	6,54	6,0	4,38	2,7	20,22	42,43	47,93	



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).

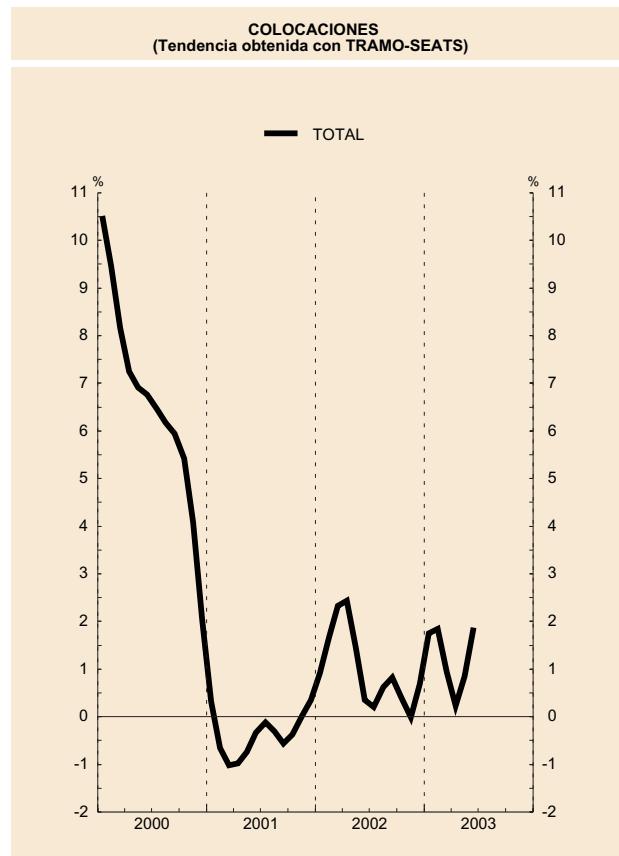
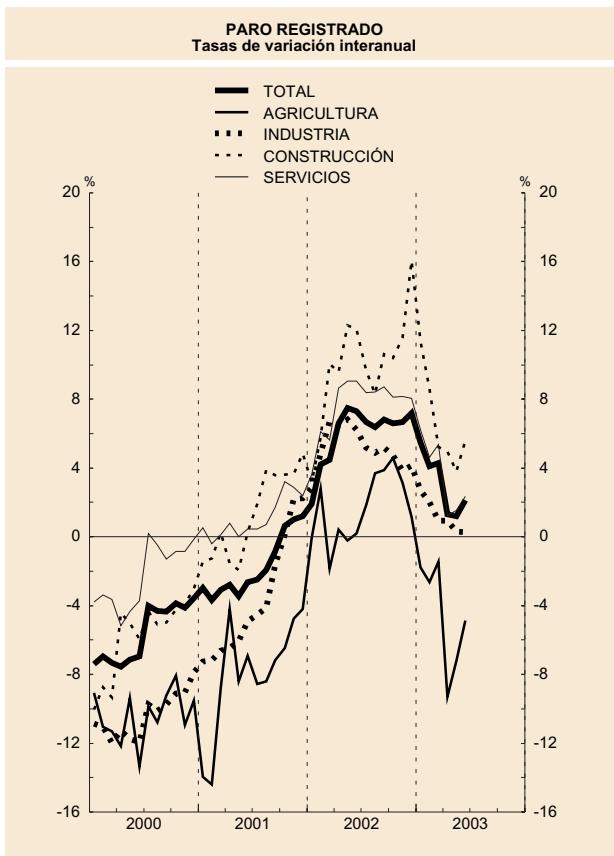
(b) Para el cálculo de variaciones y tasas interanuales se ha utilizado hasta diciembre de 2001 serie homogénea del INE, desde enero 2002 serie con la nueva definición de parado. Las notas metodológicas pueden consultarse en la página del INE en la Red(www.ine.es).

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	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
					Total	Agricul-	cultura	Total	Industria	Construc-	Servicios							
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	18,47	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	19,48	90,74	1 133	-0,2
02	M	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	20,80	90,95	1 145	1,0
02 E-J	M	1 627	81	5,3	-2,3	6,7	0,2	6,9	5,6	8,7	6,9	1 162	1,8	9,62	19,58	90,38	1 121	1,2
03 E-J	MP	1 677	51	3,1	2,2	3,3	-4,6	3,5	1,2	6,6	3,6	1 188	2,3	9,47	19,81	90,53	1 148	2,4
02 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	20,20	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	20,27	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	21,48	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	20,49	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	21,41	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	23,74	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	22,75	90,99	1 152	-9,4
Dic		1 688	113	7,2	1,7	8,1	1,2	8,3	4,1	16,1	8,1	958	-0,1	8,48	22,22	91,52	936	1,6
03 Ene		1 742	91	5,5	2,5	6,0	-1,8	6,2	2,7	11,4	6,2	1 356	6,7	8,95	18,92	91,05	1 313	7,0
Feb	P	1 734	68	4,1	2,2	4,4	-2,6	4,6	2,0	8,6	4,6	1 198	5,1	10,03	19,51	89,97	1 154	4,2
Mar	P	1 720	71	4,3	4,0	4,3	-1,5	4,5	0,9	5,2	5,4	1 128	12,7	10,27	20,31	89,73	1 087	12,7
Abr	P	1 658	22	1,3	1,4	1,3	-9,3	1,6	0,9	5,0	1,2	1 053	-15,6	10,22	19,91	89,78	1 014	-15,6
May	P	1 608	19	1,2	0,6	1,3	-7,2	1,6	0,3	3,8	1,5	1 196	-3,4	9,06	19,85	90,94	1 160	-2,6
Jun	P	1 601	33	2,1	2,1	2,1	-4,9	2,4	0,3	5,6	2,4	1 199	11,6	8,29	20,37	91,71	1 162	12,1



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

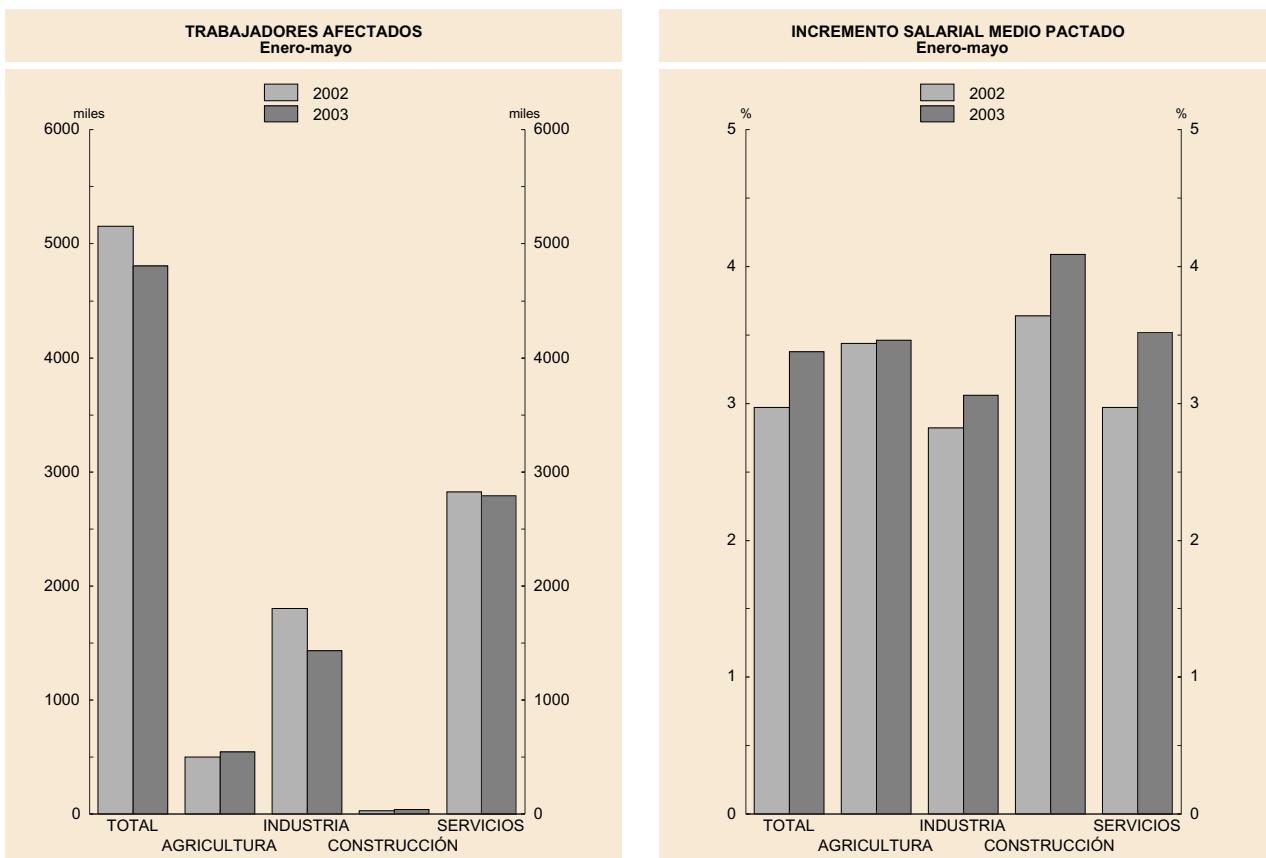
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

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
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	9 496	3,68	4 909	2 697	7 606	-257	473	2 298	928	3 907	3,35	3,73	3,48	4,04	3,40	4,12	3,31
02	9 181	3,84	5 528	2 280	7 808	202	589	2 538	771	3 910	2,82	3,62	3,05	3,49	2,84	3,52	3,03
01 Dic	9 496	3,68	4 909	2 697	7 606	-257	473	2 298	928	3 907	3,35	3,73	3,48	4,04	3,40	4,12	3,31
02 Ene	8 316	3,86	2 269	1 2270	643	260	658	5	1 348	2,72	3,18	2,72	3,48	2,90	2,43	2,48	
Feb	8 358	3,86	2 480	4 2484	-783	260	746	25	1 453	2,71	3,36	2,71	3,48	2,87	3,74	2,47	
Mar	8 422	3,85	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	8 742	3,85	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	8 943	3,83	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	8 978	3,83	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	8 997	3,83	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	9 000	3,83	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	9 067	3,84	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	9 177	3,84	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	9 177	3,84	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
Dic	9 181	3,84	5 528	2 280	7 808	202	589	2 538	771	3 910	2,82	3,62	3,05	3,49	2,84	3,52	3,03
03 Ene	4 442	3,37	3 531	1	3 532	1 262	274	1 187	23	2 048	3,41	4,89	3,41	3,91	2,90	3,90	3,63
Feb	4 472	3,37	4 007	45	4 051	1 567	305	1 327	23	2 396	3,45	2,66	3,45	3,81	3,07	3,88	3,61
Mar	4 523	3,36	4 308	87	4 395	494	388	1 379	24	2 604	3,43	2,82	3,42	3,63	3,06	3,90	3,57
Abr	4 661	3,36	4 406	126	4 532	-458	390	1 405	32	2 705	3,43	2,74	3,41	3,64	3,06	4,32	3,54
May	4 796	3,38	4 429	375	4 804	-350	545	1 431	38	2 790	3,42	2,90	3,38	3,46	3,06	4,09	3,52



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

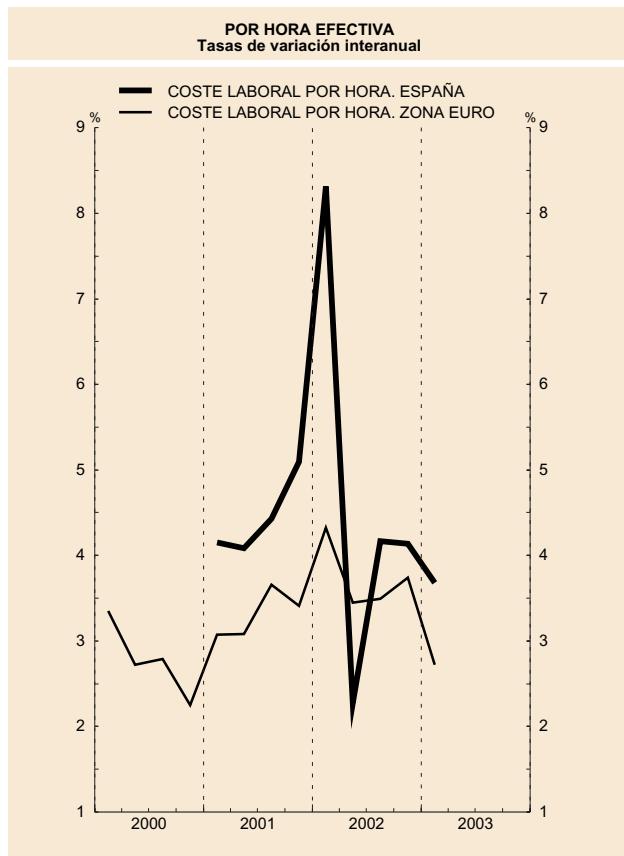
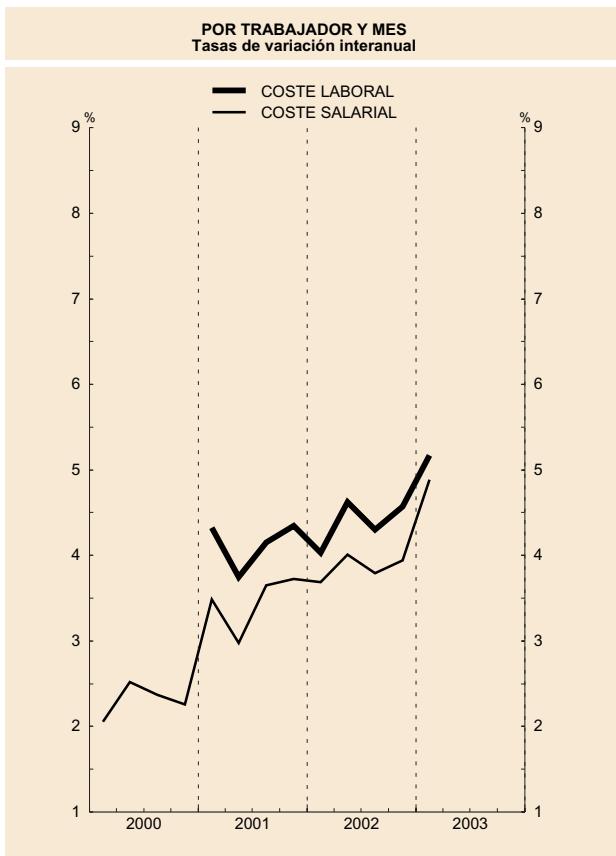
(a) Datos acumulados.

4.7. Índice de costes laborales

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Mes	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					
00	M	...	...	...	...	1	2,3	2,5	3,8	3,0	2,4	...	2,8
01	M	4,1	4,4	4,7	4,1	2	3,5	3,7	3,9	3,6	3,8	6,2	3,3		
02	M	4,4	4,8	4,8	4,4	3	4,6	3,9	4,7	4,1	4,1	6,0	3,7		
02 I-I	M	4,0	3,7	4,6	4,4	4	8,3	3,7	3,8	3,9	3,9	8,0	5,0		
03 I-I	M	5,2	5,2	6,0	5,0	5	3,7	4,9	5,0	5,1	4,8	3,3	6,0		
00 III	IV	...	...	...	...	6	...	2,4	2,9	3,4	3,0	2,4	...
01 I	IV	...	...	...	...	7	2,3	2,3	4,4	2,9	2,4	...	2,2
01 II	I	4,3	5,1	4,8	4,2	8	4,2	3,5	4,1	3,9	3,4	3,3	6,8		
01 III	II	3,7	3,9	4,9	3,7	9	4,1	3,0	3,1	4,2	2,9	3,2	6,1		
01 IV	III	4,1	4,5	4,2	4,3	10	4,4	3,7	3,8	3,9	3,8	4,0	5,6		
02 I	IV	4,3	4,3	4,7	4,5	11	5,1	3,7	3,6	3,4	4,1	4,6	6,4		
02 II	I	4,0	3,7	4,6	4,4	12	8,3	3,7	3,8	3,9	3,9	8,0	5,0		
02 III	II	4,6	5,1	4,5	4,7	1	2,3	4,0	4,9	4,0	4,0	1,8	6,5		
02 IV	III	4,3	5,0	5,2	4,1	2	4,2	3,8	4,9	4,2	3,6	3,7	5,8		
03 I	IV	4,6	5,4	4,7	4,4	3	4,1	3,9	5,0	4,4	3,6	3,5	6,6		
03 II	I	5,2	5,2	6,0	5,0	4	3,7	4,9	5,0	5,1	4,8	3,3	6,0		
03 III	II					5							2,7		



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

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

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

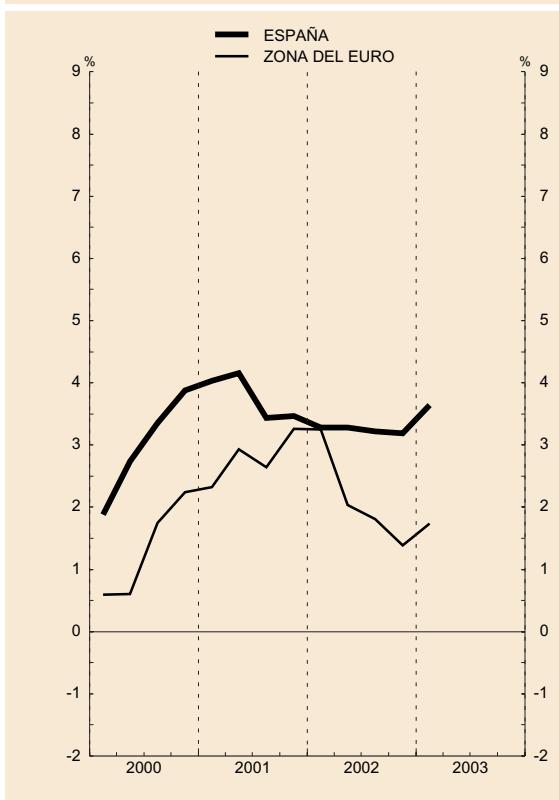
4.8. Costes laborales unitarios. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria : costes laborales unitarios manufacturas	
	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
							España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
00	3,0	1,3	3,7	2,6	0,7	1,2	4,2	3,5	3,4	2,2	2,5	...
01	3,8	2,8	4,1	3,1	0,3	0,3	2,7	1,5	2,4	1,3	4,7	...
02	3,2	2,1	4,0	2,5	0,7	0,4	2,0	0,8	1,3	0,4	4,5	...
00 /	1,9	0,6	4,1	2,5	2,2	1,9	5,1	3,9	2,9	2,0	-1,8	...
//	2,7	0,6	3,7	2,4	0,9	1,8	4,5	4,2	3,5	2,3	1,4	...
///	3,3	1,7	3,4	2,7	0,1	0,9	3,8	3,2	3,7	2,3	5,2	...
/IV	3,9	2,2	3,7	2,7	-0,2	0,4	3,4	2,8	3,6	2,3	5,4	...
01 /	4,0	2,3	3,5	2,9	-0,5	0,6	3,0	2,4	3,5	1,9	8,1	...
//	4,2	2,9	4,2	3,1	0,1	0,2	2,4	1,6	2,3	1,4	4,5	...
///	3,4	2,6	4,6	3,0	1,1	0,4	2,9	1,4	1,8	1,0	1,5	...
/IV	3,5	3,3	4,0	3,3	0,5	0,0	2,3	0,6	1,8	0,7	5,2	...
02 /	3,3	3,2	4,1	2,9	0,8	-0,3	2,0	0,4	1,3	0,7	5,4	...
//	3,3	2,0	3,8	2,3	0,5	0,3	2,0	0,8	1,5	0,5	5,7	...
///	3,2	1,8	3,8	2,5	0,5	0,6	1,8	1,0	1,3	0,3	3,8	...
/IV	3,2	1,4	4,2	2,4	1,0	1,0	2,1	1,2	1,1	0,2	3,2	...
03 /	3,6	1,7	4,3	2,5	0,6	0,8	2,1	0,8	1,5	0,1	4,0	...

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.

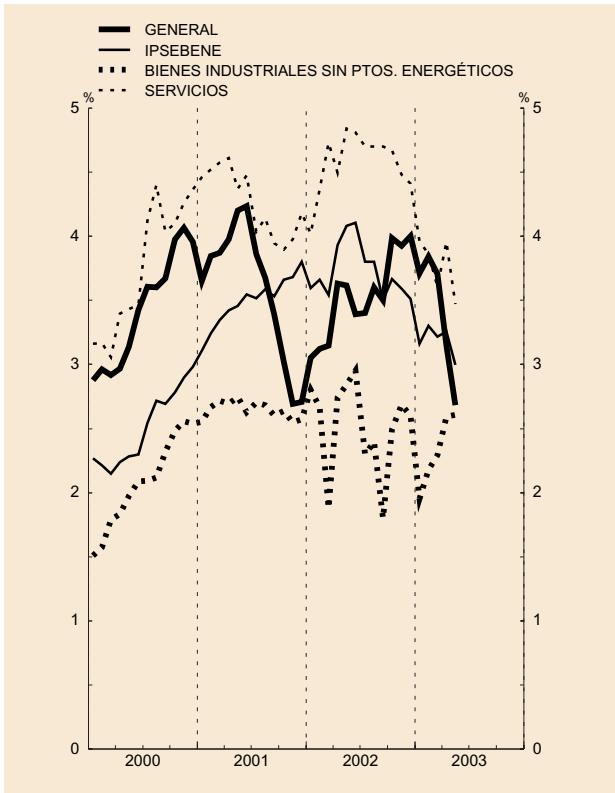
5.1. Índice de precios de consumo. España. Base 2001=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

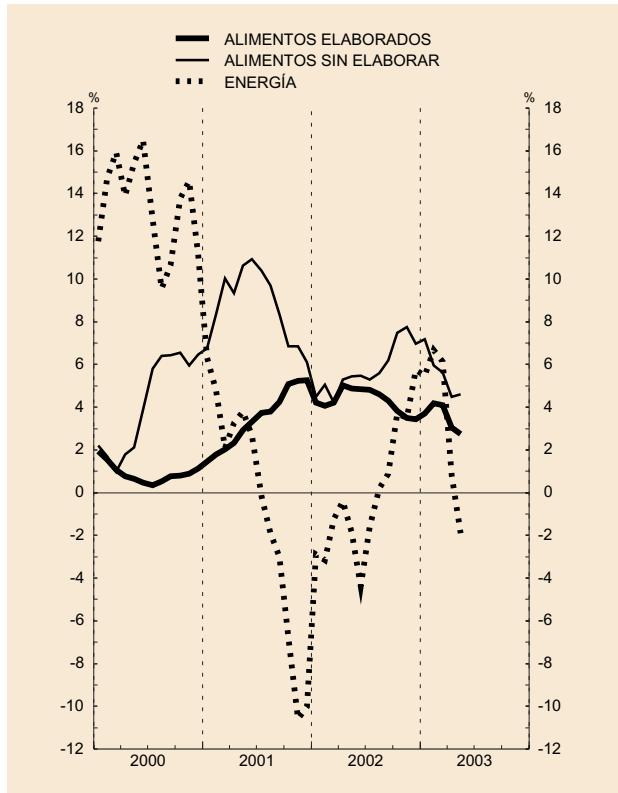
Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100 %)				Tasa de variación interanual ($\frac{T_1}{T_{12}}$)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 1995)	
	Serie original	m 1 (b)	$\frac{T_1}{T_{12}}$ (c)	$T_{s/dic}$ (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	$\frac{T_1}{T_{12}}$	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
02	M	103,5	—	3,5	4,0	5,8	4,3	2,5	-0,1	4,6	3,7	99,5	-4,1
02	E-M	102,5	0,5	3,3	1,1	4,9	4,5	2,6	-1,9	4,5	3,8	106,6	-1,5
03	E-M	106,0	0,2	3,4	0,5	5,6	3,5	2,3	3,4	3,8	3,2	...	...
02	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	91,4	-5,3
	Oct	104,9	1,0	4,0	3,5	7,5	3,8	2,5	3,7	4,7	3,7	95,9	-0,9
	Nov	105,1	0,2	3,9	3,7	7,8	3,5	2,7	3,5	4,5	3,6	97,7	-4,6
	Dic	105,5	0,3	4,0	4,0	7,0	3,4	2,6	5,7	4,4	3,5	98,6	-8,1
03	Ene	105,0	-0,4	3,7	-0,4	7,2	3,7	2,0	5,5	4,0	3,2	96,1	-10,3
	Feb	105,2	0,2	3,8	-0,2	5,9	4,2	2,2	6,7	3,9	3,3	105,1	-0,7
	Mar	106,0	0,7	3,7	0,5	5,6	4,1	2,3	6,1	3,6	3,2	108,9	-0,8
	Abr	106,8	0,8	3,1	1,3	4,5	3,1	2,6	0,8	4,0	3,3	108,4	0,3
	May	106,7	-0,1	2,7	1,2	4,6	2,8	2,6	-1,9	3,5	3,0	...	...

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.

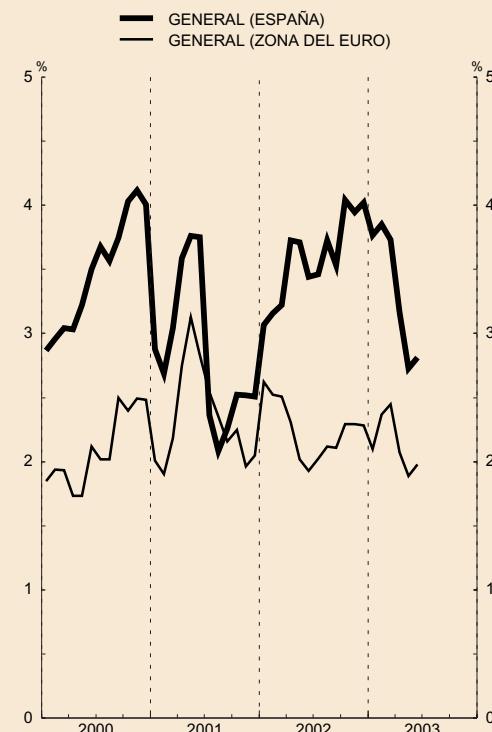
5.2. Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 1996=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

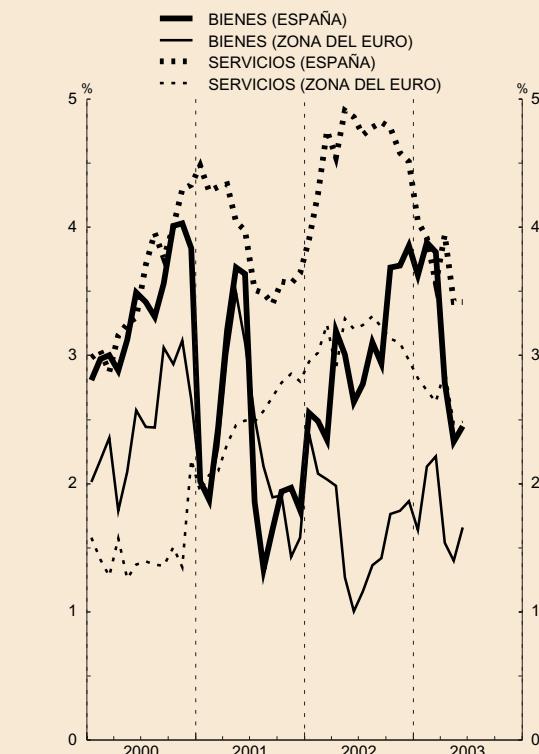
Tasas de variación interanual

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

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



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



Fuente: Eurostat.

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

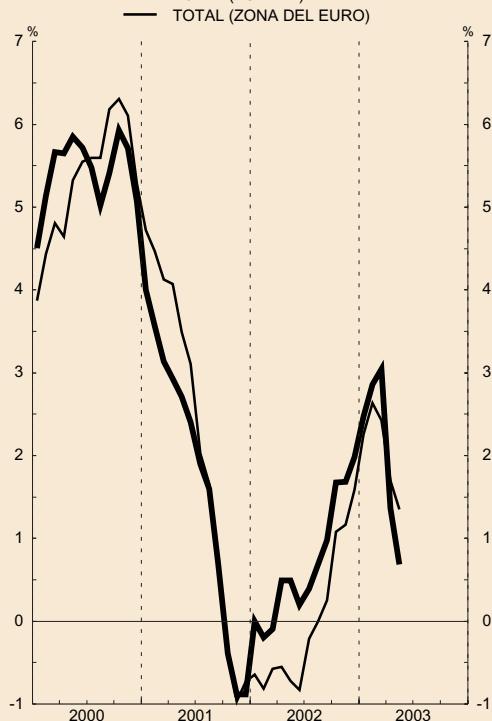
5.3. Índice de precios industriales. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

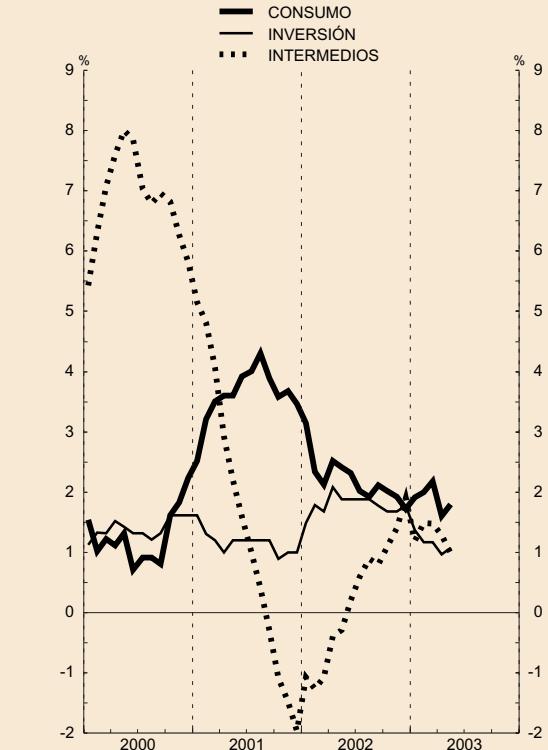
Tasas de variación interanual

	General (100 %)			Consumo (32.1 %)			Inversión (18.3 %)			Intermedios (31.6 %)			Energía (18.0 %)			Pro memoria: zona del euro				
	Seire original	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	Total T 12	Tasas de variación interanual					
															Consumo	Inversión	Intermedios	Energía		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16				
00	M	100,0	-	5,4	-	1,3	-	1,4	-	6,8	-	22,7	5,3	1,6	0,6	5,1	17,3			
01	M	101,7	-	1,7	-	3,6	-	1,2	-	1,4	-	-2,0	2,2	2,9	1,0	1,2	3,0			
02	M	102,4	-	0,7	-	2,2	-	1,8	-	0,2	-	-1,3	-0,0	1,3	0,9	-0,3	-1,8			
02 E-M	M	102,0	-	0,1	-	2,5	-	1,8	-	-0,8	-	-3,4	-0,7	1,5	1,1	-1,3	-3,8			
03 E-M	M	104,1	-	2,1	-	1,9	-	1,1	-	1,3	-	4,9	2,1	1,4	0,3	1,5	5,4			
02 Feb		101,5	0,2	-0,2	0,3	2,3	0,4	1,8	0,2	-1,3	-0,1	-4,3	-0,8	1,6	1,1	-1,7	-4,5			
Mar		101,9	0,4	-0,1	0,4	2,1	0,1	1,7	0,2	-1,1	1,2	-3,4	-0,6	1,3	1,2	-1,5	-3,0			
Abr		102,5	0,6	0,5	0,4	2,5	0,3	2,1	0,3	-0,4	2,1	-1,9	-0,6	1,2	1,1	-1,0	-3,2			
May		102,7	0,2	0,5	-	2,4	-	1,9	0,2	-0,3	0,2	-2,9	-0,7	1,0	1,1	-0,8	-4,2			
Jun		102,4	-0,3	0,2	-0,1	2,3	-	1,9	0,2	0,2	-1,5	-5,1	-0,8	1,0	0,9	-0,5	-4,9			
Jul		102,4	-	0,4	0,1	2,0	-	1,9	-	0,6	-0,4	-4,1	-0,2	1,1	0,8	0,1	-2,9			
Ago		102,6	0,2	0,7	0,2	1,9	-	1,9	-	0,9	1,0	-1,7	-	1,2	0,8	0,3	-1,9			
Sep		103,0	0,4	1,0	0,2	2,1	-	1,8	-0,1	0,8	2,0	-0,3	0,3	1,4	0,8	0,5	-1,4			
Oct		103,2	0,2	1,7	-0,1	2,0	-	1,7	-0,2	1,1	1,4	3,8	1,1	1,4	0,7	0,8	2,3			
Nov		102,6	-0,6	1,7	-0,1	1,9	0,1	1,7	-0,1	1,4	-2,7	4,1	1,2	1,3	0,8	1,2	2,3			
Dic		102,7	0,1	2,0	-	1,7	0,1	1,8	-	1,9	0,4	6,2	1,6	1,5	0,8	1,2	3,9			
03 Ene		103,8	1,1	2,5	0,7	1,9	0,4	1,4	0,5	1,2	3,8	7,4	2,3	1,4	0,5	1,4	6,7			
Feb		104,4	0,6	2,9	0,4	2,0	0,2	1,2	0,5	1,5	1,3	8,9	2,6	1,4	0,3	1,7	8,2			
Mar		105,0	0,6	3,0	0,6	2,2	0,1	1,2	0,2	1,5	1,8	9,5	2,4	1,4	0,3	1,7	7,2			
Abr		103,9	-1,0	1,4	-0,2	1,6	0,1	1,0	0,1	1,3	-5,6	1,3	1,7	1,3	0,3	1,5	3,2			
May		103,4	-0,5	0,7	0,2	1,8	0,1	1,1	-0,1	1,0	-3,3	-2,3	1,4	1,5	0,3	1,3	1,7			

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

(a) España: base 2000=100; zona del euro: base 2000=100.

(b) Tasa de variación intermensual no anualizada.

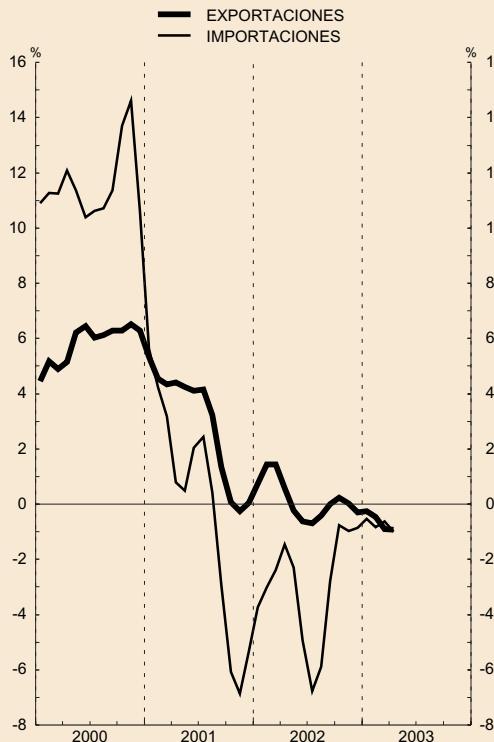
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España

■ Serie representada gráficamente.

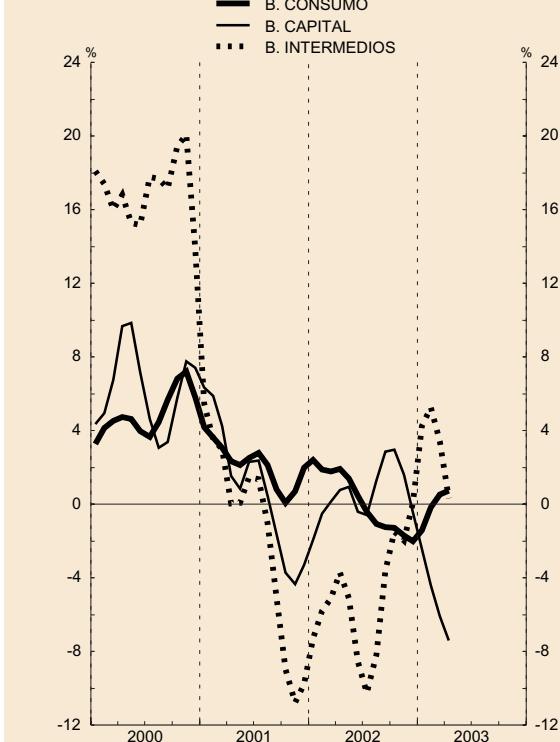
Tasas de variación interanual

	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
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
02	0,2	-0,8	12,2	-2,4	-6,4	-1,8	-3,1	-0,5	0,6	-5,3	-5,3	-4,2
02 E-A	1,6	0,9	23,1	-4,1	-13,7	-2,9	-2,5	3,0	-1,1	-5,2	-13,5	-2,8
03 E-A	-0,6	0,5	-8,1	1,0	20,4	-0,8	-0,1	-0,1	-5,0	1,4	21,4	-1,8
01 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	-1,4	-8,2	-12,3	3,9	-9,2	-9,1	-6,1
Sep	-0,4	1,1	-2,1	-1,6	-2,3	-1,2	-0,9	-1,1	5,5	-2,3	-1,5	-0,2
Oct	1,1	-1,0	9,5	0,1	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	-1,3	5,2	-2,0	12,0	-3,6
Dic	-1,9	-4,8	-0,2	-0,2	22,5	-0,1	-3,3	-4,4	-4,4	-2,2	12,9	-4,3
03 Ene	0,8	4,7	-8,0	0,4	18,1	-1,4	3,6	-4,0	2,0	7,4	36,6	2,7
Feb	0,2	0,4	-11,3	3,9	30,5	2,6	-5,0	2,7	-8,9	-6,9	28,5	-13,5
Mar	-2,1	-3,6	-5,4	0,0	31,8	-2,3	2,9	1,4	-3,0	5,3	25,0	2,0
Abr	-1,3	0,5	-8,1	0,0	1,7	-2,0	-2,5	-0,1	-10,9	-0,9	-4,5	0,6

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

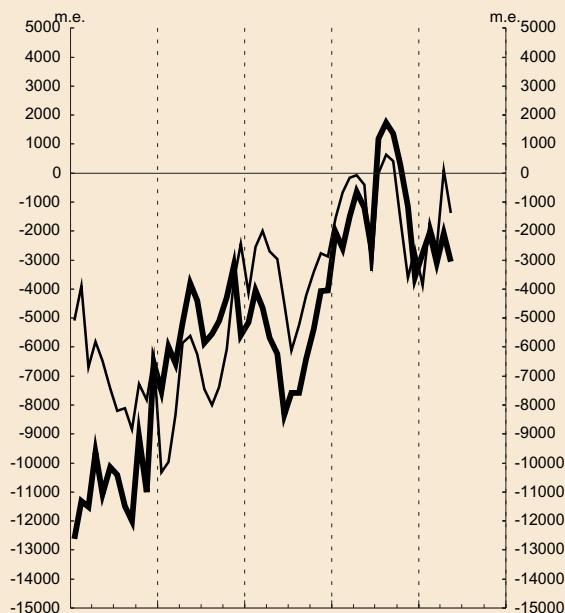
Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciamen- to	Recursos corrientes y de capital							Empleos corrientes y de capital							Pro memoria: Déficit de caja		
	Total 1=2-8	Impues- to sobre el valor añadido (IVA) 2=3 a 7	Otro- s impues- tos so- bre los produc- tos y sobre impor- ta- ciones excep- to IVA 3	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad 4	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio 5	Resto 6	Total 8=9 a 13	Remu- neación de asala- riados 9	Interes- ses 10	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Admi- nis- traciones Públicas 11	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital 12	Resto 13	Déficit de caja 14=15-16	Ingre- sos líqui- dos 15	Pagos líqui- dos 16		
													Déficit de caja 14=15-16	Ingre- sos líqui- dos 15	Pagos líqui- dos 16		
99	-6 538	109 009	28 574	16 408	5 877	46 887	11 263	115 547	17 363	16 912	57 721	3 035	20 516	-6 354	110 370	116 724	
00	-5 592	117 346	31 262	17 171	5 210	52 526	11 177	122 938	15 806	16 726	65 635	3 705	21 066	-2 431	118 693	121 124	
01 P	-4 038	124 612	32 437	17 836	6 712	56 268	11 359	128 650	16 082	16 940	69 982	3 447	22 199	-2 884	125 193	128 077	
02 A	-3 576	108 220	24 262	11 426	5 327	56 355	10 850	111 796	17 011	16 550	50 064	3 251	24 920	-2 626	108 456	111 082	
02 E-M	A 4 780	46 134	14 817	4 947	2 426	20 769	3 175	41 354	6 318	6 938	20 103	718	7 277	-1 023	46 182	47 205	
03 E-M	A 5 306	46 680	15 629	4 204	2 137	21 373	3 337	41 374	6 567	6 747	18 715	859	8 486	-231	45 999	45 768	
02 May	A -4 752	3 700	328	687	639	1 169	877	8 452	1 356	1 429	3 643	204	1 820	-3 810	3 629	7 438	
Jun	A -7 236	3 214	-207	900	367	-298	2 452	10 450	2 043	1 328	4 550	535	1 994	-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	
Dic	A -10 437	5 577	433	850	461	3 611	222	16 014	2 275	1 368	5 854	90	6 427	-2 295	8 870	11 165	
03 Ene	A 1 599	8 489	-967	843	290	7 747	576	6 890	1 191	1 430	3 070	68	1 131	-5 961	8 638	14 599	
Feb	A 7 161	15 185	10 643	876	686	2 417	563	8 024	1 362	1 246	3 728	219	1 469	7 864	14 957	7 093	
Mar	A -5 118	3 965	640	791	197	1 693	644	9 083	1 323	1 366	4 383	192	1 819	-4 710	3 489	8 199	
Abr	A 7 391	16 038	5 068	812	671	8 922	565	8 647	1 390	1 332	3 727	165	2 033	8 334	16 064	7 730	
May	A -5 727	3 003	245	882	293	594	989	8 730	1 301	1 373	3 807	215	2 034	-5 297	2 851	8 147	

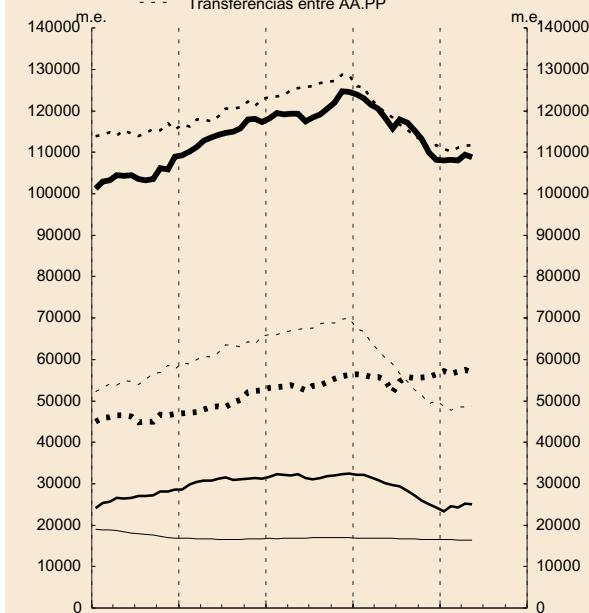
ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)

— Capacidad/necesidad definición
— Déficit de caja



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

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



Fuente: Ministerio de Hacienda (IGAE).

6.2. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España

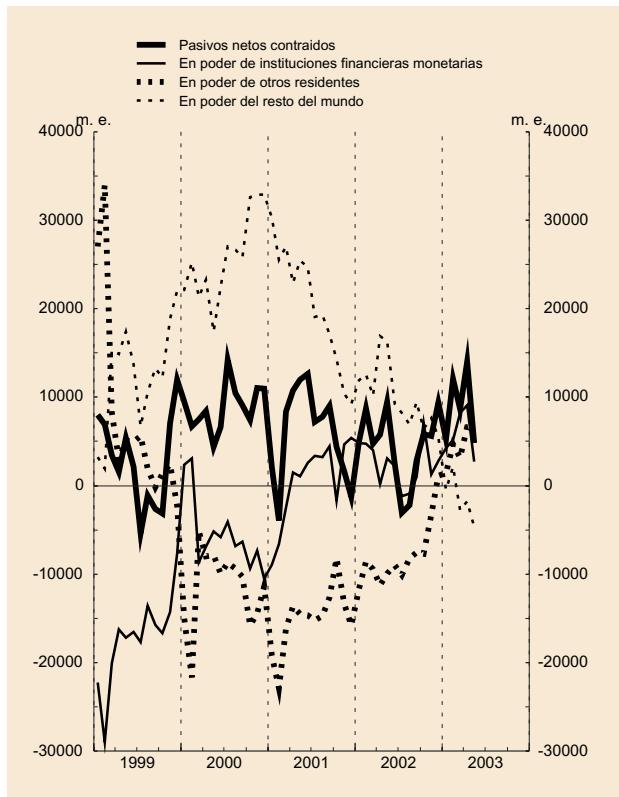
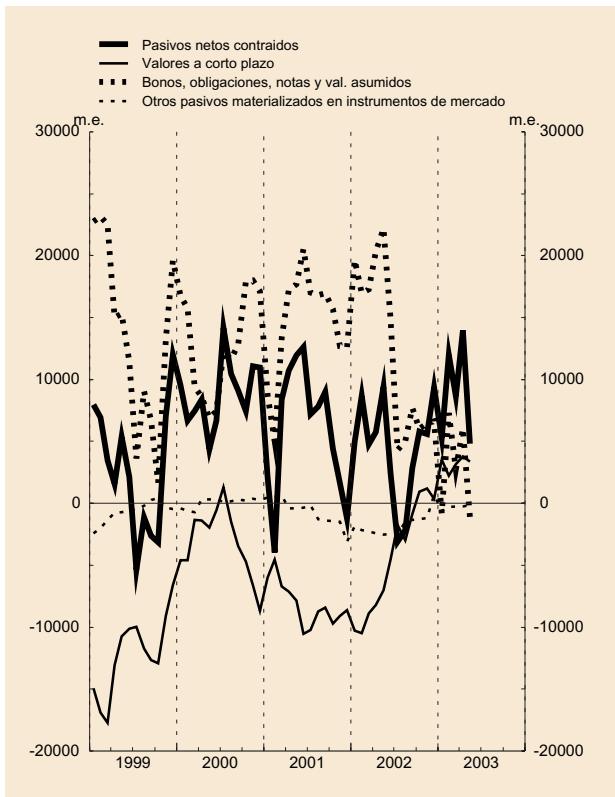
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad(+) o necesidad(-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos											Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
	Del cual	Depósitos en el Banco de España	Por instrumentos							Por sectores de contrapartida						
			Del cual		En monedas distintas de la peseta/euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo			
	Total	4	Total	5	6	7	8	9	10	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes	14	15		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
99	-6 538	5 452	4 574	11 991	199	-6 629	19 581	-499	-446	-18	-10 035	-7 734	-2 301	22 026	12 008	
00	-5 592	5 357	5 690	10 949	1 163	-8 683	17 129	-499	283	2 719	-21 975	-10 554	-11 421	32 924	8 230	
01 P	-4 038	-5 294	-20 141	-1 256	826	-8 616	12 545	-499	-3 101	-1 586	-10 463	5 386	-15 849	9 206	329	
02 A	-3 576	5 799	-95	9 375	-903	346	6 645	-486	700	2 170	3 907	2 797	1 110	5 468	7 205	
02 E-M	A	4 780	10 924	-95	6 144	-1 123	-76	5 999	-	517	-296	1 351	3 526	-2 174	4 792	6 440
03 E-M	A	5 306	6 894	0	1 588	-87	2 966	-1 762	-	-322	705	6 944	3 474	3 469	-5 356	882
02 May	A	-4 752	1 765	0	6 517	-27	-52	5 515	-	-71	1 125	5 218	3 054	2 164	1 299	5 392
Jun	A	-7 236	-8 795	15	-1 559	97	-18	-1 123	-	64	-481	1 202	410	793	-2 761	-1 077
Jul	A	5 435	-3 755	-12	-9 190	-154	1 926	-10 858	-	-83	-175	-7 308	-4 780	-2 528	-1 883	-9 015
Ago	A	-927	-1 025	-3	-98	34	-2 439	2 461	-	-11	-109	-823	-1 473	650	725	11
Sep	A	-739	7 789	5	8 528	92	1 133	6 080	-	97	1 219	3 639	3 180	460	4 888	7 309
Oct	A	7 282	8 225	-5	943	34	171	-60	-	27	804	963	-550	1 514	-21	139
Nov	A	-1 734	-1 062	-1	672	33	88	1 486	-	3	-905	1 455	630	825	-783	1 577
Dic	A	-10 437	-6 501	0	3 936	84	-439	2 659	-486	87	2 115	3 427	1 855	1 571	509	1 821
03 Ene	A	1 599	-6 759	-0	-8 358	-45	2 994	-10 925	-	-50	-377	-2 174	1 474	-3 648	-6 185	-7 981
Feb	A	7 161	10 404	0	3 243	20	-956	3 171	-	-93	1 121	2 194	1 006	1 187	1 049	2 121
Mar	A	-5 118	-2 675	-1	2 443	-71	603	1 539	-	-103	403	4 067	2 904	1 163	-1 624	2 039
Abr	A	7 391	14 288	-4	6 897	30	745	6 128	-	-114	138	3 876	1 402	2 474	3 021	6 759
May	A	-5 727	-8 363	4	-2 636	-21	-419	-1 675	-	37	-580	-1 019	-3 312	2 293	-1 617	-2 056

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.

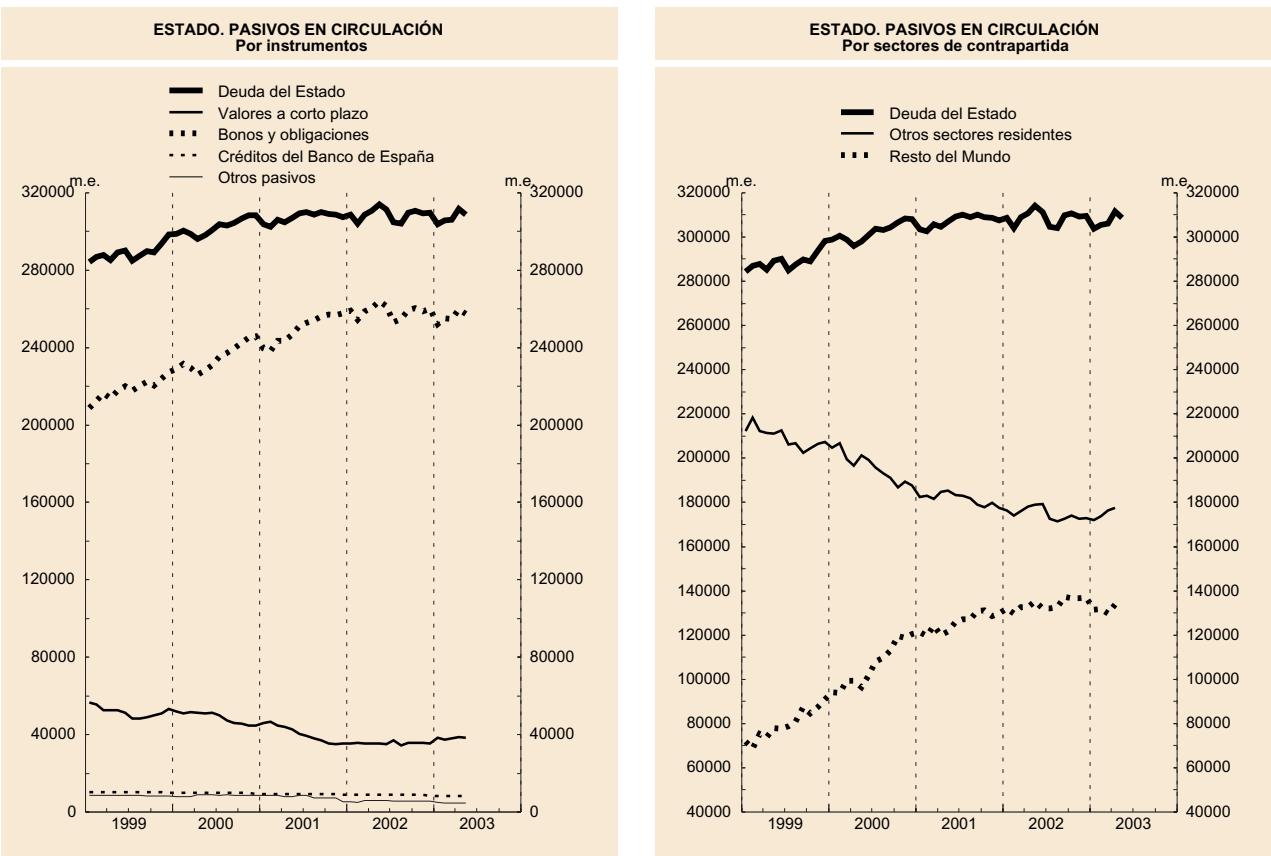
(a) Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

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	215 200	305	214 895	69 258	10 273	6 412
99	298 378	7 189	53 142	227 151	9 843	8 243	207 458	150	207 308	91 070	14 846	5 310
00	308 212	8 197	44 605	245 711	9 344	8 552	188 482	695	187 787	120 424	20 536	5 430
01	P 307 434	7 611	35 428	257 716	8 845	5 445	179 118	1 474	177 644	129 791	395	5 460
02 Mar	P 308 823	6 506	35 271	258 629	8 845	6 078	177 586	1 474	176 112	132 711	310	6 100
Abr	P 310 676	6 431	35 423	260 449	8 845	5 958	179 470	1 474	177 996	132 680	300	6 057
May	P 314 034	6 309	35 270	264 047	8 845	5 872	181 658	2 788	178 869	135 165	300	5 984
Jun	P 311 321	6 128	35 132	261 495	8 845	5 848	182 540	3 257	179 283	132 038	315	6 071
Jul	P 304 755	6 187	37 019	253 117	8 845	5 775	176 624	3 970	172 654	132 101	303	7 099
Ago	P 304 007	6 206	34 546	254 851	8 845	5 765	175 418	3 970	171 448	132 559	300	7 092
Sep	P 309 802	6 089	35 666	259 554	8 845	5 737	176 484	3 970	172 514	137 288	305	7 063
Oct	A 310 732	6 044	35 795	260 332	8 845	5 760	177 950	3 970	173 981	136 751	300	7 046
Nov	A 309 294	6 011	35 847	258 843	8 845	5 759	178 316	5 713	172 603	136 691	299	6 920
Dic	A 309 652	5 823	35 459	260 060	8 359	5 773	178 420	5 648	172 772	136 880	300	6 819
03 Ene	A 303 668	5 633	38 508	251 959	8 359	4 842	177 633	5 563	172 070	131 598	300	6 325
Feb	A 305 627	5 664	37 525	254 987	8 359	4 755	179 407	5 563	173 844	131 783	300	6 324
Mar	A 305 975	5 551	38 090	254 881	8 359	4 644	182 471	6 150	176 321	129 654	299	6 271
Abr	A 311 560	5 412	38 815	259 871	8 359	4 515	183 965	6 341	177 624	133 936	295	6 213
May	A 308 676	5 129	38 376	257 420	8 359	4 521	...	6 309	...	...	300	6 051



Fuente: BE.

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

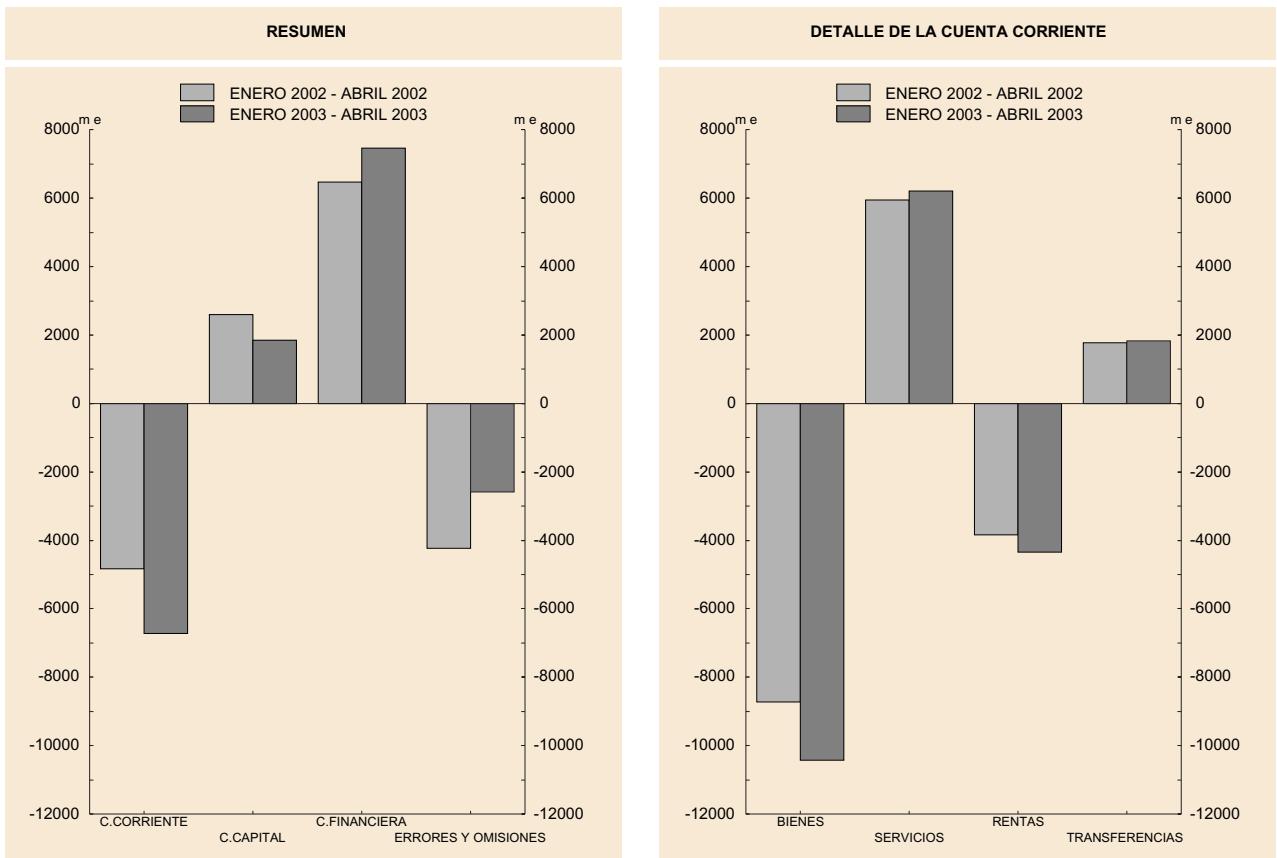
7.1. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo

Resumen y detalle de la cuenta corriente

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta financiera (saldo) (b)	Errores y omisiones			
	Total (saldo) 1=2+5+ 10+13	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias corrientes (saldo)								
		Saldo 2=3-4	Ingresos 3	Pagos 4	Saldo 5=6-8	Ingresos		Pagos		Saldo 11	Ingresos 12	Pagos 13							
						Total 6	Del cual 7	Total 8	Del cual 9			10=11- 12	14	15=1+14 16	17=-(15+16)				
00	-20 991	-37 778	126 070	163 848	24 243	58 407	33 750	34 163	5 967	-8 985	16 321	25 306	1 528	5 181	-15 811	21 300	-5 489		
01	-18 346	-36 396	131 703	168 099	27 131	65 111	36 602	37 980	6 661	-10 878	22 156	33 034	1 798	5 566	-12 780	20 072	-7 293		
02	-16 627	-34 712	133 218	167 931	26 128	66 153	35 543	40 025	7 020	-10 466	21 321	31 787	2 424	7 498	-9 129	16 179	-7 050		
02 E-A	-4 823	-8 716	44 158	52 875	5 945	18 533	9 072	12 588	2 002	-3 836	6 520	10 356	1 784	2 592	-2 232	6 472	-4 240		
03 E-A	P -6 714	-10 423	47 117	57 540	6 215	19 543	9 353	13 328	2 015	-4 343	7 274	11 617	1 837	1 845	-4 869	7 461	-2 592		
02 Ene	-1 075	-2 334	10 385	12 718	1 099	4 431	2 094	3 332	553	-1 048	2 025	3 072	1 207	1 547	472	707	-1 179		
Feb	-203	-2 056	10 970	13 026	1 534	4 482	2 185	2 948	482	-739	1 354	2 094	1 057	101	-102	1 864	-1 762		
Mar	-1 153	-1 822	11 245	13 067	1 700	4 689	2 358	2 989	508	-984	1 560	2 544	-47	41	-1 113	2 378	-1 265		
Abr	-2 391	-2 505	11 558	14 063	1 612	4 932	2 435	3 320	459	-1 064	1 582	2 646	-434	903	-1 488	1 522	-34		
May	-511	-2 784	11 343	14 126	2 636	5 812	3 190	3 176	505	-477	1 645	2 122	113	715	204	580	-784		
Jun	-976	-2 790	10 876	13 666	2 545	5 698	3 197	3 153	577	-475	1 836	2 311	-256	615	-361	-169	530		
Jul	-857	-2 697	11 348	14 045	3 405	7 260	4 356	3 854	772	-2 068	2 367	4 434	502	343	-515	1 632	-1 117		
Ago	396	-2 605	9 002	11 607	3 463	6 515	4 044	3 052	736	-687	1 035	1 722	225	837	1 233	-458	-774		
Sep	-2 493	-3 774	10 728	14 502	2 154	5 606	3 140	3 451	655	-1 412	1 450	2 862	538	784	-1 710	1 730	-20		
Oct	-1 073	-3 617	12 826	16 443	2 570	6 330	3 541	3 760	707	38	2 426	2 388	-65	1 232	159	998	-1 157		
Nov	-1 823	-3 279	12 049	15 327	2 175	5 541	2 994	3 366	568	-482	1 471	1 953	-238	82	-1 741	2 622	-881		
Dic	-4 466	-4 450	10 889	15 339	1 233	4 858	2 010	3 625	498	-1 069	2 570	3 639	-179	300	-4 166	2 773	1 393		
03 Ene	P -2 199	-2 694	10 592	13 286	1 176	4 751	2 121	3 575	578	-1 864	1 953	3 816	1 183	1 276	-923	1 549	-626		
Feb	P -883	-2 491	11 457	13 948	1 299	4 510	2 152	3 211	503	-869	1 417	2 286	1 179	473	-410	642	-232		
Mar	P -2 423	-2 751	12 460	15 211	1 611	4 907	2 382	3 295	472	-1 172	1 608	2 780	-111	70	-2 352	2 823	-470		
Abr	P -1 209	-2 487	12 608	15 094	2 129	5 376	2 698	3 247	462	-438	2 297	2 735	-414	26	-1 184	2 447	-1 263		



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

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

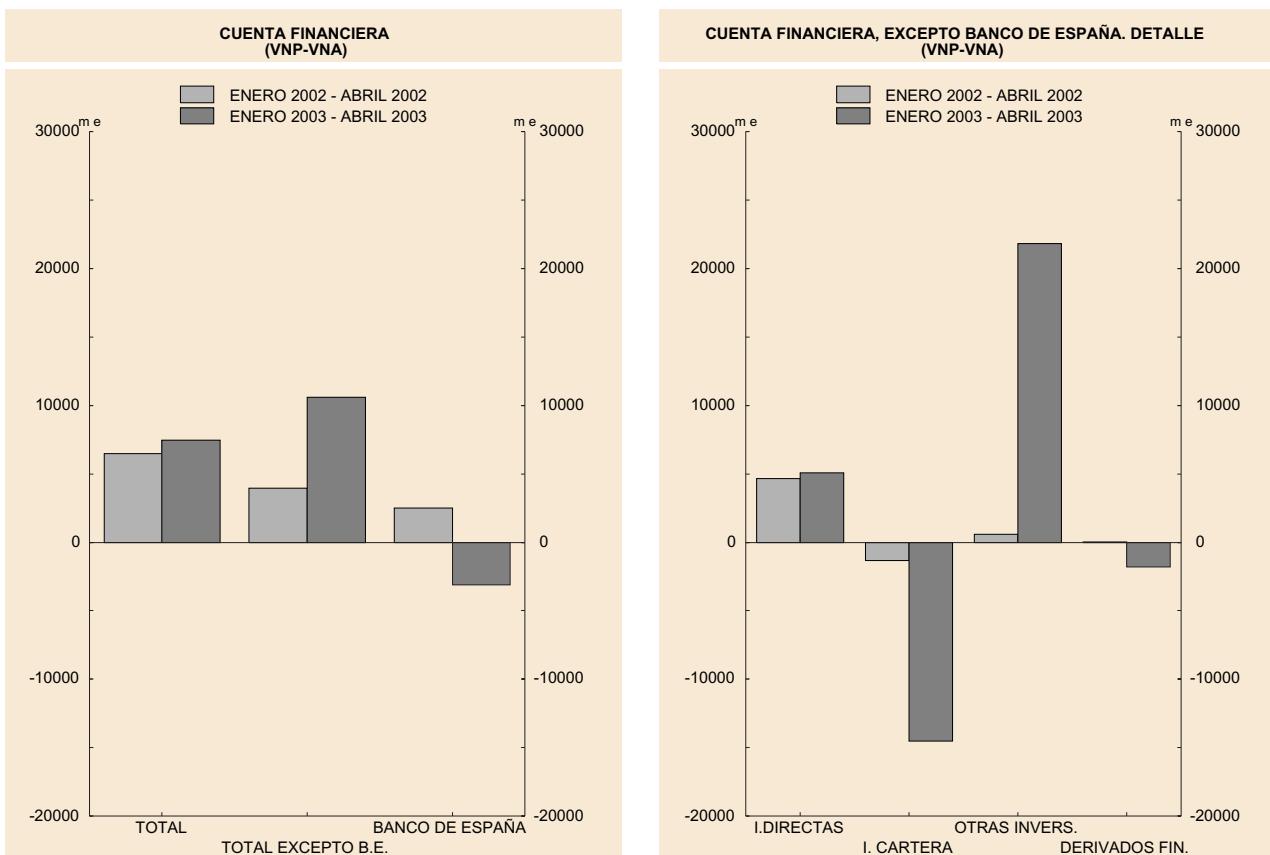
(b) Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

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

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España												Banco de España				Pro memoria	
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA) 13=14+15+16	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA) 15	Otras inversiones incluido Banco de España (d)			
		Saldo (VNP-VNA) 2=3+6+9+12	De España en el exterior (VNA) 3=5-4	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11					De España en el exterior (VNP-VNA) 17	Del exterior en España (VNP-VNA) 18		
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	-195	20 665 56 659	
01	20 072	2 597	-5 686	36 982	31 296	-19 813	50 284	30 471	28 498	4 043	32 541	-401	17 475	1 581	16 122	-228	-12 128 32 264	
02	16 179	12 618	2 909	19 610	22 519	6 510	30 531	37 040	7 912	30 277	38 189	-4 712	3 561	-3 630	6 506	685	23 792 39 380	
02 E-A	6 472	3 971	4 667	4 835	9 502	-1 328	13 994	12 666	594	15 491	16 085	39	2 500	-834	2 733	601	12 769 16 697	
03 E-A	P 7 461	10 576	5 101	751	5 852	-14 535	28 323	13 788	21 807	11 065	32 872	-1 796	-3 115	2 264	-3 007	-2 373	14 067 32 270	
02 Ene	707	2 569	3 346	1 215	4 562	-5 965	5 994	29	4 755	1 445	6 200	432	-1 861	-1 748	-1 783	1 669	3 235 7 876	
Feb	1 864	-4 229	883	466	1 348	-4 032	3 307	-726	-1 095	-2 972	-4 068	15	6 093	544	6 152	-603	-9 108 4 654	
Mar	2 378	3 870	-298	1 251	953	6 502	2 691	9 194	-2 330	6 125	3 795	-4	-1 492	-246	-1 386	140	7 516 3 940	
Abr	1 522	1 762	736	1 903	2 638	2 166	2 002	4 169	-735	10 893	10 158	-404	-240	616	-250	-606	11 126 9 535	
May	580	1 977	-1 663	2 485	822	-2 212	6 925	4 713	6 541	3 427	9 968	-689	-1 397	263	-1 385	-274	4 807 9 689	
Jun	-169	-1 898	-1 300	1 566	266	-3 868	2 892	-977	5 011	-2 140	2 871	-1 741	1 728	157	1 803	-231	-3 921 2 662	
Jul	1 632	286	1 200	983	2 183	-3 484	3 817	334	3 548	-2 669	879	-977	1 346	-544	1 309	581	-4 018 1 419	
Ago	-458	-1 490	-2 256	1 097	-1 159	1 785	-156	1 629	-1 306	-2 776	-4 082	286	1 032	47	1 081	-96	-3 836 4 157	
Sep	1 730	6 341	-698	2 940	2 242	9 530	-1 036	8 493	-1 935	9 036	7 101	-555	-4 611	-593	-4 042	24	13 071 7 118	
Oct	998	1 662	2 494	2 552	5 047	5 341	-755	4 586	-6 677	11 027	4 350	505	-664	1	-514	-151	11 556 4 214	
Nov	2 622	3 766	1 275	219	1 494	2 543	2 814	5 358	305	647	952	-358	-1 144	-1 761	61	556	552 1 475	
Dic	2 773	-1 999	-810	2 933	2 123	-1 797	2 035	238	1 831	-1 766	65	-1 222	4 771	-365	5 460	-324	-7 188 265	
03 Ene	P 1 549	7 329	2 279	215	2 494	-6 758	2 690	-4 068	13 007	-2 719	10 288	-1 199	-5 780	600	-5 834	-546	3 103 9 730	
Feb	P 642	-4 076	1 141	503	1 644	-3 683	6 484	2 801	-2 163	7 728	5 565	628	4 718	186	4 830	-298	2 924 5 664	
Mar	P 2 823	3 558	1 051	-691	360	-4 064	11 669	7 605	7 367	-1 951	5 416	-796	-735	804	-683	-856	-1 257 5 323	
Abr	P 2 447	3 765	629	725	1 354	-31	7 481	7 450	3 595	8 008	11 603	-428	-1 318	674	-1 320	-672	9 296 11 553	



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

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

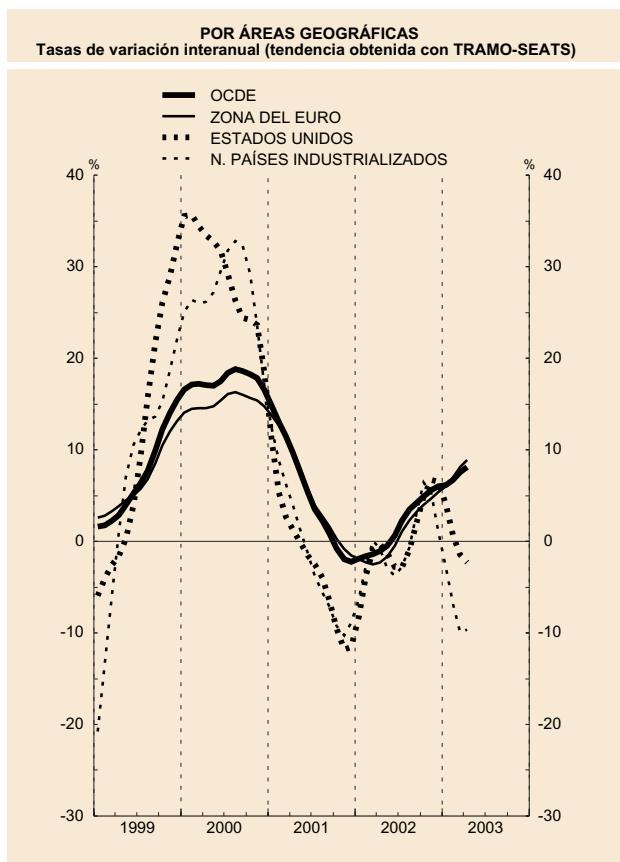
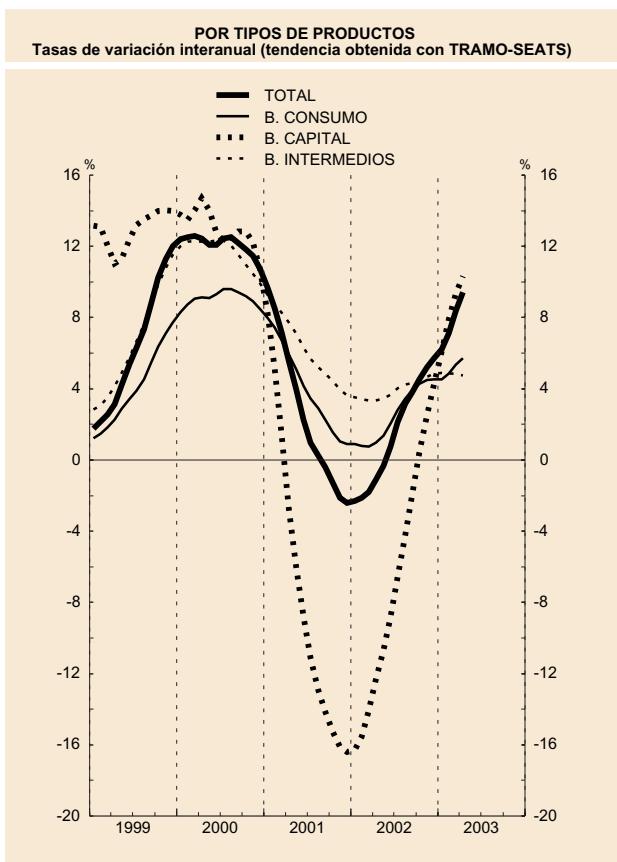
7.3. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo

Exportaciones y expediciones

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas)(a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nom- inal	Deflac- tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE				OPEP	Otros países ameri- canos	Nuevos países indus- triali- zados	Otros		
						Total	Energé- ticos	No energé- ticos	Total	Unión Europea	Del cual	Estados Unidos de América	Resto OCDE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	
02	P 130 814	2,0	1,5	3,0	-9,1	3,9	-6,8	4,5	2,5	1,0	1,0	1,8	3,2	7,7	-19,8	3,6	6,0	
02	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	5,8	-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	6,0	0,6	2,7	-3,4	2,8	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	-2,8	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	2,8	11,3	-0,3	21,5	-0,9	3,4	-3,3	1,1	13,6	5,0	7,6	-19,9	8,4	8,5
	Dic	10 619	10,0	12,2	11,7	1,0	16,8	21,0	16,7	12,9	15,1	10,7	14,9	12,1	0,1	-18,8	1,1	3,7
03	Ene	10 320	1,8	1,0	-5,3	7,0	4,7	55,9	4,0	2,1	3,3	1,6	17,1	0,7	-13,5	-24,4	-3,5	12,1
	Feb	11 212	3,8	3,5	2,4	14,8	1,3	26,8	1,1	3,4	4,7	4,0	-12,8	4,2	2,1	-1,3	1,3	8,8
	Mar	12 250	10,7	13,1	15,2	15,2	10,8	25,9	10,9	12,6	10,8	13,3	0,2	14,1	-7,2	-4,9	-32,4	12,7
	Abr	12 274	7,6	9,0	4,4	19,0	9,5	72,2	8,0	7,7	4,8	12,3	-7,2	9,9	-7,9	-6,3	-17,8	16,9



Fuentes: ME y BE.

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

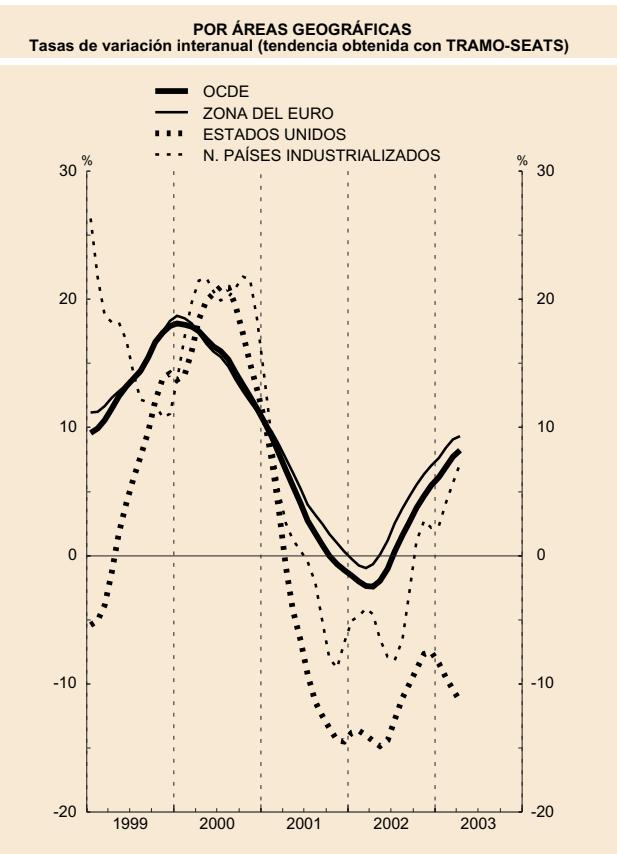
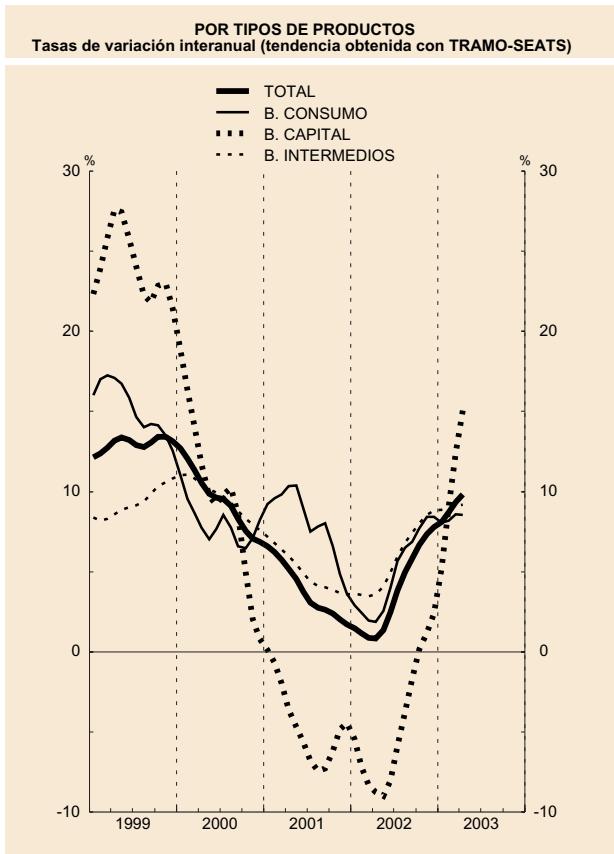
(a) Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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	
02	P 172 789	0,8	3,9	4,9	-5,7	6,7	5,0	7,0	0,3	-0,6	1,8	-8,1	1,5	-10,3	6,6	2,5	10,8	
02 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	9,7	-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	8,3	-0,0	9,3	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	9,4	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	8,4	-2,4	9,7	3,3	-9,5	4,5	4,7	7,4	8,0	-6,3	20,0	25,2	
Dic	15 725	12,3	16,2	13,2	-4,4	26,0	11,7	28,0	12,6	-1,2	12,7	16,4	17,0	6,6	24,9	-6,1	14,7	
03 Ene	13 541	3,5	-0,1	7,1	0,3	-3,1	-17,8	-0,6	1,8	7,3	4,4	-10,2	1,3	18,1	-12,0	-2,8	9,1	
Feb	14 382	7,0	12,7	2,4	15,4	16,5	-5,1	19,8	8,1	2,4	7,6	-13,0	11,8	9,1	-16,8	6,5	5,1	
Mar	15 667	16,3	13,1	15,7	16,1	11,0	-0,4	12,7	15,2	17,8	17,3	-5,2	16,1	35,4	-14,0	24,0	19,1	
Abr	15 583	7,2	9,9	7,5	16,4	9,2	7,0	9,4	9,5	5,7	11,3	-22,6	13,6	3,8	17,2	-12,2	-2,0	



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.

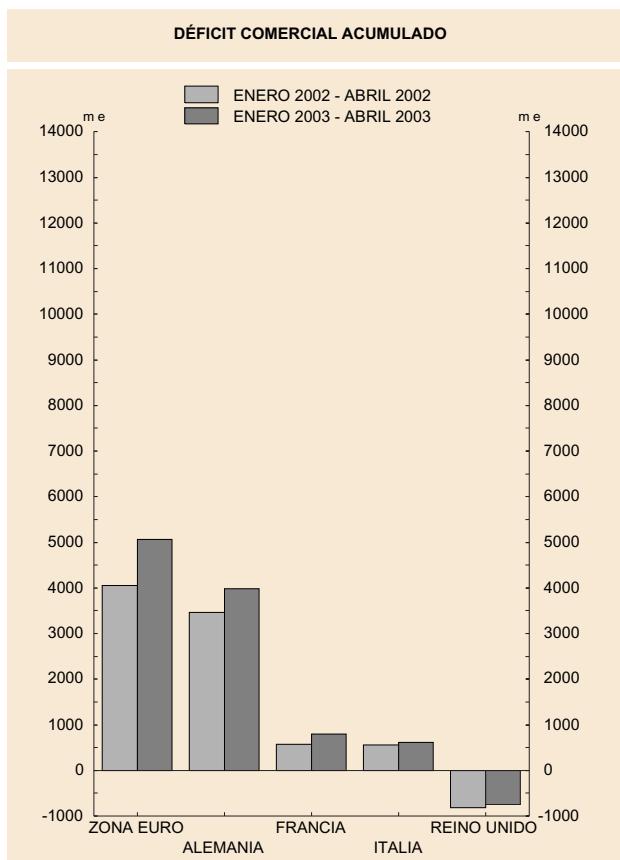
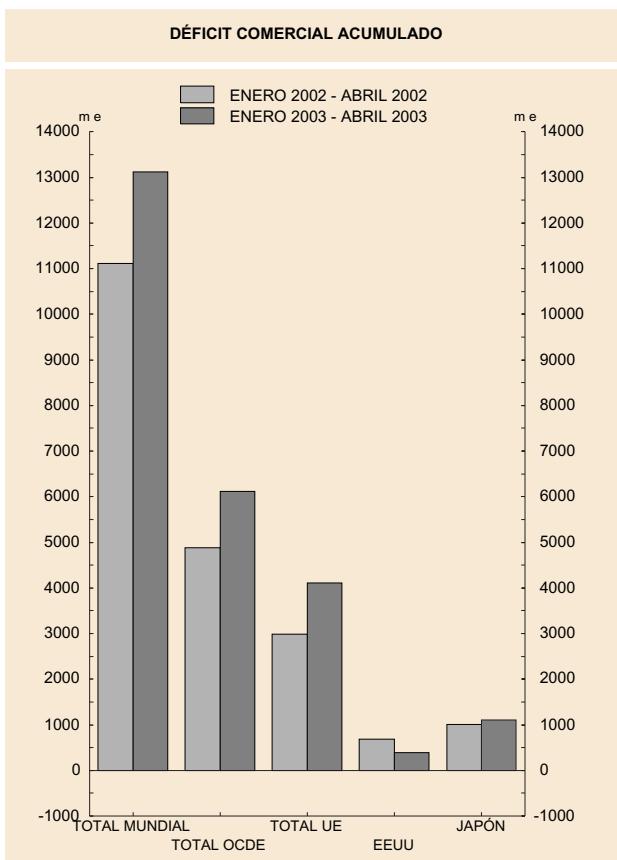
(a) Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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				
		Unión Europea																			
		Total	Zona del euro			Reino Unido	Resto UE	Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE											
			Total	Alemania	Francia					Del cual	Italia										
99	-34 305	-24 373	-17 970	-4 904	-8 169	-4 448	-3 572	-1 640	-11 425	-3 055	-3 301	-48	-4 642	885	-1 933	-4 243					
00	-45 291	-26 645	-20 065	-5 968	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-12 236	-2 707	-3 616	-258	-10 879	936	-2 151	-6 551					
01	-43 439	-24 992	-17 987	-4 974	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-12 551	-2 219	-3 159	-1 627	-9 501	420	-2 176	-7 190					
02 P	-41 974	-22 719	-17 306	-19 620	-13 191	-3 341	-3 125	1 671	643	-1 376	-3 189	-849	-7 669	-919	-2 163	-8 504					
02 E-A	-11 120	-4 883	-2 981	-4 049	-3 470	-570	-556	823	246	-687	-1 001	-214	-2 400	-266	-726	-2 845					
03 E-A	-13 118	-6 121	-4 107	-5 066	-3 985	-801	-618	743	216	-390	-1 106	-518	-3 044	-308	-843	-2 802					
02 Abr	-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					
Dic	-5 106	-3 579	-2 973	-2 861	-1 383	-605	-549	-72	-40	-188	-246	-172	-719	-48	-164	-597					
03 Ene	-3 221	-1 182	-572	-962	-836	-196	-76	299	91	-146	-268	-196	-895	-122	-242	-781					
Feb	-3 171	-1 597	-1 140	-1 408	-1 045	-182	-219	231	37	-100	-217	-139	-715	19	-175	-703					
Mar	-3 417	-1 681	-1 177	-1 427	-1 159	-178	-208	171	78	-116	-311	-77	-807	6	-206	-730					
abr	-3 309	-1 662	-1 217	-1 268	-945	-246	-115	41	10	-29	-311	-106	-628	-211	-220	-588					



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.

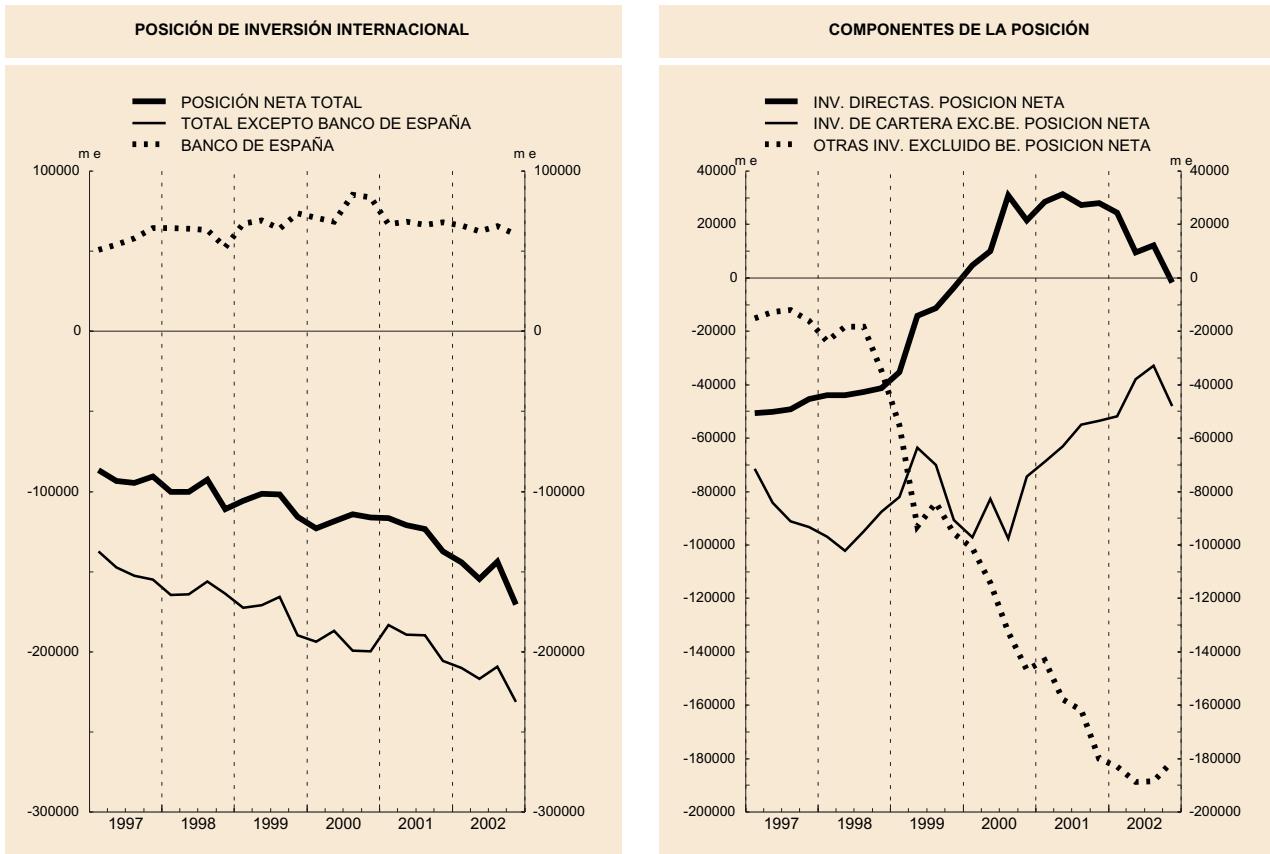
7.6. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona euro y al resto del mundo

Resumen

■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Eurosistema	Otros activos netos (activos-pasivos)		
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
	1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13a15	13	14	15	
94	P	-79 459	-114 232	-52 461	23 795	76 256	-52 633	13 688	66 321	-9 139	103 351	112 490	34 773	34 708	- 65	
95	P	-83 544	-110 910	-53 271	26 434	79 704	-72 944	13 310	86 254	15 304	128 920	113 616	27 366	27 263	- 102	
96	P	-87 026	-134 428	-53 177	31 988	85 165	-83 153	16 650	99 802	1 901	132 147	130 245	47 403	47 658	- 256	
97	P	-90 515	-154 826	-45 355	45 882	91 237	-93 277	31 775	125 053	-16 194	141 760	157 954	64 311	64 174	- 137	
98	P	-111 095	-163 637	-41 178	60 123	101 301	-87 557	69 993	157 550	-34 902	158 775	193 677	52 542	52 095	- 447	
99 /V	P	-115 967	-189 710	-3 540	112 261	115 801	-90 554	118 045	208 599	-95 616	148 074	243 689	73 743	37 288	36 028	427
00 /I	P	-122 937	-193 618	4 795	122 688	117 894	-97 213	131 926	229 139-101 200	156 580	257 780	70 682	39 763	31 776	- 858	
II	P	-118 430	-186 819	10 092	139 799	129 707	-82 853	144 202	227 055-114 058	155 048	269 106	68 389	39 354	29 092	- 57	
III	P	-114 067	-199 169	31 003	167 316	136 313	-97 615	158 642	256 257-132 556	162 484	295 041	85 101	42 750	42 610	- 259	
IV	P	-116 296	-199 812	21 480	177 099	155 618	-74 482	186 091	260 572-146 810	159 493	306 303	83 516	38 234	45 278	4	
01 /I	P	-116 428	-183 430	28 495	189 275	160 780	-68 748	200 189	268 937-143 177	188 313	331 491	67 002	41 380	27 355	- 1 732	
II	P	-121 038	-189 439	31 454	209 441	177 987	-63 132	216 721	279 853-157 761	178 122	335 884	68 402	40 776	28 376	- 751	
III	P	-123 285	-189 723	27 271	207 656	180 385	-55 031	216 700	271 731-161 962	170 347	332 310	66 438	39 971	27 762	- 1 296	
IV	P	-137 358	-205 502	27 985	214 931	186 945	-53 482	235 282	288 764-180 005	163 426	343 431	68 145	38 865	29 156	123	
02 /I	P	-144 171	-210 221	24 513	218 243	193 730	-51 770	245 683	297 453-182 964	167 518	350 482	66 050	41 015	26 173	- 1 139	
II	P	-154 589	-217 078	9 554	205 575	196 020	-37 866	254 103	291 969-188 766	172 724	361 490	62 489	36 400	26 005	84	
III	P	-143 669	-209 319	12 150	211 265	199 115	-33 002	257 679	290 681-188 467	177 299	365 766	65 651	38 425	27 657	- 431	
IV	P	-170 514	-231 151	-1 638	206 018	207 656	-48 472	259 982	308 454-181 041	184 485	365 526	60 637	38 431	22 650	- 445	



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

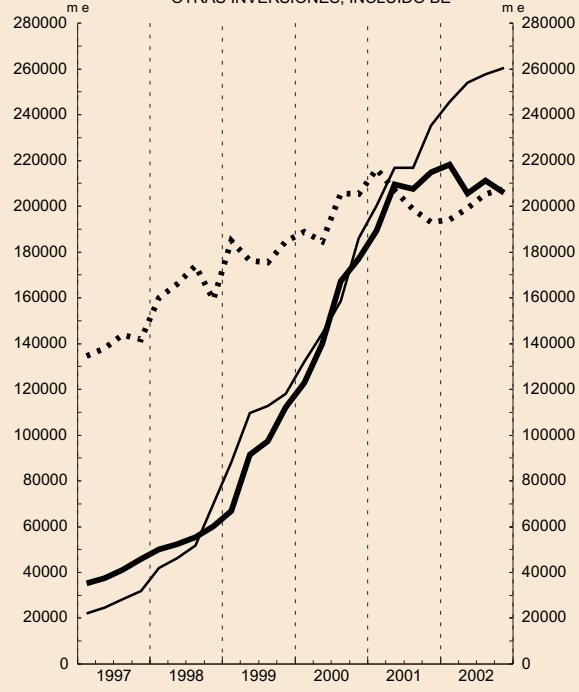
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	P	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España	
		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España
		Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
94	P	22 247	1 548	63 913	12 343	2 735	10 953	19 115	47 206	103 479	112 552
95	P	24 520	1 913	66 930	12 774	2 748	10 562	23 682	62 572	129 101	113 694
96	P	29 633	2 354	71 683	13 482	3 501	13 149	30 895	68 908	132 328	130 683
97	P	42 705	3 177	78 261	12 977	8 421	23 354	42 827	82 226	141 943	158 000
98	P	54 370	5 753	84 022	17 279	17 122	52 871	64 947	92 603	159 274	193 729
99 /IV	P	104 807	7 454	97 447	18 355	32 910	85 135	86 422	122 177	184 563	243 723
00 /I	P	114 726	7 963	98 359	19 535	45 428	86 498	95 768	133 371	188 822	259 103
II	P	131 451	8 347	108 796	20 911	51 679	92 523	90 505	136 549	184 601	269 623
III	P	154 516	12 800	111 991	24 322	58 411	100 230	104 888	151 369	205 535	295 740
IV	P	164 136	12 962	129 955	25 664	76 253	109 838	97 709	162 864	205 229	306 757
01 /I	P	172 430	16 846	132 506	28 274	78 652	121 537	99 517	169 420	216 093	333 647
II	P	190 730	18 711	144 585	33 402	77 829	138 892	103 951	175 902	206 932	337 068
III	P	187 128	20 528	146 839	33 546	75 104	141 596	88 212	183 518	198 552	334 047
IV	P	194 340	20 590	150 244	36 702	77 090	158 192	100 065	188 699	193 003	343 730
02 /I	P	197 319	20 924	148 913	44 816	76 792	168 892	103 993	193 461	194 139	352 069
II	P	188 597	16 978	151 710	44 310	74 281	179 822	92 459	199 510	199 177	361 855
III	P	192 560	18 705	152 982	46 133	74 946	182 733	74 960	215 721	205 377	366 618
IV	P	186 608	19 410	157 018	50 638	72 008	188 461	80 626	227 828	207 575	366 897

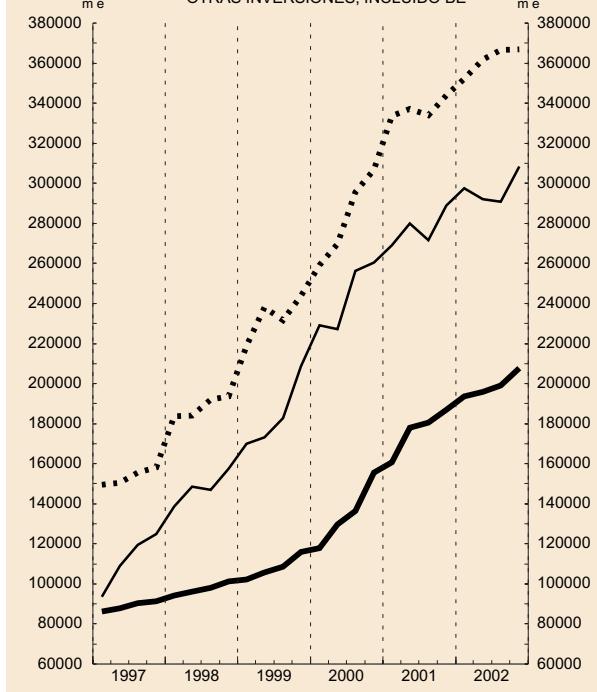
INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR

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



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA

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



Fuente: BE.

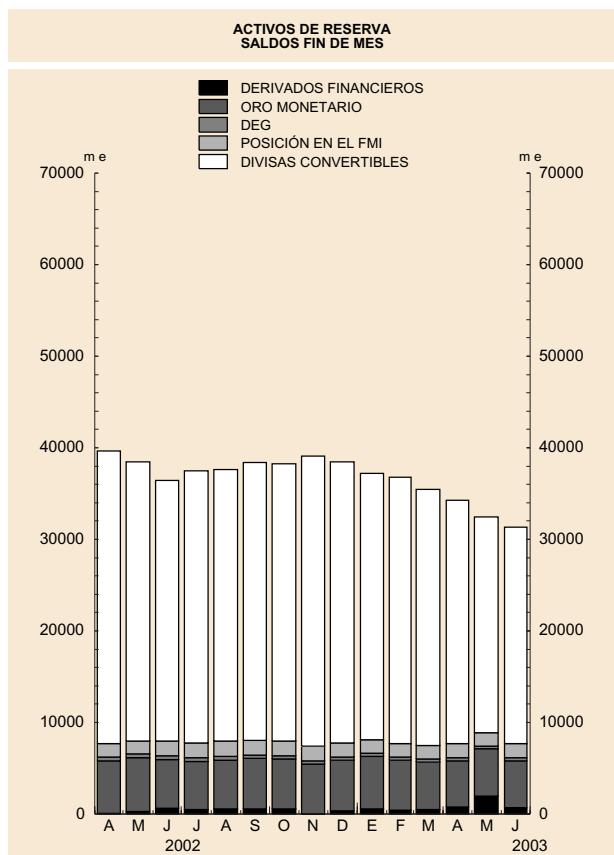
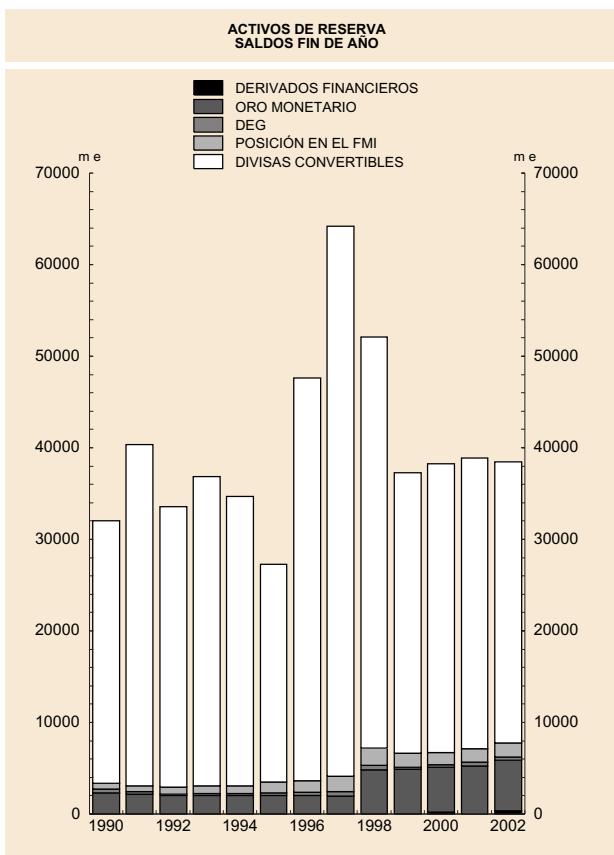
Nota: Véase nota del indicador 7.6

7.8. Activos de reserva de España

■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	R	Activos de reserva						Pro memoria: Oro
		Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	
99	R	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		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
03	Ene	37 232	29 123	1 468	331	5 747	563	16,8
	Feb	36 768	29 100	1 467	337	5 426	439	16,8
	Mar	35 436	27 950	1 455	334	5 180	517	16,8
	Abr	34 290	26 626	1 503	329	5 084	748	16,8
	May	31 576	23 586	1 446	318	5 169	1 956	16,8
	Jun	31 326	23 650	1 531	330	5 083	731	16,8



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	
02 Ene	179 917	117 364	60 000	2 955	21	210	632	44 718	355 484	-27 578	385 795	102 606	2 438	129 823	2 939
<i>Feb</i>	183 992	123 800	60 000	-	10	245	63	46 973	296 948	-18 284	386 358	154 667	2 676	131 403	2 939
<i>Mar</i>	176 708	116 660	60 001	-	-8	160	105	38 690	283 118	-11 855	386 302	153 728	3 306	131 773	2 939
<i>Abr</i>	169 916	109 681	60 000	-	6	428	199	32 558	286 051	-12 755	398 780	158 042	3 407	131 012	2 939
<i>May</i>	172 171	112 331	59 999	-	7	121	287	33 501	295 732	-19 717	396 937	154 424	3 510	132 221	2 939
<i>Jun</i>	175 940	115 800	60 000	-	2	324	186	37 197	303 333	-22 305	396 259	152 428	3 390	132 415	2 939
<i>Jul</i>	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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	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
<i>Dic</i>	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
03 Ene	216 134	171 227	45 000	-	44	194	331	78 901	343 292	1 621	357 455	91 443	4 633	130 571	2 029
<i>Feb</i>	214 155	169 101	45 000	-	30	215	190	77 507	341 834	6 205	355 613	85 081	2 911	131 708	2 029
<i>Mar</i>	226 881	181 762	45 000	-	22	176	80	92 269	349 423	16 524	350 769	77 092	3 144	129 438	2 029
<i>Abr</i>	225 887	181 136	44 982	-	14	88	332	86 415	361 691	3 881	333 632	54 475	4 102	133 342	2 029
<i>May</i>	223 549	178 317	44 980	-175	21	580	174	87 720	366 841	1 040	332 823	52 662	4 657	129 143	2 029
<i>Jun</i>	242 725	197 701	44 990	-	58	295	320	101 582	375 152	7 666	330 087	48 852	5 590	133 523	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- ción 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	
02 Ene	12 878	10 712	2 076	95	-0	1	7	28 820	58 296	3 005	42 369	9 888	-26 530	-26 614	84	10 587	-
<i>Feb</i>	14 249	11 997	2 251	-	1	0	0	24 097	50 266	3 674	42 399	12 557	-20 819	-20 925	107	10 970	-
<i>Mar</i>	12 257	9 628	2 632	-	-2	-	0	22 797	48 199	4 312	42 489	12 774	-21 272	-21 319	47	10 733	-
<i>Abr</i>	12 763	9 882	2 882	-	-0	-	1	24 352	48 156	5 648	43 258	13 806	-22 862	-22 921	59	11 272	-
<i>May</i>	13 342	10 599	2 742	-	1	-	-	26 119	48 651	6 692	43 218	13 994	-23 670	-23 770	101	10 892	-
<i>Jun</i>	14 739	11 735	3 000	-	4	-	0	27 211	49 879	6 066	43 273	14 540	-23 610	-23 709	99	11 137	-
<i>Jul</i>	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	-
<i>Ago</i>	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	-
<i>Sep</i>	15 980	13 150	2 816	-	14	-	-	26 238	50 834	4 929	39 782	10 257	-21 508	-21 584	76	11 251	-
<i>Oct</i>	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	-
<i>Nov</i>	15 012	13 603	1 408	-	1	-	-	26 708	51 322	6 683	41 878	10 581	-23 566	-23 634	67	11 870	-
<i>Dic</i>	14 968	13 660	1 106	185	5	21	10	26 241	54 148	3 752	42 276	10 617	-22 641	-22 533	-108	11 368	-
03 Ene	15 510	14 845	670	-	8	1	13	25 487	52 831	3 594	40 512	9 574	-21 385	-21 064	-322	11 409	-
<i>Feb</i>	13 802	12 818	982	-	2	-	0	23 953	52 233	3 482	40 161	8 400	-21 027	-20 511	-515	10 875	-
<i>Mar</i>	16 858	15 631	1 228	-	-3	1	0	26 245	53 103	4 618	39 800	8 324	-21 571	-20 738	-834	12 184	-
<i>Abr</i>	15 460	14 563	900	-	-3	-	-	28 617	54 799	5 628	37 706	5 897	-24 679	-23 845	-833	11 522	-
<i>May</i>	16 142	15 771	367	-	4	-	-	29 707	54 804	6 792	36 619	4 730	-25 126	-24 535	-591	11 562	-
<i>Jun</i>	17 225	17 096	123	-	6	-	0	31 927	55 832	8 040	35 483	3 538	-26 074	-25 645	-429	11 371	-

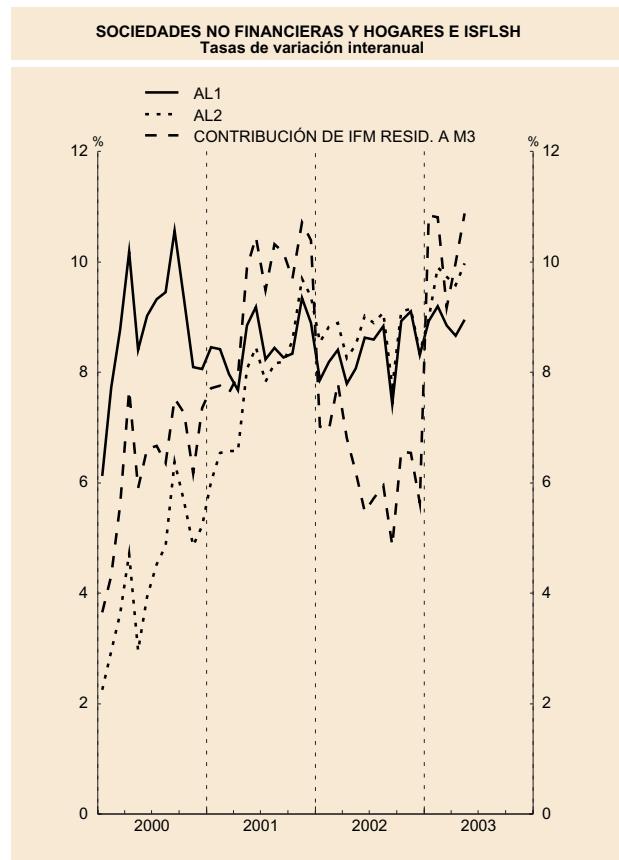
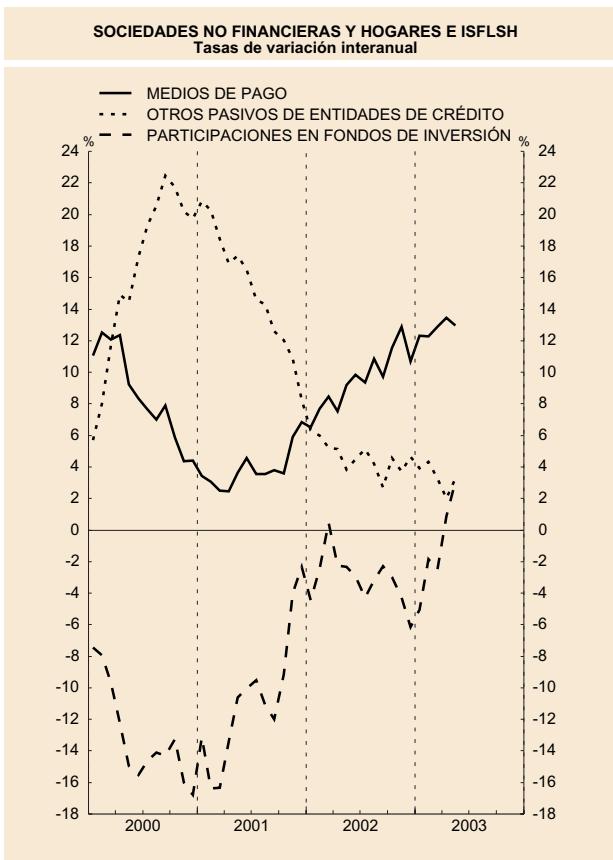
Fuentes: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

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			FIM renta fija en euros	Resto FIM	T 1/12		T 1/12		
			Efectivo	Depó- sitos a la vista	Depó- sitos de aho- rrro (b)			Depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exterior			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				
00	272 700	4,4	-0,4	9,1	2,4	221 046	19,7	25,4	11,4	-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	239 330	8,3	13,0	-1,1	-20,6	153 804	-2,4	31,2	19,7	-18,0	8,9	9,4	9,4	10,4			
02	322 417	10,7	23,4	10,3	6,5	250 436	4,6	6,9	-6,9	5,6	144 346	-6,1	12,9	9,2	-20,9	8,3	8,4	8,4	5,6			
02 Feb	284 997	7,7	-19,0	15,1	13,2	242 778	6,0	10,2	3,9	-26,4	149 960	-2,5	28,1	22,7	-18,7	8,2	8,8	8,8	7,0			
Mar	289 709	8,4	-23,6	17,5	14,8	244 467	5,2	8,2	4,8	-21,2	152 652	0,5	30,2	19,6	-14,9	8,4	8,9	8,9	7,8			
Abr	288 190	7,5	-19,3	14,3	13,5	245 901	5,1	6,9	5,8	-13,1	150 794	-2,3	28,4	18,4	-18,4	7,8	8,3	8,3	6,8			
May	292 076	9,2	-13,8	16,0	13,1	245 187	3,8	6,2	3,5	-18,4	150 161	-2,3	28,5	17,7	-18,8	8,1	8,5	8,5	6,2			
Jun	308 357	9,9	-10,8	16,3	12,7	247 606	4,5	6,2	1,8	-8,2	147 672	-2,9	27,0	17,8	-19,8	8,6	9,0	9,0	5,5			
Jul	304 731	9,3	-7,3	15,1	11,1	248 343	5,1	7,1	2,4	-11,0	144 771	-4,3	25,8	15,4	-21,7	8,6	8,9	8,9	5,7			
Ago	303 590	10,9	-5,0	17,0	11,9	250 449	4,2	6,0	-0,4	-6,9	145 199	-3,2	24,3	14,3	-19,8	8,8	9,1	9,1	5,9			
Sep	308 539	9,7	-1,9	14,5	9,8	247 744	2,7	5,1	-5,4	-8,0	142 743	-2,3	20,3	14,5	-18,2	7,4	7,7	7,7	4,9			
Oct	305 273	11,5	3,2	16,7	9,8	251 742	4,5	7,1	-6,4	-2,0	144 920	-3,0	17,7	12,7	-18,0	8,9	9,1	9,1	6,6			
Nov	315 449	12,9	8,6	17,8	9,7	250 910	3,7	6,3	-7,3	-3,9	146 234	-4,3	15,3	10,0	-18,5	9,1	9,1	9,1	6,5			
Dic	322 417	10,7	23,4	10,3	6,5	250 436	4,6	6,9	-6,9	5,6	144 346	-6,1	12,9	9,2	-20,9	8,3	8,4	8,4	5,6			
03 Ene	315 622	12,3	26,5	13,3	6,5	252 407	3,9	6,1	-5,3	-1,1	143 663	-5,1	15,2	9,8	-20,8	8,9	9,0	9,0	10,8			
Feb	320 036	12,3	26,7	12,8	6,7	253 255	4,3	5,8	-7,6	13,2	147 210	-1,8	16,5	23,6	-20,8	9,2	9,9	9,9	10,8			
Mar	327 084	12,9	36,5	12,6	5,5	252 499	3,3	4,6	-7,2	10,3	148 862	-2,5	13,1	27,2	-21,7	8,8	9,7	9,7	9,2			
Abr	P 326 940	13,4	32,2	13,3	7,1	250 890	2,0	3,9	-7,5	-0,2	152 118	0,9	14,6	27,6	-16,7	8,7	9,6	9,6	10,0			
May	P 329 924	13,0	26,6	12,4	8,6	253 200	3,3	5,7	-9,7	1,2	154 786	3,1	14,0	30,3	-13,6	8,9	10,0	10,0	10,9			



Fuente: BE.

(a) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 10 que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior. Los datos intertrimestrales son parcialmente estimados por no disponerse de información completa.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

(d) AL1 incluye los medios de pago, los otros pasivos de entidades de crédito y las participaciones en los FIAMM.

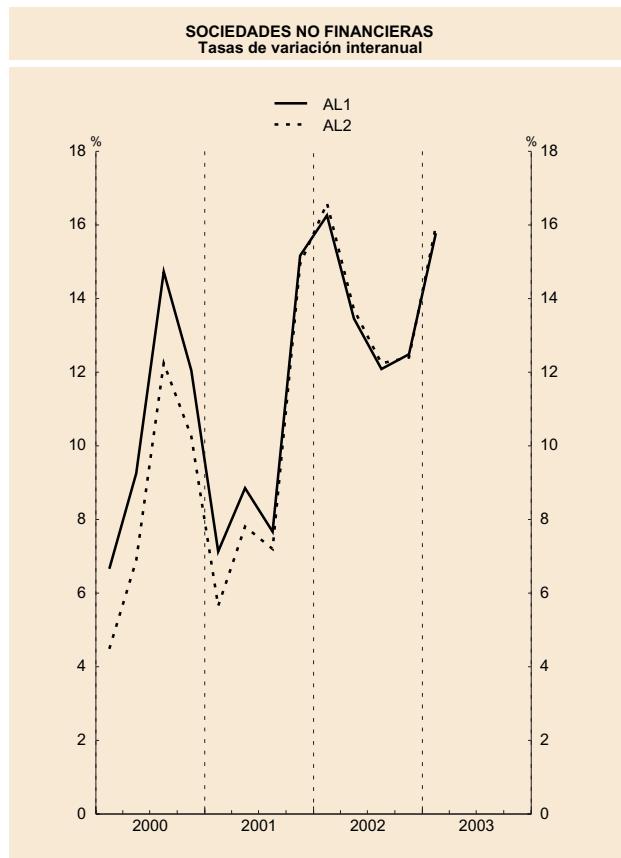
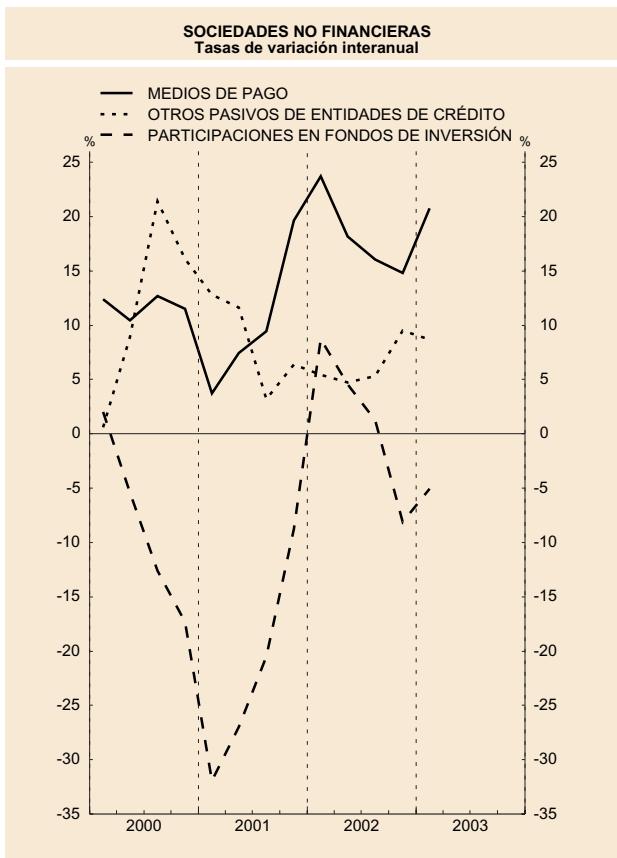
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

8.3. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de las sociedades no financieras, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión						Pro memoria	
	Saldos	1 T 4	T 1/4		Saldos	1 T 4	T 1/4		Saldos	1 T 4	T 1/4			T 1/4		
			Efectivo y depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
00	55 494	11,5	11,5	13,1	37 281	16,1	45,5	4,7	14 703	-17,3	-16,9	-34,6	-11,9	12,1	10,3	
01	66 405	19,7	20,0	10,7	39 666	6,4	16,7	0,8	13 410	-8,8	40,7	5,2	-27,9	15,2	14,9	
02	76 231	14,8	14,0	39,5	43 438	9,5	19,1	3,5	12 318	-8,1	4,3	8,3	-21,5	12,5	12,4	
00 /	50 689	12,4	12,6	6,3	33 930	0,6	37,8	-10,1	17 959	2,0	-7,9	-35,2	24,1	6,7	4,5	
//	55 809	10,5	10,6	6,3	34 426	8,9	55,0	-5,6	16 980	-5,4	-4,6	-39,4	9,3	9,3	6,9	
/I	55 267	12,7	12,8	7,6	36 793	21,4	58,7	8,4	15 537	-12,6	-12,7	-40,7	-1,8	14,7	12,2	
/IV	55 494	11,5	11,5	13,1	37 281	16,1	45,5	4,7	14 703	-17,3	-16,9	-34,6	-11,9	12,1	10,3	
01 /	52 582	3,7	3,5	10,6	38 269	12,8	38,7	1,4	12 227	-31,9	1,5	-38,9	-40,1	7,1	5,7	
//	59 976	7,5	7,4	8,3	38 437	11,7	27,5	3,5	12 399	-27,0	3,3	-29,0	-36,2	8,8	7,8	
/I	60 504	9,5	9,4	12,1	37 980	3,2	22,9	-6,8	12 352	-20,5	27,4	-12,0	-37,8	7,7	7,2	
/IV	66 405	19,7	20,0	10,7	39 666	6,4	16,7	0,8	13 410	-8,8	40,7	5,2	-27,9	15,2	14,9	
02 /	65 050	23,7	24,1	13,3	40 344	5,4	13,7	0,4	13 299	8,8	23,1	33,7	-4,9	16,3	16,6	
//	70 875	18,2	18,1	19,6	40 253	4,7	10,1	1,3	12 963	4,6	28,4	26,6	-13,8	13,5	13,7	
/I	70 223	16,1	16,1	15,6	40 011	5,3	10,8	1,7	12 506	1,3	16,1	19,7	-14,5	12,1	12,2	
/IV	76 231	14,8	14,0	39,5	43 438	9,5	19,1	3,5	12 318	-8,1	4,3	8,3	-21,5	12,5	12,4	
03 /	78 554	20,8	20,4	31,0	43 854	8,7	16,0	3,7	12 623	-5,1	6,9	24,2	-23,5	15,8	16,0	



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.

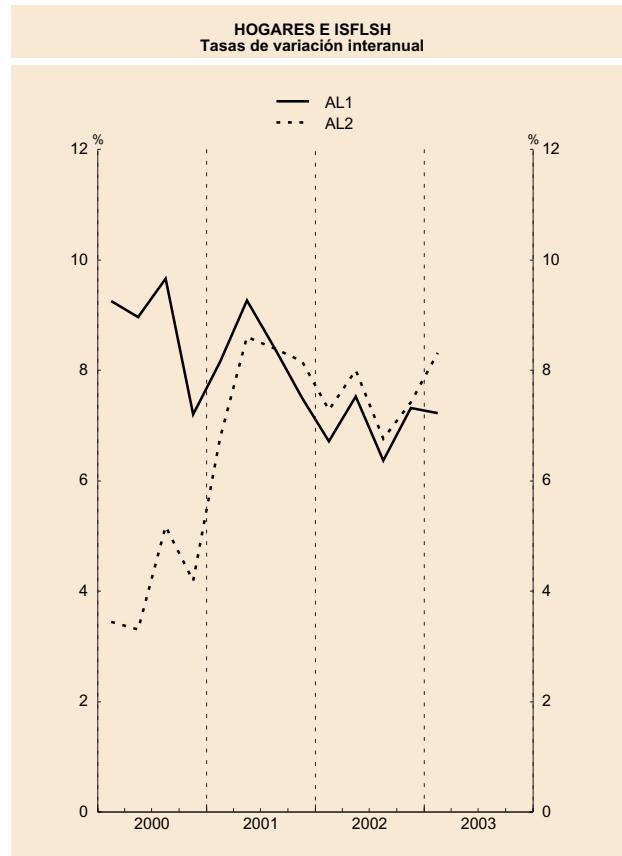
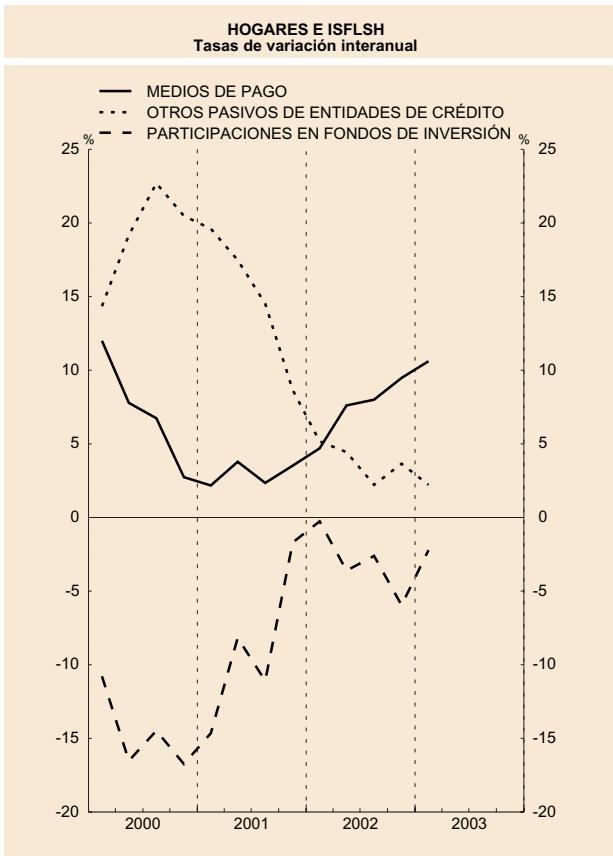
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

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		
00	217 206	2,7	-0,8	7,1	2,2	183 765	20,5	24,0	5,2	142 803	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,2	4,2		
01	224 905	3,5	-22,4	12,1	11,8	199 663	8,7	12,7	-12,6	140 394	-1,7	30,2	21,2	-16,9	7,5	8,2		
02	246 186	9,5	23,7	6,9	5,9	206 998	3,7	5,8	-10,9	132 028	-6,0	13,9	9,3	-20,8	7,3	7,4		
00 /	209 985	12,0	5,6	17,1	12,7	162 224	14,4	18,7	-1,8	163 706	-10,8	-20,5	-43,0	9,1	9,2	3,4		
//	212 638	7,8	5,7	9,7	7,8	169 018	19,2	22,7	5,3	152 154	-16,5	-22,0	-45,5	-1,5	9,0	3,3		
///	215 641	6,7	3,8	11,4	5,8	177 422	22,7	25,1	12,7	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	183 765	20,5	24,0	5,2	142 803	-16,7	-22,3	-32,8	-9,6	7,2	4,2		
01 /	214 555	2,2	-2,3	7,7	1,4	194 041	19,6	24,3	-1,4	139 728	-14,6	-10,1	-14,4	-16,1	8,2	6,8		
//	220 710	3,8	-5,3	10,1	5,0	198 556	17,5	22,4	-5,2	139 720	-8,2	1,9	-2,8	-12,6	9,3	8,6		
///	220 690	2,3	-9,5	5,4	6,5	203 231	14,5	20,1	-10,6	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	199 663	8,7	12,7	-12,6	140 394	-1,7	30,2	21,2	-16,9	7,5	8,2		
02 /	224 660	4,7	-24,4	11,4	14,9	204 123	5,2	7,7	-8,9	139 353	-0,3	31,0	18,4	-15,7	6,7	7,3		
//	237 482	7,6	-11,3	14,1	12,5	207 353	4,4	5,9	-4,2	134 708	-3,6	26,8	17,1	-20,3	7,5	8,0		
///	238 316	8,0	-2,1	12,6	9,7	207 733	2,2	4,6	-12,4	130 237	-2,6	20,9	14,0	-18,5	6,4	6,8		
/IV	246 186	9,5	23,7	6,9	5,9	206 998	3,7	5,8	-10,9	132 028	-6,0	13,9	9,3	-20,8	7,3	7,4		
03 /	248 530	10,6	36,9	5,8	5,0	208 645	2,2	3,6	-7,0	136 239	-2,2	13,8	27,5	-21,5	7,2	8,3		



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.

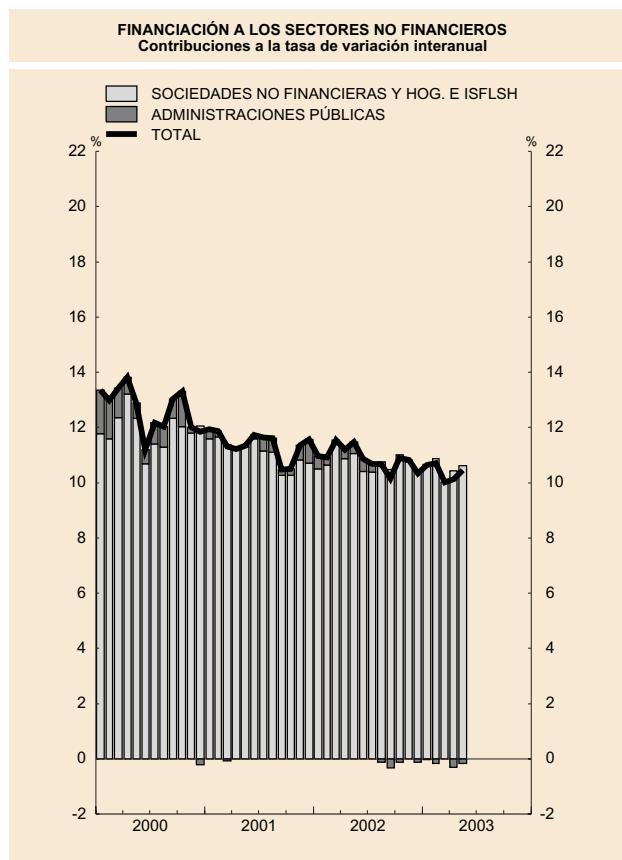
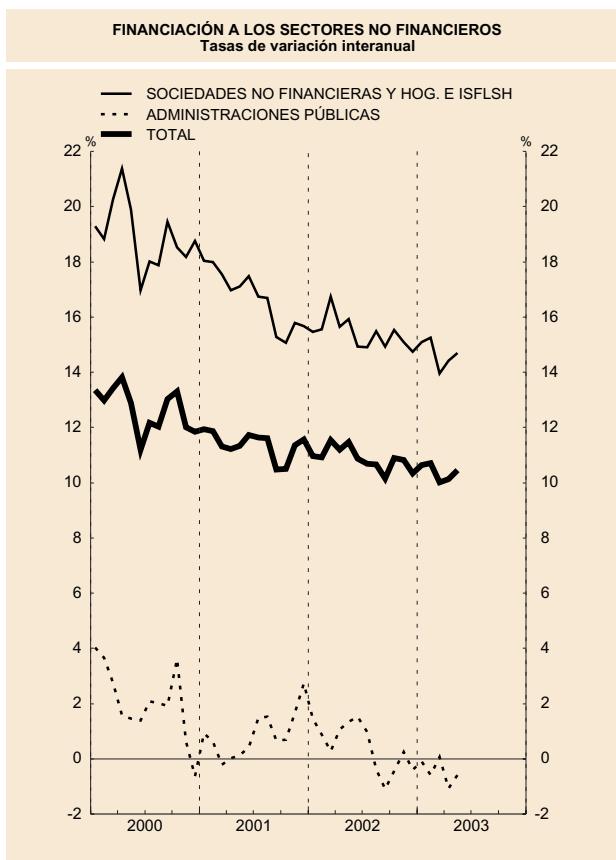
(e) AL2 incluye AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

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-tracio-nes pú-blicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Adminis-tracio-nes 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	
00	982 296	17 907	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	1 097 144	22 098	11,6	2,7	15,7	13,5	20,8	8,1	28,4	0,9	10,7	7,5	0,4	0,1	2,7	
02	1 205 733	19 239	10,3	-0,4	14,8	12,6	62,2	-9,7	19,6	-0,1	10,5	7,1	1,4	-0,2	2,2	
02 Feb	1 102 849	-1 755	10,9	0,9	15,6	14,1	18,0	7,5	24,5	0,3	10,6	7,7	0,4	0,1	2,4	
Mar	1 124 432	20 631	11,5	0,3	16,7	14,9	23,5	7,8	26,7	0,1	11,5	8,1	0,5	0,1	2,7	
Abr	1 125 886	2 615	11,2	1,1	15,6	14,2	23,5	9,2	22,5	0,3	10,9	7,8	0,5	0,2	2,4	
May	1 136 326	11 106	11,5	1,3	15,9	14,7	22,5	3,8	22,8	0,4	11,1	8,1	0,5	0,1	2,4	
Jun	1 153 682	17 089	10,9	1,5	14,9	13,4	35,9	2,0	20,6	0,5	10,4	7,4	0,8	0,0	2,2	
Jul	1 167 290	13 924	10,7	1,0	14,9	14,4	23,7	-1,6	17,9	0,3	10,4	7,9	0,6	-0,0	1,9	
Ago	1 164 991	-3 227	10,7	-0,4	15,5	15,4	26,1	-3,9	16,8	-0,1	10,8	8,4	0,6	-0,1	1,8	
Sep	1 171 209	5 839	10,2	-1,1	14,9	13,9	32,2	-2,8	19,5	-0,3	10,5	7,7	0,7	-0,0	2,1	
Oct	1 175 952	7 506	10,9	-0,5	15,5	14,9	24,5	-3,8	19,9	-0,1	11,0	8,3	0,6	-0,1	2,2	
Nov	1 188 290	12 649	10,8	0,2	15,1	13,7	45,6	-10,0	19,8	0,1	10,8	7,7	1,1	-0,2	2,2	
Dic	1 205 733	19 239	10,3	-0,4	14,8	12,6	62,2	-9,7	19,6	-0,1	10,5	7,1	1,4	-0,2	2,2	
03 Ene	1 216 798	11 831	10,6	-0,1	15,1	14,0	51,8	-10,0	16,5	-0,0	10,7	7,8	1,2	-0,2	1,9	
Feb	1 216 704	-1 113	10,7	-0,6	15,3	14,2	51,5	-10,5	16,7	-0,2	10,9	8,0	1,2	-0,2	1,9	
Mar	1 232 495	15 214	10,0	0,1	13,9	13,2	49,9	-10,9	13,3	0,0	10,0	7,4	1,2	-0,2	1,5	
Abr	P 1 236 416	3 984	10,1	-1,1	14,4	14,0	57,0	-13,1	11,8	-0,3	10,4	7,9	1,4	-0,2	1,4	
May	P 1 252 283	15 906	10,5	-0,6	14,7	14,1	56,4	-5,4	11,9	-0,2	10,6	8,0	1,3	-0,1	1,4	



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.

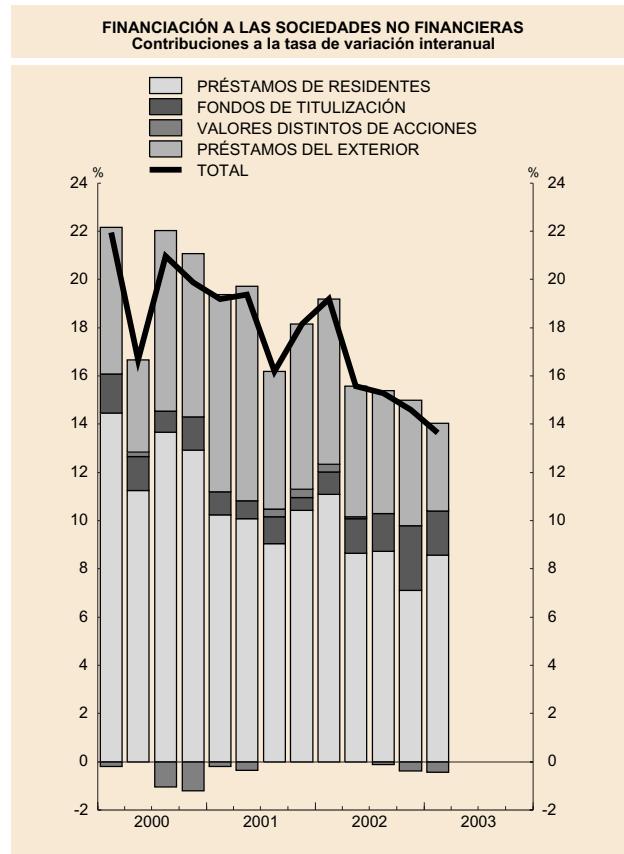
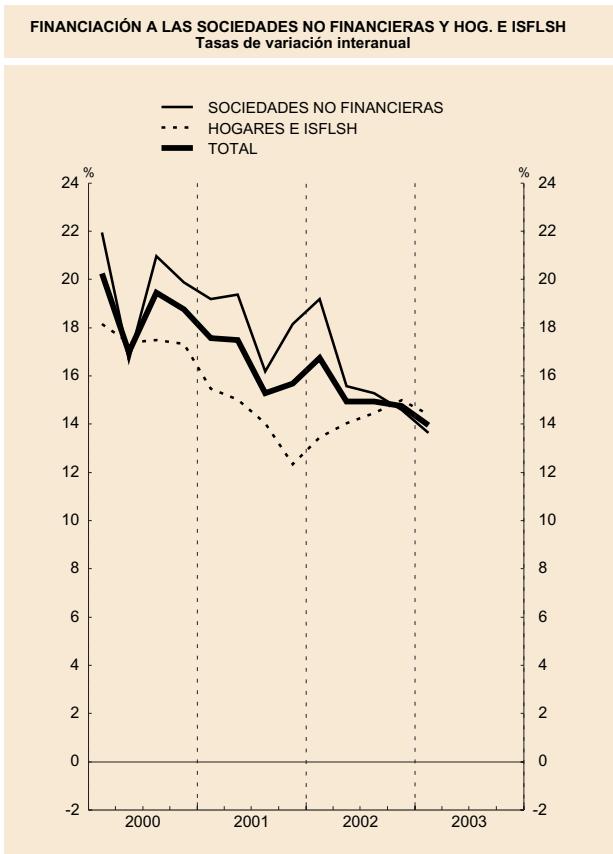
(b) Total de pasivos menos depósitos.

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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
00	384 131	63 227	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	455 456	69 740	18,2	302 122	15,3	10,4	14 395	15,9	18 142	8,1	0,4	120 797	28,5	6,9	322 472	35 487	12,3	
02	517 670	66 453	14,6	333 643	10,7	7,1	26 646	85,1	16 386	-9,7	-0,4	140 994	19,6	5,2	370 105	48 315	15,0	
00 /	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	
//	349 493	19 205	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	
/I	371 904	20 443	21,0	254 012	19,4	13,6	10 881	32,6	16 825	-16,0	-1,1	90 185	36,7	7,5	274 464	7 484	17,5	
/IV	384 131	12 659	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 /	395 699	10 990	19,2	263 476	14,7	10,2	13 970	28,5	17 036	-3,7	-0,2	101 217	38,0	8,2	294 072	6 703	15,5	
//	420 487	23 624	19,4	278 546	14,4	10,1	14 041	23,0	17 498	-6,6	-0,4	110 402	41,2	8,9	306 757	12 818	15,0	
/I	433 409	12 958	16,2	287 139	13,2	9,0	15 007	37,9	18 045	7,3	0,3	113 218	23,6	5,7	312 564	5 907	14,0	
/IV	455 456	22 167	18,2	302 122	15,3	10,4	14 395	15,9	18 142	8,1	0,4	120 797	28,5	6,9	322 472	10 059	12,3	
02 /	473 207	17 167	19,2	306 769	16,6	11,1	17 661	26,4	18 373	7,8	0,3	130 404	26,7	6,8	333 159	10 753	13,4	
//	484 940	13 194	15,6	314 414	13,1	8,6	20 094	43,1	17 853	2,0	0,1	132 579	20,6	5,4	349 389	16 329	14,0	
/I	499 717	13 650	15,3	324 470	13,2	8,7	21 770	45,1	17 547	-2,8	-0,1	135 929	19,5	5,1	357 332	8 079	14,5	
/IV	517 670	22 442	14,6	333 643	10,7	7,1	26 646	85,1	16 386	-9,7	-0,4	140 994	19,6	5,2	370 105	13 154	15,0	
03 /	533 818	15 179	13,6	346 433	13,2	8,6	26 293	48,9	16 377	-10,9	-0,4	144 714	13,2	3,7	380 415	10 448	14,4	



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.

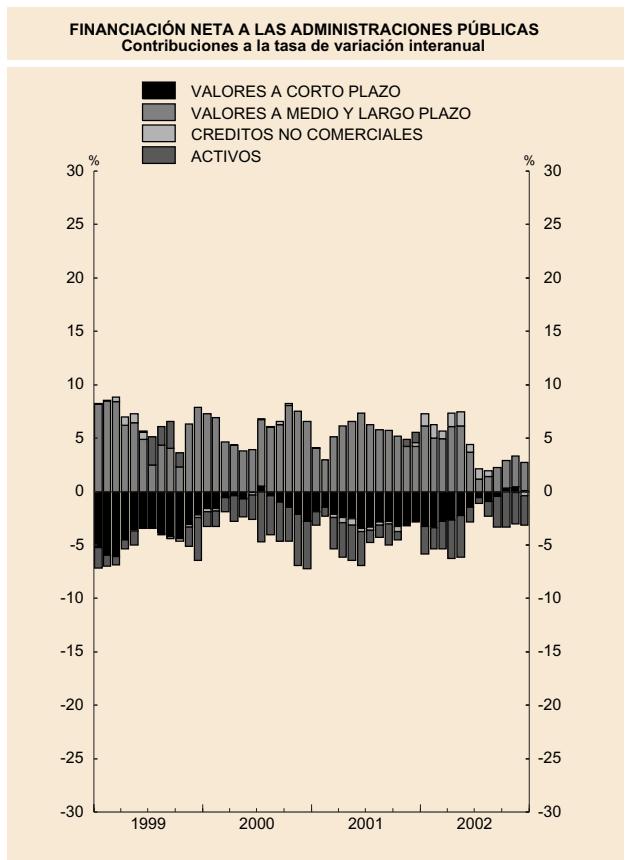
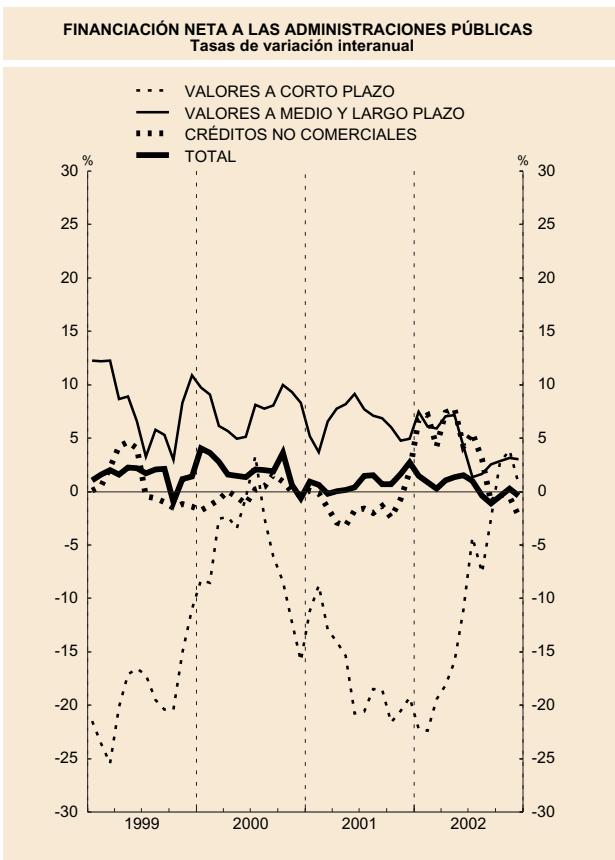
(b) Datos provisionales.

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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
00	P	310 736	-1 947	-0,6	11 791	-8 605	20 558	-162	8 319	5 419	3,3	-15,8	8,3	-0,3	32,2	-2,8	6,6	-0,1	-4,4
01	P	319 216	8 480	2,7	5 424	-8 804	13 224	1 003	-17 158	14 101	1,5	-19,3	4,9	1,9	-5,4	-2,8	4,3	0,3	1,0
02	A	317 958	-1 258	-0,4	7 547	275	8 510	-1 238	1 854	6 950	2,0	0,7	3,0	-2,3	16,5	0,1	2,7	-0,4	-2,8
01 Dic	P	319 216	11 113	2,7	3 194	484	1 129	1 581	-3 480	-4 439	1,5	-19,3	4,9	1,9	-5,4	-2,8	4,3	0,3	1,0
02 Ene	A	323 873	4 657	1,4	2 672	-282	219	2 734	1 225	-3 211	3,5	-22,2	7,5	6,8	18,8	-3,3	6,1	1,1	-2,5
Feb	A	316 720	-7 153	0,9	-4 366	259	-4 796	171	224	2 563	2,5	-22,4	6,1	7,1	13,1	-3,4	5,0	1,2	-2,0
Mar	A	318 066	1 346	0,3	3 261	-60	5 350	-2 029	1 132	783	2,5	-19,5	5,9	4,3	17,2	-2,8	4,9	0,7	-2,6
Apr	A	311 653	-6 413	1,1	3 991	134	2 141	1 716	1 791	8 613	4,0	-18,1	7,1	7,4	20,2	-2,7	6,1	1,3	-3,6
May	A	315 712	4 059	1,3	4 198	21	4 354	-177	-1 179	1 317	4,5	-15,9	7,1	7,8	22,5	-2,2	6,2	1,3	-3,9
Jun	A	319 353	3 641	1,5	-3 675	-157	-2 466	-1 051	970	-8 286	2,5	-11,0	4,2	4,2	8,1	-1,5	3,7	0,7	-1,4
Jul	A	322 504	3 150	1,0	-3 114	1 972	-6 066	980	-2 005	-4 259	1,3	-4,3	1,4	5,5	3,7	-0,5	1,2	0,9	-0,6
Ago	A	319 753	-2 750	-0,4	-2 924	-2 490	1 724	-2 158	215	-388	0,9	-7,6	1,7	3,0	9,1	-0,9	1,4	0,5	-1,4
Sep	A	314 160	-5 593	-1,1	3 867	1 039	4 862	-2 034	1 286	8 174	1,5	-2,5	2,6	-1,0	17,1	-0,3	2,2	-0,2	-2,9
Oct	A	307 381	-6 780	-0,5	1 919	275	1 839	-196	-584	9 283	2,4	2,7	2,8	-0,2	16,8	0,3	2,6	-0,0	-3,3
Nov	A	308 863	1 482	0,2	869	219	456	194	1 136	-1 749	2,7	3,9	3,1	-0,5	14,9	0,5	2,8	-0,1	-3,0
Dic	A	317 958	9 095	-0,4	849	-656	893	612	-2 356	-5 890	2,0	0,7	3,0	-2,3	16,5	0,1	2,7	-0,4	-2,8
03 Ene	A	323 518	5 560	-0,1	-5 550	3 038	-8 365	-223	-1 005	-10 104	-0,2	9,8	-0,0	-7,3	-0,6	1,1	-0,0	-1,3	0,1
Feb	A	314 845	-8 673	-0,6	2 080	-850	3 504	-573	-20	10 773	1,6	6,7	3,0	-8,6	14,1	0,8	2,6	-1,6	-2,4
Mar	A	318 263	3 418	0,1	921	443	506	-29	1 625	-4 122	0,9	8,1	1,2	-5,3	5,8	0,9	1,1	-0,9	-1,0
Apr	A	308 299	-9 963	-1,1	6 249	812	5 430	6	504	15 709	1,5	9,9	2,4	-8,1	13,6	1,2	2,1	-1,5	-2,9
May	A	313 850	5 551	-0,6	-2 773	-473	-2 512	212	1 801	-10 125	-0,3	8,6	-0,1	-7,4	0,9	1,0	-0,1	-1,3	-0,2



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.

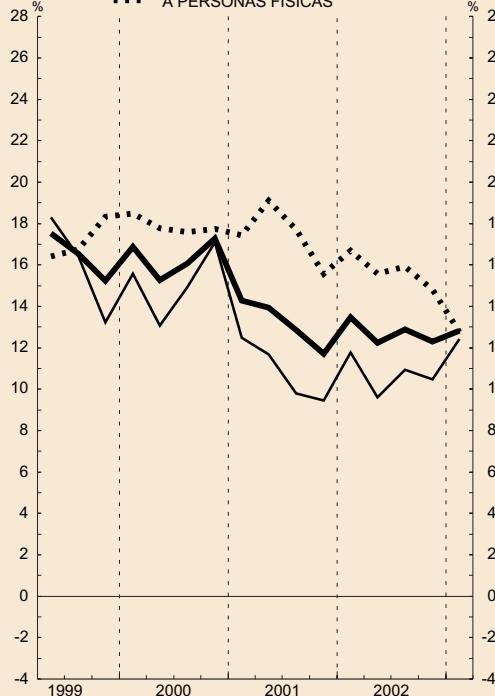
■ Serie representada gráficamente.

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 clasifi- car
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y Rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero	Resto (b)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
02	701 663	365 204	14 750	85 587	57 002	207 865	323 520	239 236	228 919	10 317	34 684	49 600	2 432	10 508
00 /	493 604	266 342	11 916	73 035	37 003	144 388	214 327	150 677	143 905	6 771	23 770	39 880	2 449	10 486
II	519 659	280 381	12 482	73 280	39 319	155 300	224 163	158 078	151 267	6 811	24 537	41 549	2 477	12 638
III	534 332	288 999	12 952	75 408	41 208	159 431	232 114	165 891	158 848	7 044	24 911	41 312	2 525	10 693
IV	559 407	302 034	13 141	78 588	42 627	167 679	243 837	176 653	169 280	7 372	26 885	40 299	2 342	11 194
01 /	564 120	299 581	12 764	76 144	42 368	168 306	251 694	183 189	175 505	7 684	28 331	40 175	2 215	10 629
II	592 071	313 118	12 946	78 850	44 684	176 638	266 945	193 427	185 449	7 978	31 034	42 483	2 264	9 745
III	603 049	317 262	13 215	81 899	44 957	177 191	273 224	198 747	190 559	8 188	31 826	42 651	2 282	10 280
IV	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
02 /	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	293 673	214 354	205 404	8 949	34 671	44 648	2 382	9 273
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
IV	701 663	365 204	14 750	85 587	57 002	207 865	323 520	239 236	228 919	10 317	34 684	49 600	2 432	10 508
03 /	722 204	376 462	15 353	86 681	57 053	217 375	331 112	244 284	233 243	11 041	33 903	52 925	2 285	12 345

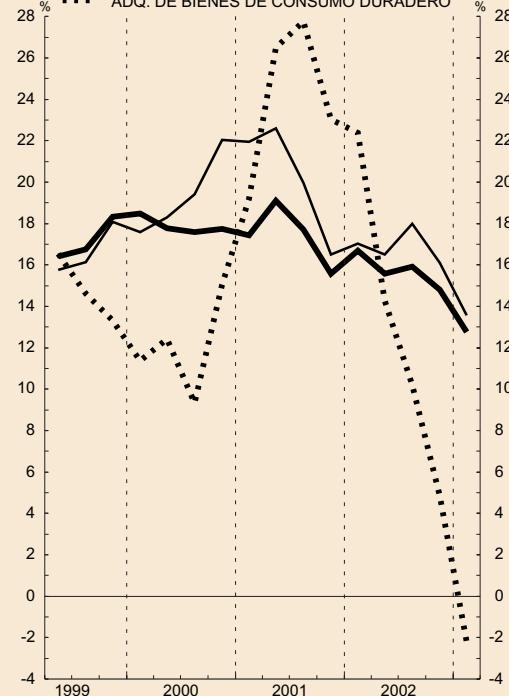
CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual

— TOTAL
— ACTIVIDADES PRODUCTIVAS
··· A PERSONAS FÍSICAS



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual

— TOTAL
— ADQUISICIÓN DE VIVIENDA PROPIA
··· ADQ. DE BIENES DE CONSUMO DURADERO



Fuente: BE.

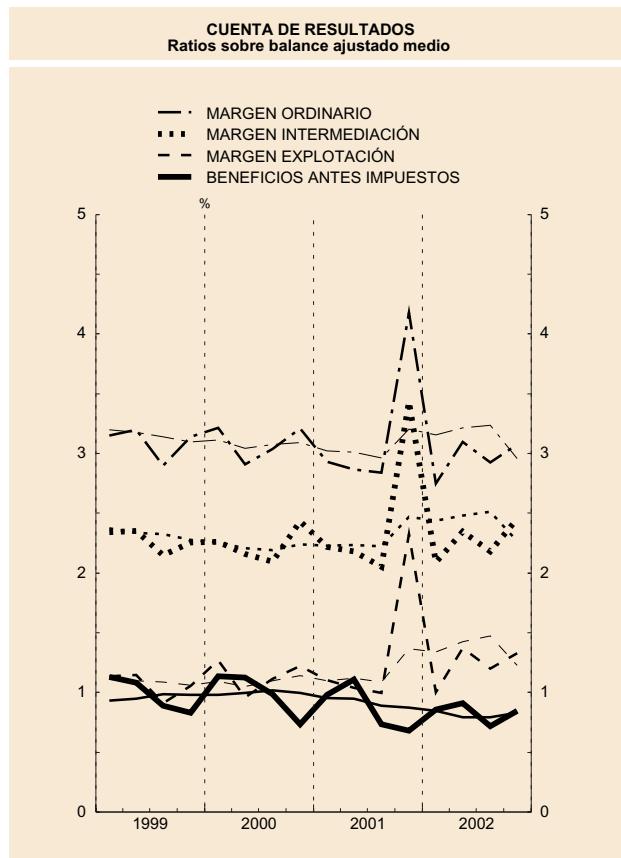
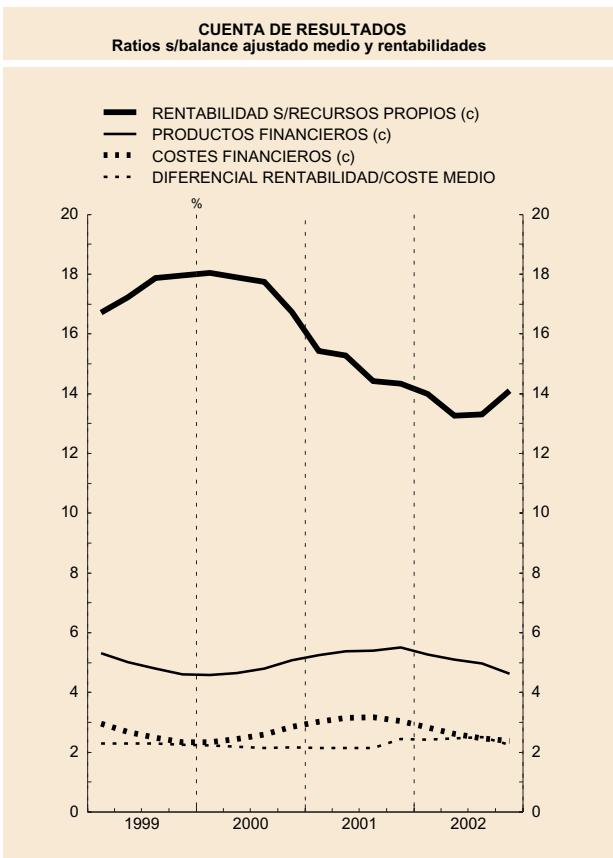
(a) Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Veanse las novedades al Boletín estadístico de octubre de 2001 y los cuadros 89.53, 89.54 y 89.55 del Boletín estadístico, que se difunden en www.bde.es

(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 fi- nancie- ros	Costes	Margen de inter- media- ción	Otros ptos. y gastos ordina- rios	Margen ordina- rio	Gastos de ex- plota- ción:	Del cual de per- sonal	Margen de ex- plota- ción	Resto de pro- ductos y costes	Benefi- cio an- tes de impues- tos	Rentabi- lidad s/ recursos propios (a)	Rentabi- lidad media de operac. activas (b)	Coste medio de ope- raciones pasivas (b)	Diferen- cia (12-13)
												1	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
02	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-1,6	0,8	14,7	5,0	2,7	2,3
00 /	4,7	2,5	2,3	1,0	3,2	1,9	1,2	1,3	-0,1	1,1	21,2	4,9	2,7	2,2
//	4,9	2,7	2,2	0,7	2,9	2,0	1,2	1,0	0,2	1,1	18,5	5,0	2,8	2,2
/I	5,0	2,9	2,1	0,9	3,0	1,9	1,2	1,1	-0,1	1,0	15,4	5,2	3,0	2,1
/IV	5,7	3,3	2,4	0,8	3,2	2,0	1,2	1,2	-0,5	0,7	11,9	5,5	3,3	2,2
01 /	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,1	-0,1	1,0	15,9	5,7	3,5	2,1
//	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,0	0,1	1,1	17,9	5,8	3,7	2,1
/I	5,1	3,0	2,1	0,8	2,8	1,8	1,1	1,0	-0,3	0,7	12,0	5,8	3,7	2,1
/IV	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4
02 /	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4
//	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5
/I	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
/IV	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-0,5	0,8	14,7	5,0	2,7	2,3
03 /	4,0	2,1	1,9	0,7	2,7	1,6	1,0	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,8	2,7	2,2



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.

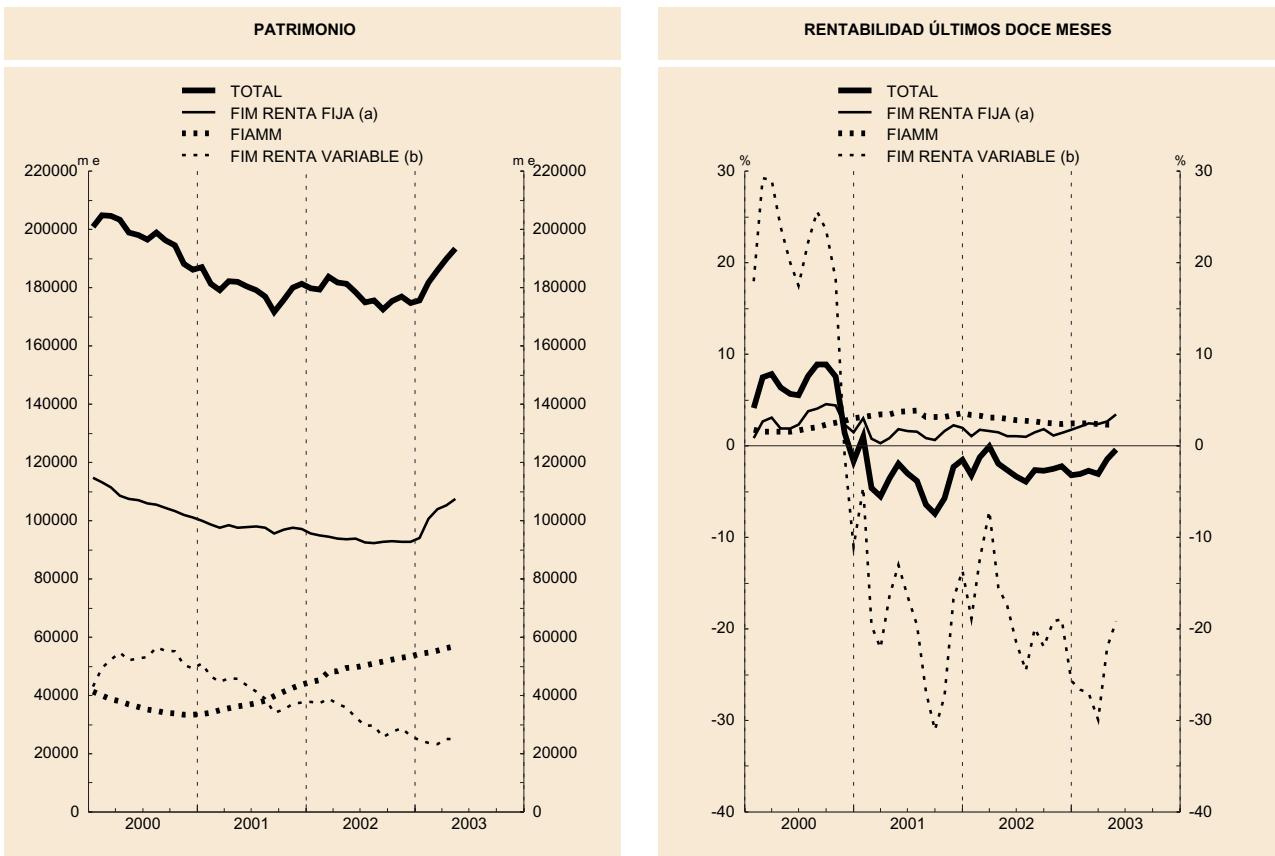
(c) Media de los cuatro últimos trimestres.

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 (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)	
	Patri-monió	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-monió	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-monió	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-monió	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-monió	
			Renta-bilidad últimos 12 meses	Suscripción neta			Renta-bilidad últimos 12 meses	Suscripción neta			Renta-bilidad últimos 12 meses	Suscripción neta			Renta-bilidad últimos 12 meses	Suscripción neta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
00	186 068	-20 225	-15 408	-1,7	33 368	-9 230	-10 156	3,0	101 190	-18 294	-19 692	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	-47	1,9	37 494	-11 756	-5 053	-13,7	2 753	
02	174 733	-6 590	3 345	-3,2	53 366	9 536	8 356	2,4	92 742	-4 504	-5 581	1,7	26 067	-11 427	-1 794	-25,7	2 558	
02 Feb	179 303	-400	480	-1,2	45 203	594	514	3,3	95 047	-452	-694	1,7	37 276	-499	-14	-12,4	1 776	
Mar	183 849	4 546	4 996	-0,1	48 085	2 882	2 805	3,1	94 434	-613	-412	1,6	38 836	1 560	956	-7,1	2 494	
Abr	181 809	-2 040	-650	-2,0	48 433	348	263	3,1	93 902	-532	-677	1,5	37 070	-1 767	-246	-15,5	2 405	
May	181 231	-578	472	-2,6	49 455	1 023	912	2,9	93 521	-381	-309	1,0	35 843	-1 227	-135	-17,4	2 412	
Jun	178 425	-2 806	352	-3,4	49 692	237	102	2,8	93 824	303	595	1,0	32 531	-3 312	-358	-21,5	2 378	
Jul	174 935	-3 490	-1 160	-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	177 027	1 666	-274	-2,3	52 964	577	502	2,4	92 699	-249	-526	1,4	28 758	1 266	-220	-19,0	2 606	
Dic	174 733	-2 294	-430	-3,2	53 366	402	290	2,4	92 742	43	-324	1,7	26 067	-2 691	-395	-25,7	2 558	
03 Ene	175 610	877	1 539	-3,1	54 341	975	869	2,4	94 158	1 415	1 348	2,1	24 521	-1 546	-678	-26,7	2 590	
Feb	181 800	6 190	5 576	-2,7	54 716	374	279	2,4	100 648	6 491	5 797	2,4	23 638	-883	-500	-27,0	2 798	
Mar	185 853	4 053	4 461	-3,1	55 398	682	614	2,4	103 979	3 331	3 633	2,4	23 347	-291	214	-30,0	3 128	
Abr	189 977	4 123	...	-1,4	56 235	836	...	2,3	105 221	1 242	...	2,7	24 970	1 623	...	-22,0	3 551	
May	P 193 365	3 388	...	-0,4	56 860	625	...	2,3	107 538	2 317	...	3,4	25 108	138	...	-19,2	3 859	



Fuentes: CNMV e Inverco.

(a) Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

(b) Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

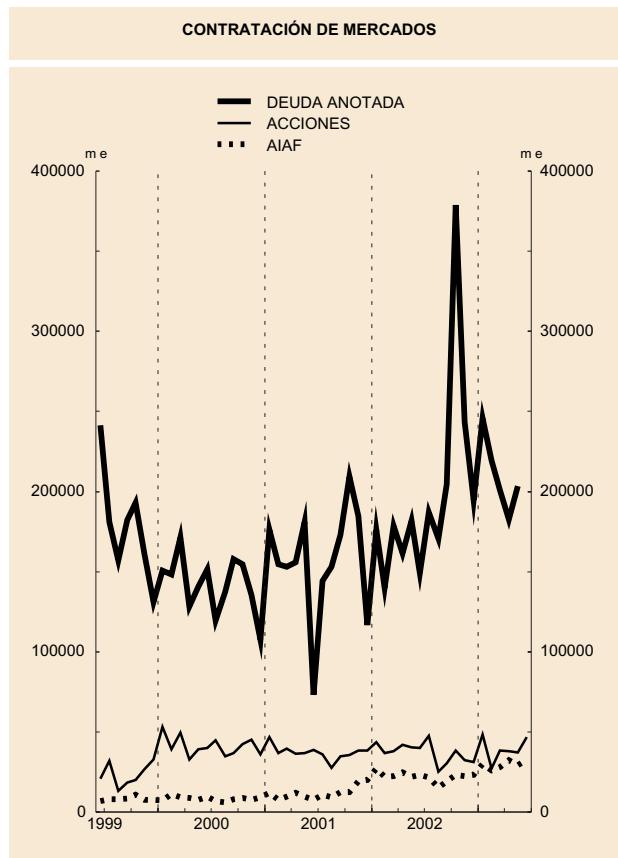
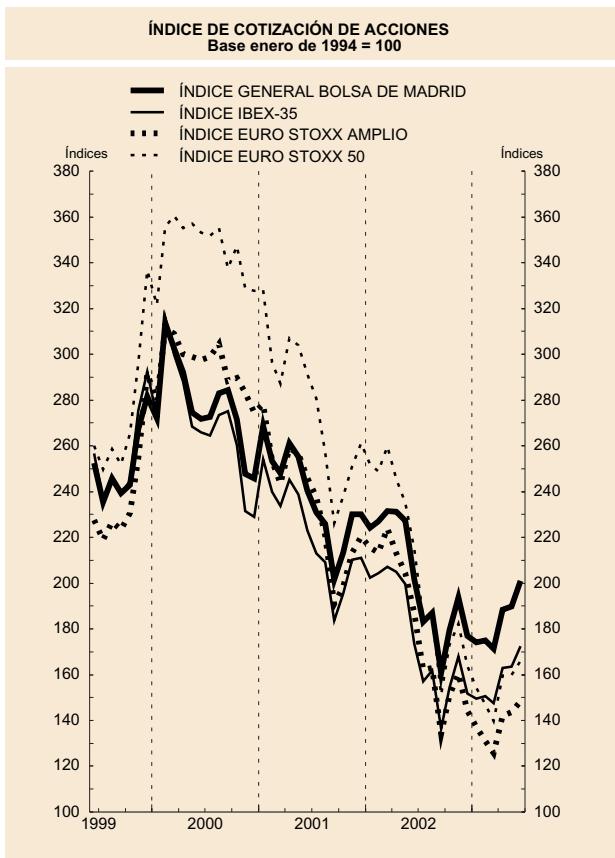
(c) Fondos globales.

8.12. Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones					Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX 35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	
02	723,05	7 029,55	258,10	3 027,83	445 071	69 820	2 365 859	265 754	-	19 151	55	3 955	
02 Mar	829,24	8 249,70	319,68	3 784,05	37 959	5 784	178 684	22 568	-	2 390	10	315	
Abr	828,00	8 154,40	303,89	3 574,23	41 777	6 508	161 410	24 682	-	1 157	2	316	
May	814,45	7 949,90	291,75	3 425,79	40 467	5 627	181 923	21 841	-	1 568	5	320	
Jun	722,73	6 913,00	266,84	3 133,39	39 763	5 397	149 077	23 186	-	2 170	11	370	
Jul	655,51	6 249,30	231,34	2 685,79	47 539	6 915	187 029	21 400	-	1 527	4	393	
Ago	669,63	6 435,70	232,75	2 709,29	25 306	6 052	170 577	14 986	-	968	3	306	
Sep	576,17	5 431,70	191,47	2 204,39	30 202	6 104	204 486	19 212	-	2 056	7	320	
Oct	643,15	6 139,40	215,58	2 518,99	38 382	6 624	378 742	23 215	-	1 579	1	371	
Nov	693,62	6 685,60	229,02	2 656,85	32 218	5 510	243 173	22 415	-	1 022	0	304	
Dic	633,99	6 036,90	205,94	2 386,41	31 078	4 882	194 696	23 268	-	1 775	4	246	
03 Ene	623,96	5 947,70	196,03	2 248,17	48 432	5 511	245 815	29 839	-	888	0	303	
Feb	626,46	5 999,40	187,03	2 140,73	27 106	5 236	219 445	25 898	-	932	0	265	
Mar	614,05	5 870,50	179,32	2 036,86	38 412	5 667	200 899	27 789	-	1 713	0	323	
Abr	675,04	6 489,50	202,68	2 324,23	38 139	5 713	182 669	32 317	-	885	0	284	
May	679,75	6 508,50	204,92	2 330,06	37 156	5 781	203 537	29 077	-	858	0	298	
Jun	P	719,87	6 862,00	211,91	2 419,51	46 773	5 536	...	32 600	-	1 704	0	330



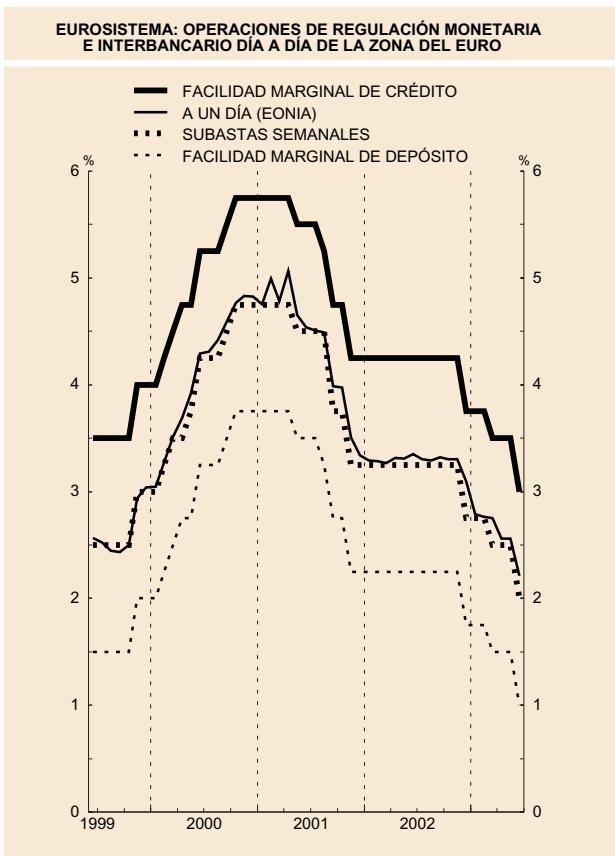
Fuentes: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12).

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	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública				
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
00	4,75	4,75	5,75	3,75	4,12	4,95	4,39	4,92	4,88	4,11	4,22	4,38	4,77	4,05	4,13	4,27	4,63
01	3,25	3,29	4,25	2,25	4,38	3,42	4,26	3,26	3,30	4,36	4,31	4,24	4,07	4,30	4,20	4,11	4,11
02	2,75	2,93	3,75	1,75	3,29	2,98	3,32	2,89	2,87	3,28	3,29	3,31	3,49	3,21	3,21	3,20	3,38
02 Mar	3,25	3,40	4,25	2,25	3,26	3,35	3,39	3,50	3,82	3,25	3,33	3,38	3,80	3,19	3,24	3,27	3,60
Abr	3,25	3,35	4,25	2,25	3,32	3,34	3,41	3,54	3,86	3,30	3,32	3,40	3,87	3,24	3,25	3,30	3,76
May	3,25	3,45	4,25	2,25	3,31	3,37	3,47	3,63	3,96	3,31	3,36	3,46	3,96	3,19	3,27	3,36	3,88
Jun	3,25	3,38	4,25	2,25	3,35	3,38	3,46	3,59	3,87	3,34	3,37	3,46	3,84	3,30	3,31	3,35	3,83
Jul	3,25	3,35	4,25	2,25	3,30	3,36	3,41	3,48	3,65	3,29	3,35	3,39	3,64	3,26	3,29	3,31	3,51
Ago	3,25	3,33	4,25	2,25	3,29	3,33	3,35	3,38	3,44	3,29	3,31	3,34	3,46	3,25	3,24	3,25	3,34
Sep	3,25	3,23	4,25	2,25	3,25	3,32	3,32	3,31	3,27	3,24	3,30	3,30	3,23	3,26	3,24	3,20	-
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	3,20	3,11	2,93
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	3,10	2,97	2,84
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
03 Ene	2,75	2,78	3,75	1,75	2,79	2,85	2,83	2,76	2,71	2,78	2,84	2,83	2,70	2,66	2,73	2,70	2,53
Feb	2,75	2,48	3,75	1,75	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	2,76	2,76	2,71	2,53	2,70	2,66	2,55	2,33
Mar	2,50	2,49	3,50	1,50	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	2,71	2,59	2,52	2,43	2,62	2,48	2,39	2,28
Abr	2,50	2,50	3,50	1,50	2,56	2,58	2,53	2,47	2,45	2,55	2,57	2,53	2,50	2,52	2,43	2,39	2,29
May	2,50	2,25	3,50	1,50	2,56	2,52	2,40	2,31	2,25	2,56	2,52	2,40	2,26	2,52	2,41	2,30	2,10
Jun	2,00	2,11	3,00	1,00	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	2,20	2,17	2,16	2,07	2,18	2,08	2,03	1,90



Fuente: BCE (columnas 1 a 8).

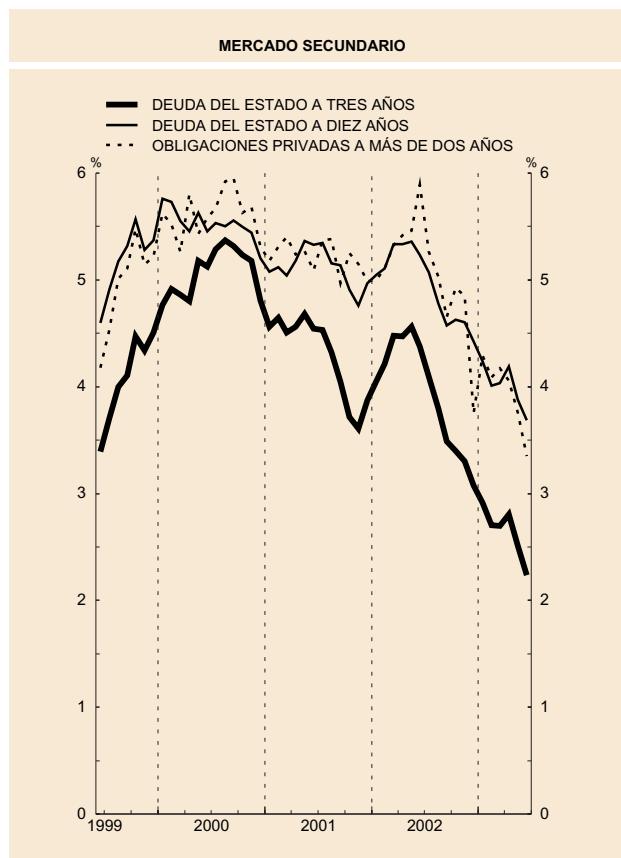
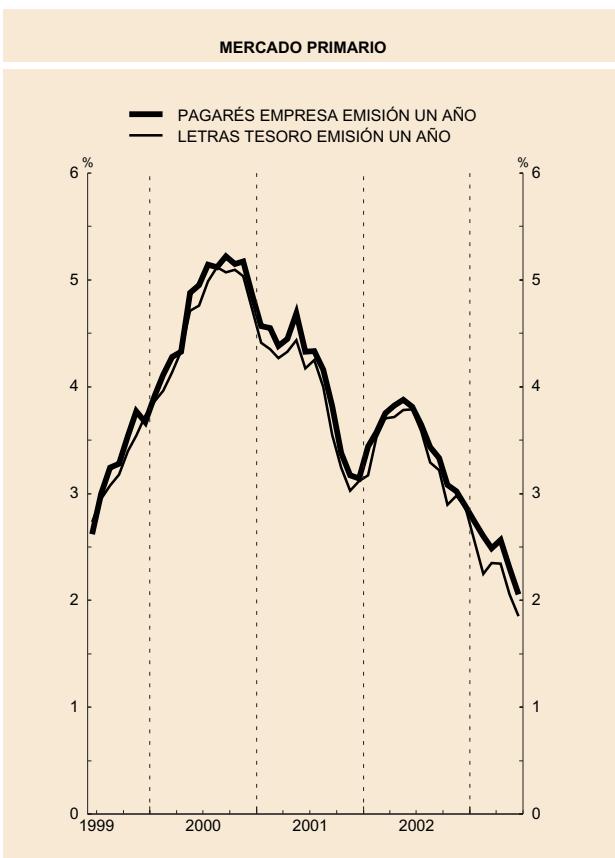
(a) Hasta diciembre de 1998 se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

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					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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		
02	3,37	3,34	3,47	3,45	4,06	4,40	4,98	5,32	5,22	3,94	4,96	5,05		
02 Mar	3,70	3,66	3,75	3,67	4,30	-	5,32	5,56	-	4,48	5,34	5,32		
Abr	3,72	3,71	3,82	3,82	-	4,89	5,35	-	-	4,47	5,34	5,42		
May	3,78	3,80	3,88	3,83	-	4,76	5,40	-	-	4,56	5,36	5,46		
Jun	3,79	3,70	3,81	3,85	4,36	-	5,34	-	-	4,38	5,23	5,89		
Jul	3,59	3,50	3,64	3,60	-	4,45	5,18	5,37	-	4,10	5,07	5,26		
Ago	3,29	3,29	3,44	3,45	3,60	-	4,76	-	-	3,79	4,78	5,03		
Sep	3,22	3,08	3,33	3,25	-	4,00	4,59	-	5,04	3,49	4,58	4,65		
Oct	2,90	2,97	3,08	3,08	-	3,83	4,52	-	-	3,40	4,62	4,93		
Nov	2,98	2,89	3,02	3,03	-	-	4,67	5,03	-	3,30	4,60	4,85		
Dic	2,87	2,70	2,88	2,75	-	-	4,51	-	-	3,07	4,43	3,75		
03 Ene	2,56	2,53	2,74	2,67	3,02	-	4,27	-	4,93	2,91	4,24	4,29		
Feb	2,25	2,35	2,60	2,56	2,81	-	-	4,48	-	2,70	4,01	4,09		
Mar	2,35	2,18	2,49	2,39	-	2,96	3,86	-	4,70	2,70	4,04	4,17		
Apr	2,34	2,30	2,57	2,45	2,74	-	-	4,57	-	2,81	4,19	4,06		
May	2,06	2,17	2,30	2,24	-	3,07	-	-	4,78	2,51	3,88	3,76		
Jun	1,85	1,84	2,06	2,03	2,22	-	3,75	-	-	2,24	3,69	3,35		



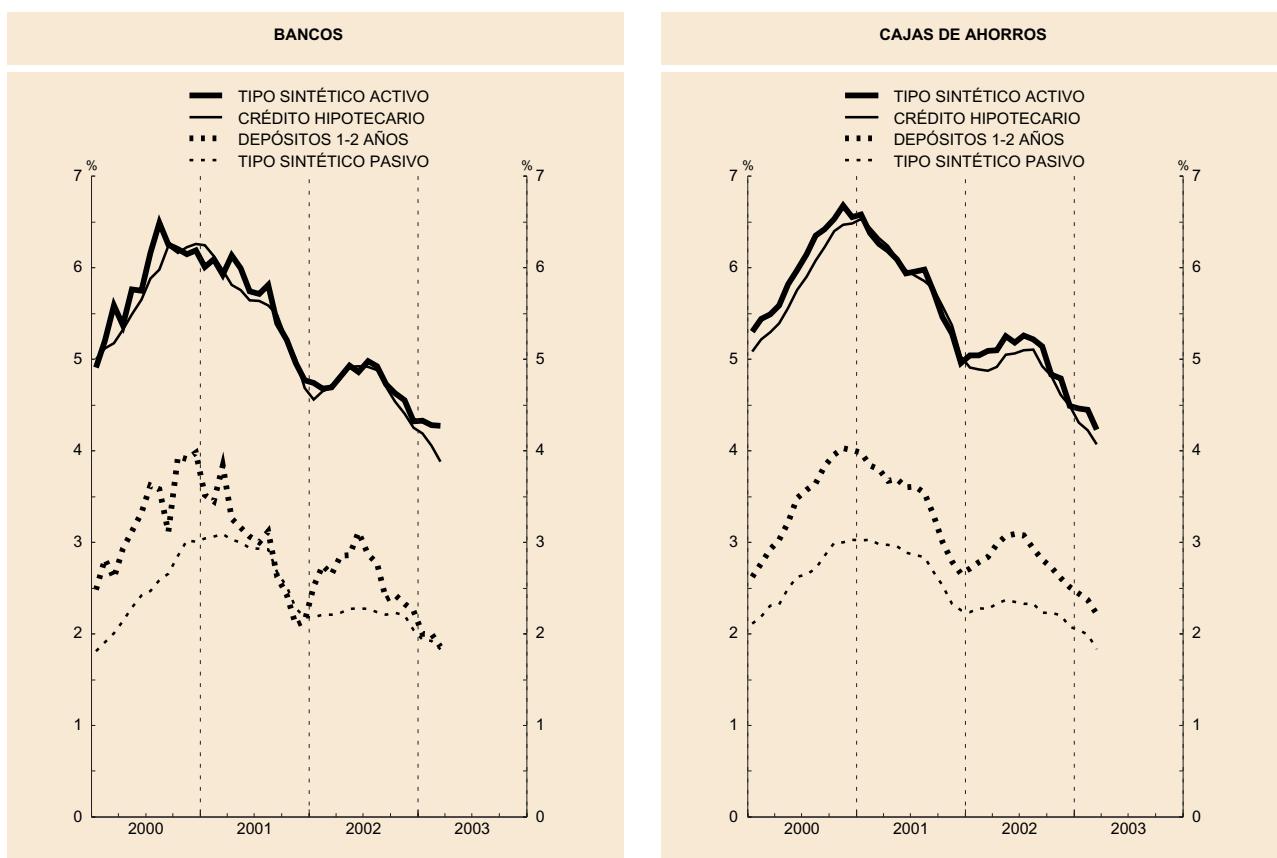
Fuentes: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

9.3. Tipos de interés: bancos y cajas de ahorros, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

Bancos											Cajas de Ahorros							
Tipos activos						Tipos pasivos					Tipos activos				Tipos pasivos			
Crédi- to. Tipo sinté- tico	Dto. comerc. hasta 3 meses	Ctas. cto. de 1 año a menos de 3	Prést. mos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acree- dores. Tipo sinté- tico	Cuen- tas corri- entes	Cesión letras hasta 3 meses	Depósi- tos 1 año a menos de 2	Crédi- to. Tipo sinté- tico	Ctas. de cto. 1 a menos de 3	Prést. mos a 3 años o más	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91	Acree- dores. Tipo sinté- tico	Cuen- tas corri- entes	Cesión letras hasta 3 meses	Depósi- tos de 1 año a menos de 2		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
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
02	M	4,74	5,62	4,96	6,84	4,69	2,21	1,99	3,14	2,65	5,04	6,81	7,72	4,90	2,27	1,87	3,15	2,85
01 Dic		4,77	5,91	4,91	6,04	4,69	2,18	1,97	3,23	2,14	4,96	6,75	7,20	5,03	2,26	1,90	3,19	2,66
02 Ene		4,74	5,83	4,78	6,87	4,56	2,18	1,91	3,20	2,52	5,04	6,71	8,05	4,91	2,24	1,90	3,16	2,71
<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	2,24	2,03	3,19	2,77	5,22	6,94	7,87	5,10	2,33	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	2,23	1,88	3,22	2,81
<i>Oct</i>		4,63	5,56	4,97	7,13	4,54	2,23	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	4,49	6,47	7,06	4,49	2,08	1,79	2,91	2,51
03 Ene		4,33	5,14	4,47	6,75	4,19	1,94	1,83	2,61	2,00	4,46	6,61	7,70	4,31	2,04	1,69	2,65	2,44
<i>Feb</i>		4,28	5,01	4,53	6,46	4,05	1,92	1,75	2,61	2,00	4,45	6,27	7,41	4,23	1,99	1,68	2,66	2,37
<i>Mar</i>		4,27	4,82	4,43	6,24	3,88	1,83	1,68	2,49	1,86	4,23	6,19	7,10	4,07	1,83	1,61	2,51	2,22



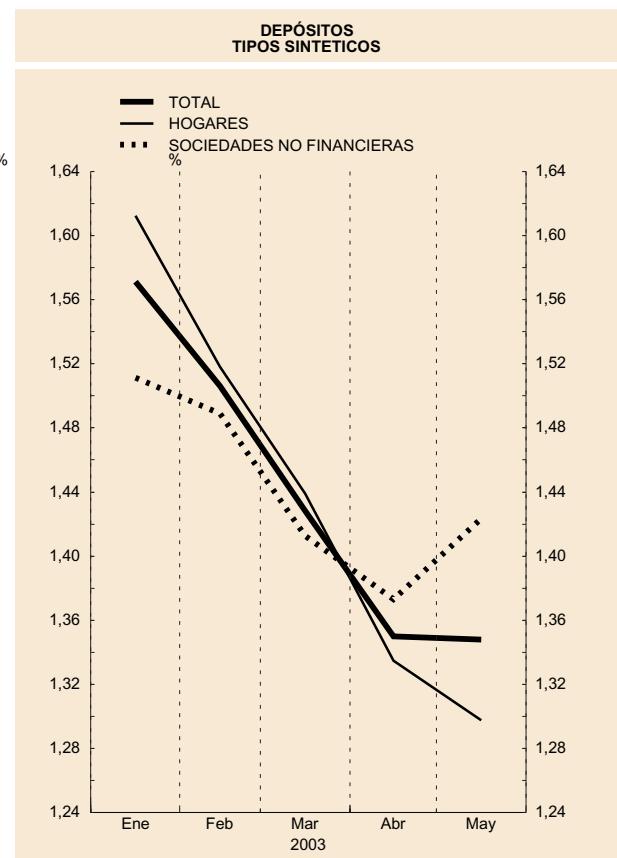
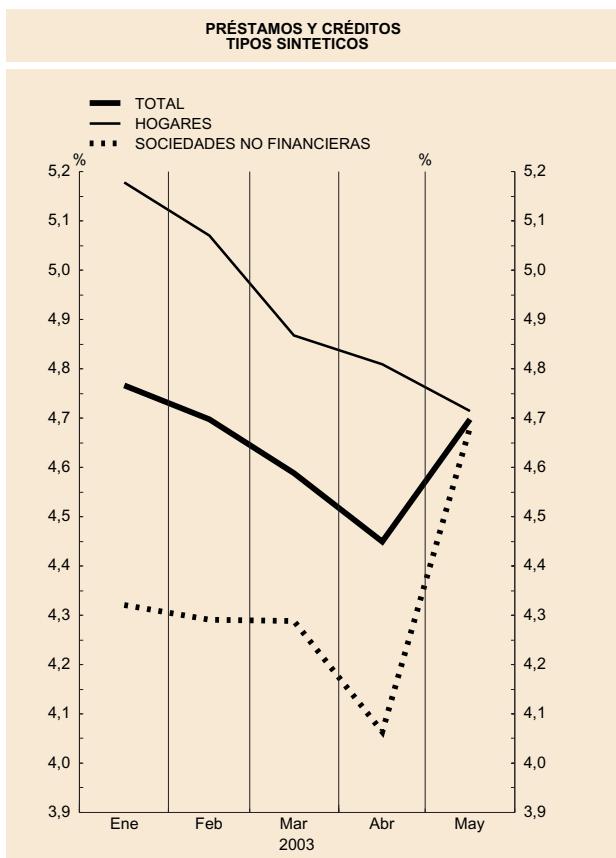
Fuente: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadros 18.3 y 18.4.

9.3. bis Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito.

Porcentajes

Préstamos y créditos (TAE) (a)								Depósitos (TEDR) (a)										
Tipo sintético	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras						
	Tipo sintético	Vivien da	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más de 1 millón de euros		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
03	Ene	P	4,77	5,18	4,30	6,97	4,32	5,07	3,67	1,57	1,61	0,53	2,66	2,93	1,51	0,82	2,62	2,75
	Feb	P	4,70	5,07	4,18	6,88	4,29	4,96	3,73	1,51	1,52	0,54	2,47	2,65	1,49	0,82	2,54	2,73
	Mar	P	4,59	4,87	4,04	6,59	4,29	4,84	3,86	1,43	1,44	0,53	2,34	2,63	1,41	0,78	2,44	2,64
	Abr	P	4,45	4,81	3,90	6,65	4,06	4,80	3,45	1,35	1,33	0,51	2,16	2,52	1,37	0,76	2,36	2,55
	May	P	4,70	4,71	3,82	6,52	4,68	4,69	4,67	1,35	1,30	0,48	2,13	2,47	1,42	0,78	2,32	2,54



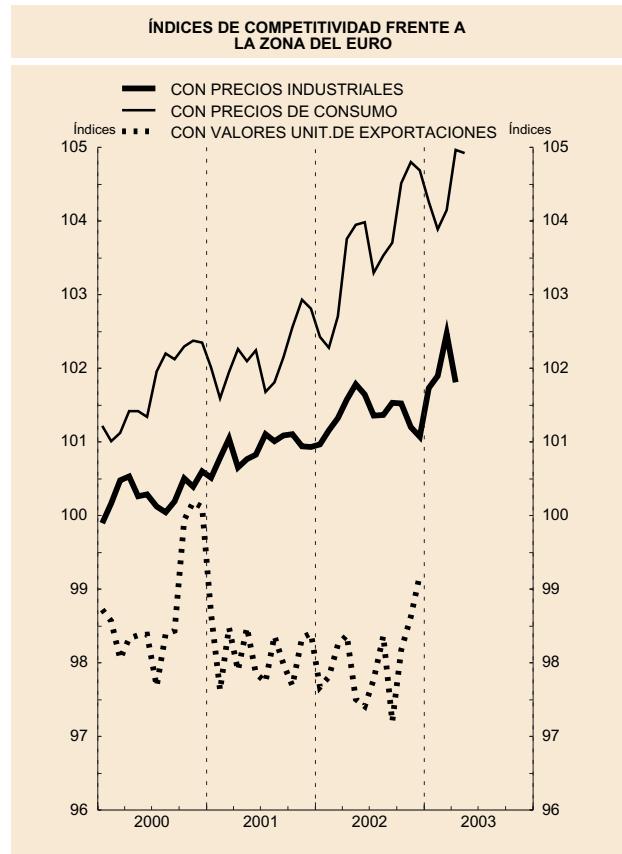
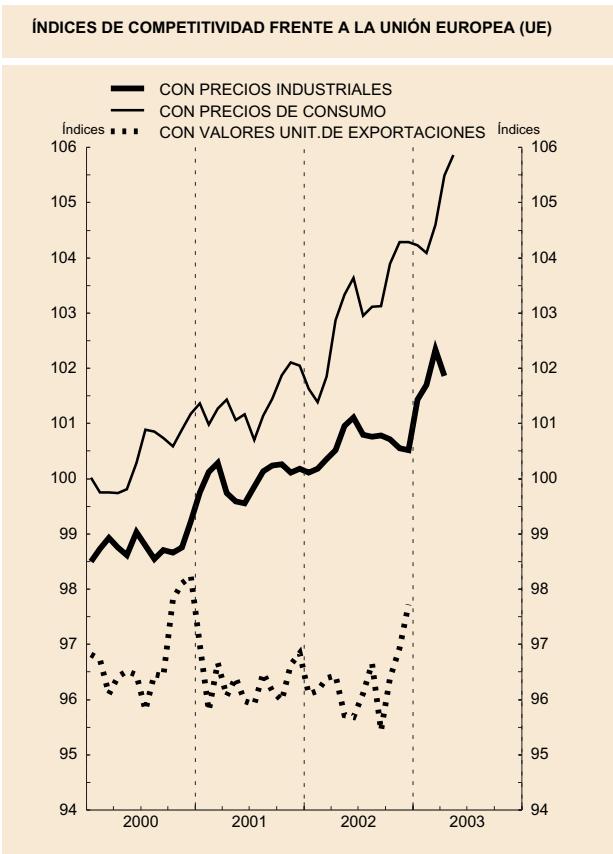
(a) TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea										Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
00	98,8	100,4	101,6	96,8	98,5	100,3	101,9	103,2	98,3	100,3	101,7	102,9	98,8	
01	100,0	101,4	104,7	96,3	99,0	101,0	102,4	105,8	97,3	100,9	102,2	105,6	98,1	
02	100,6	103,0	107,7	96,3	99,1	101,6	104,0	108,7	97,2	101,4	103,6	108,6	98,0	
01 //	99,6	101,2	104,2	96,1	98,8	100,8	102,4	105,5	97,3	100,7	102,2	105,3	98,1	
//	100,1	101,1	104,6	96,2	99,0	101,1	102,2	105,7	97,2	101,1	101,9	105,5	98,0	
/IV	100,2	102,0	105,2	96,5	99,0	101,2	103,0	106,2	97,5	101,0	102,8	106,1	98,1	
02 /	100,2	101,6	106,2	96,2	98,8	101,4	102,9	107,4	97,4	101,1	102,5	107,3	97,9	
II	100,9	103,3	107,2	95,9	99,1	101,8	104,3	108,2	96,8	101,7	103,9	108,2	97,8	
///	100,8	103,1	108,5	96,1	99,2	101,6	103,9	109,4	96,8	101,4	103,5	109,1	97,8	
/IV	100,6	104,2	109,0	97,0	99,2	101,4	105,0	109,9	97,8	101,3	104,7	109,6	98,7	
03 /	101,8	104,3	110,0	...	99,8	102,0	104,5	110,3	...	102,0	104,1	110,0	...	
02 Sep	100,8	103,1	...	95,4	99,1	101,7	104,1	...	96,3	101,5	103,7	...	97,2	
Oct	100,7	103,9	...	96,4	99,1	101,7	104,9	...	97,3	101,5	104,5	...	98,2	
Nov	100,6	104,3	...	96,9	99,2	101,4	105,1	...	97,7	101,2	104,8	...	98,6	
Dic	100,5	104,3	...	97,7	99,3	101,2	105,0	...	98,4	101,1	104,7	...	99,2	
03 Ene	101,4	104,2	...	...	99,6	101,9	104,7	...	...	101,7	104,3	...	...
Feb	101,7	104,1	...	...	99,8	101,9	104,3	...	...	101,9	103,9	...	...
Mar	102,3	104,6	...	...	100,0	102,3	104,6	...	...	102,5	104,1	...	...
Abr	101,9	105,5	...	...	100,1	101,8	105,4	...	...	101,8	105,0	...	...
May	...	105,9	...	...	100,5	...	105,3	...	...	...	104,9	...	...
Jun	...	...	...	...	100,3	...	...	...	...	...	...	...	...



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 / = 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		6	7	8	9
00	96,5	97,6	99,1	95,3	95,8	100,7	101,9	103,5	99,6
01	97,9	98,7	102,1	95,0	96,3	101,7	102,6	106,1	98,7
02	99,5	101,3	106,3	95,9	97,1	102,4	104,3	109,5	98,8
01 //	97,3	98,3	101,3	94,6	95,9	101,5	102,6	105,7	98,6
//	97,9	98,4	102,0	94,8	96,2	101,8	102,3	106,0	98,6
/V	98,2	99,5	102,8	95,3	96,3	101,9	103,3	106,7	98,9
02 /	98,4	99,3	104,0	95,2	96,2	102,2	103,2	108,0	98,9
//	99,4	101,2	105,5	95,4	96,8	102,7	104,6	109,0	98,5
/II	99,9	101,6	107,4	96,1	97,5	102,5	104,2	110,1	98,5
/V	100,1	103,1	108,3	97,1	97,8	102,3	105,3	110,7	99,2
03 /	102,0	104,0	110,1	...	99,1	102,9	104,9	111,1	...
02 Sep	100,0	101,7	...	95,4	97,5	102,6	104,4	...	97,8
Oct	100,0	102,6	...	96,4	97,6	102,5	105,2	...	98,8
Nov	100,0	103,1	...	96,9	97,8	102,2	105,4	...	99,1
Dic	100,3	103,5	...	97,9	98,1	102,2	105,4	...	99,8
03 Ene	101,5	103,7	...	...	98,8	102,8	105,0	...	...
Feb	101,9	103,8	...	...	99,2	102,8	104,7	...	...
Mar	102,5	104,3	...	...	99,4	103,2	105,0	...	...
Abr	102,2	105,3	...	...	99,6	102,7	105,8	...	...
May	...	106,4	...	...	100,7	...	105,7	...	...
Jun	...	...	...	...	100,7	...	...	...	...

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

2002		Mes	Pág.	2002		Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española		Ene	9	Evolución reciente de la estructura de negocio de las entidades bancarias españolas		Jun	43
El nuevo marco de actuación de las Comunidades Autónomas en España		Ene	61	La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los costes y precios del área		Jun	55
La utilización de los bienes de equipo relacionados con las nuevas tecnologías y su influencia en el crecimiento de la economía española		Ene	71	Jul-Ago	9		
Una primera reflexión sobre los efectos de los avances tecnológicos en los costes y los riesgos de las entidades bancarias españolas		Ene	79	Informe trimestral de la economía española		Jul-Ago	57
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2001		Ene	93	Patrones históricos en la evolución del tipo de interés real		Jul-Ago	63
Evolución reciente de la economía española		Feb	9	Hacia la convergencia a través de la integración. Un análisis comparado entre Europa y América Latina		Jul-Ago	73
La evolución del empleo y del paro durante el año 2001 según la Encuesta de Población Activa		Feb	23	La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana		Jul-Ago	83
Principales cambios metodológicos en el IPC base 2001		Feb	31	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2001		Jul-Ago	93
Los flujos de trabajadores en España: el impacto del empleo temporal		Feb	41	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2001		Jul-Ago	109
Evolución reciente de la economía española		Mar	9	Regulación financiera: segundo trimestre de 2002		Sep	9
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2001 y avance de cierre del ejercicio		Mar	23	Evolución reciente de la economía española		Sep	23
Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente		Mar	35	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2002		Sep	35
Las cuotas de exportación de la UEM		Mar	47	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2002		Sep	43
Informe trimestral de la economía española		Abr	9	El endeudamiento de los hogares españoles: una comparación internacional		Sep	51
La inversión productiva en el último ciclo		Abr	57	El mercado de la vivienda en España		Sep	63
Cambios metodológicos en la EPA en 2002		Abr	67	Futuros sobre acciones: demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable		Sep	63
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2001		Abr	79	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados		Oct	9
Regulación financiera: primer trimestre de 2002		Abr	135	Informe trimestral de la economía española		Oct	13
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados		May	9	Estimación de los stocks de capital productivo y residencial para España y la UE		Oct	65
Evolución reciente de la economía española		May	23	Creación de valor en los procesos de fusión empresarial en la economía europea		Oct	73
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2002		May	37	El desarrollo financiero en América Latina en perspectiva		Oct	83
Una estimación de la carga financiera de los hogares españoles		May	45	Las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)		Oct	91
Las implicaciones económicas del envejecimiento de la población. Una primera aproximación a los retos y respuestas de política económica		May	55	Las entidades de tasación: actividad en 2001		Oct	107
Variabilidad del crecimiento económico y la importancia de la gestión de existencias en EEUU		May	71	Regulación financiera: tercer trimestre de 2002		Nov	9
Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXIX Jornadas de Mercados Financieros		Jun	9	Evolución reciente de la economía española		Nov	119
Evolución reciente de la economía española		Jun	17	Resultados de las empresas no financieras en 2001 y hasta el tercer trimestre de 2002		Nov	23
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2002		Jun	31	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

2002	Mes	Pág.	2003	Mes	Pág.
Evolución reciente de la economía española	Dic	9	Evolución reciente de la economía española	May	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	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2003	May	23
¿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 nueva reforma del IRPF. Principales modificaciones y análisis de sus efectos	May	31
Ajustes de precios y estructura de mercado en una unión monetaria	Dic	45	Un análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM	May	45
La evolución de la composición de las carteras de los fondos de inversión españoles	Dic	53	Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España	May	55
La adhesión a la Unión Europea: convergencia real y nominal	Dic	61	Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXX Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
El seguimiento coyuntural de los servicios de mercado	Dic	73	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados	Jun	17
2003	Mes	Pág.	Evolución reciente de la economía española	Jun	25
Informe trimestral de la economía española	Ene	9	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2003	Jun	39
Los efectos de las modificaciones de las condiciones financieras sobre el comportamiento de las empresas españolas	Ene	61	Transformaciones estructurales, precios y márgenes en el sector de distribución al por menor de alimentos	Jun	51
El contenido informativo de los derivados crediticios	Ene	67	Similitudes y diferencias internacionales en los ciclos económicos	Jun	63
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002	Ene	75	La posición de inversión internacional de España en el período 1992-2002	Jun	69
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en el Círculo Financiero de Barcelona	Feb	9	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2002	Jun	83
Evolución reciente de la economía española	Feb	17	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2002	Jun	97
La evolución del empleo y del paro durante el año 2002, según la Encuesta de Población Activa	Feb	31	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
La importancia de la composición sectorial en la evolución reciente de las bolsas	Feb	39	La evolución del mercado de trabajo español en el entorno europeo	Jul-Ago	63
La crisis argentina, un año después	Feb	45	Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España	Jul-Ago	71
La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro	Feb	53	Estado actual de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional	Jul-Ago	79
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Inversión, progreso técnico y empleo	Jul-Ago	95
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2002 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21	La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas	Jul-Ago	99
La industria manufacturera española en el contexto europeo	Mar	33	Regulación financiera: segundo trimestre de 2003	Jul-Ago	105
¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo?	Mar	49			
Un análisis de las pautas cíclicas en la UEM	Mar	57			
Informe trimestral de la economía española	Abr	9			
El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios	Abr	57			
Algunas características del crecimiento de la economía española en la década de los noventa desde una perspectiva sectorial	Abr	65			
Determinantes del crecimiento del crédito a los hogares en España	Abr	75			
Regulación financiera: primer trimestre de 2003	Abr	83			

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 versión inglesa 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. (Publicada una versión inglesa 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.

Las señaladas con (▲) están disponibles en versión electrónica.

40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000). (▲)
41. LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001). (▲)
42. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: 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 (2002). (▲)

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0306 PEDRO PABLO ÁLVAREZ LOIS: Capacity utilization and monetary policy. (▲)
- 0307 JORGE MARTÍNEZ PAGÉS Y LUIS ÁNGEL MAZA: Análisis del precio de la vivienda en España. (▲)
- 0308 CLAUDIO MICHELACCI Y DAVID LÓPEZ-SALIDO: Technology shocks and job flows. (▲)
- 0309 ENRIQUE ALBEROLA: Misalignment, liabilities dollarization and exchange rate adjustment in Latin America. (▲)

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0301 GIANLUCA CAPORELLO AND AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR. (▲)
- 0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO URTASUN: El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios. (▲)
- 0303 ESTHER GORDO, MARÍA GIL Y MIGUEL PÉREZ: Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE. (▲)
- 0304 ALBERTO CABRERO, CARLOS CHULIÁ Y ANTONIO MILLARUELO: Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM. (▲)

EDICIONES VARIAS (1)

- 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 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito. (▲)

(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). Los precios indicados incluyen el 4 % de IVA.

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) Boletín de operaciones (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)							
NO PERIÓDICOS		III. LEGISLACIÓN FINANCIERA Y REGISTROS OFICIALES					
Estudios Económicos (Serie azul) Estudios de Historia Económica (Serie roja) Documentos de Trabajo Documentos Ocasionales 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		IV. FORMACIÓN					
Informe anual, Boletín mensual y Otras publicaciones.		Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos					
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 (recopilación)</i>, <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	142,65 €	281,25 €	142,65 €	281,25 €			
Circulares del Banco de España (recopilación): actualización anual			61,14 €	120,54 €			
Central de Balances: estudios de encargo	Consultar al Servicio de Difusión de la Central de Balances (tels. 91 338 6931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle Alcalá, 522, 28027 Madrid).						
Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos	Consultar precios en el Catálogo						
Ediciones varias							
<small>(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.</small>							
<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; o cheque nominativo a favor de Publicaciones del Banco de España. 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 (91 338 6488); si elige el pago mediante cheque, podrá hacerlo por correo.</p>							
<p>Información: Banco de España, Unidad de Publicaciones, Alcalá, 522, 28027 Madrid. Teléfonos 91 338 6363 y 91 338 6364. Fax 91 338 6488. <i>e-mail:</i> publicaciones@bde.es</p>							
Información más detallada en: www.bde.es							